



FLASH MARCHÉS : LES BANQUES CENTRALES INVITENT A LA PATIENCE

- *Si le ton de Jérôme Powell était plutôt conciliant lors du FOMC du 1^{er} mai, les minutes publiées cette semaine soulignent l'absence de progrès en matière d'inflation au 1^{er} trimestre justifiant le maintien d'une politique restrictive en matière de taux directeurs.*
- *La publication des PMI en amélioration en Europe conforte nos attentes d'amélioration de la croissance économique.*
- *L'amélioration des données d'activités conforte notre surpondération sur les actifs risqués, en particulier les actions.*

Si le ton de Jérôme Powell était plutôt conciliant lors du FOMC du 1^{er} mai, les minutes publiées cette semaine soulignent l'absence de progrès en matière d'inflation au 1^{er} trimestre justifiant le maintien d'une politique restrictive en matière de taux directeurs. Entre-temps, les données récentes ont dissipé les craintes d'une réaccélération de l'inflation et le gouverneur Christopher Waller, dans un discours cette semaine, écarte comme Jérôme Powell le 1^{er} mai tout scénario d'une hausse des taux directeurs. Si les données d'activités avaient plutôt tendance à marquer le pas dernièrement, la publication des PMI montre une amélioration des perspectives de croissance économique pour le deuxième trimestre, en ligne avec les estimations de « GDP Now » de la Fed d'Atlanta qui s'attend à un PIB autour de 3,5% au 2^{ème} trimestre en rythme annualisé, soit encore au-dessus de la croissance potentielle. La patience reste de mise, comme le rappelle le gouverneur Raphael Bostic lors d'une conférence à Stanford.

En zone euro, la publication de la croissance des salaires négociés pour la zone euro, principal déterminant de l'évolution des salaires dans la zone euro à moyen terme et donc de l'inflation des services, montre une réaccélération au 1^{er} trimestre 2024 à 4,7% contre 4,5% au dernier trimestre 2023. Toutefois, le chiffre élevé de l'Allemagne reflète des paiements exceptionnels dans le secteur public allemand (bonus anti-inflation de 1920€ versé aux fonctionnaires allemands au 1^{er} trimestre 2024), tandis que les salaires pour la zone euro hors Allemagne poursuivent leur tendance baissière. En parallèle de la publication de ce chiffre en apparence décevant, la BCE a tenu à rassurer en publiant un billet de blog donnant un éclairage plus optimiste, insistant sur le caractère ponctuel et non structurel de cette réaccélération des salaires. La BCE va même jusqu'à revoir à la baisse son indicateur des salaires pour 2024 par rapport à ses prévisions de décembre. La croissance des salaires désormais plus rapide que l'inflation est de nature à soutenir la consommation des ménages. La publication des PMI en amélioration en Europe conforte nos attentes d'amélioration de la croissance économique. Après plusieurs trimestres décevants, la reprise de l'activité au 2^{ème} trimestre semble se confirmer. Par conséquent, la fenêtre de tir pour des baisses de taux de la part de la BCE pourrait se montrer plus étroite qu'attendue. Si la baisse des taux de 25bp en juin semble acquise, les baisses de taux suivantes feront l'objet de discussion au regard des données d'activité et d'inflation.

L'amélioration des données d'activités conforte notre surpondération sur les actifs risqués, en particulier les actions. Nous resterons néanmoins vigilants quant au regain de volatilité

sur les taux qui resteront le principal facteur de risque. Les taux réels peinent à franchir de nouveaux paliers à la baisse, ce qui nous invite à des prises de profits sur les actifs risqués ayant bien rebondi depuis le point bas du 19 avril, telles que les petites capitalisations américaines.

ACTIONS EUROPÉENNES

Cette semaine marque un contrecoup sur les marchés européens après ce qui pourrait être perçu comme un emballement des marchés la semaine précédente. Les causes peuvent être nombreuses. On pourra citer d'une part une prise de profit suite au franchissement de niveaux historiques sur les marchés, et d'autre part des craintes ravivées en Europe suite à la reprise de l'inflation chez nos voisins britanniques. Suite à cela, le scénario d'une baisse des taux en Angleterre dès le mois de juin n'est plus intégré que par 12% des investisseurs, provoquant une hausse des taux souverains marquée jusque sur le continent par effet de contagion. La publication des indicateurs PMI en zone euro n'a pas engendré de changement majeur, les résultats proches des attentes ont confirmé toutefois un rebond graduel de l'activité. La BCE se retrouve dans une situation inconfortable, avec un rebond de l'activité d'une part, et une diminution de l'inflation d'autre part. Le scénario d'une baisse de taux en juin reste majoritaire.

Sur le plan sectoriel, on constate que les secteurs les plus plébiscités la semaine du 13 mai auront aussi été les plus sanctionnés la semaine dernière. On citera en particulier le secteur des services aux collectivités, largement en queue de peloton ainsi que le secteur de l'automobile et les équipementiers. Les menaces de taxes chinoises sur les véhicules importés de l'UE et des Etats-Unis n'y sont pas étrangères. Les secteurs les plus exposés aux taux, à l'instar de l'immobilier et des telecoms (également pénalisés d'un point de vue spécifique par les résultats de **National Grid**) se retrouvent naturellement impactés par le mouvement haussier sur les taux. En revanche le secteur de la technologie parvient à tirer son épingle du jeu, la communication plus qu'encourageante de **Nvidia** suffisant à porter tout le secteur.

Soitec, fabricant français de semi-conducteurs a publié ses résultats et *guidances* la semaine dernière. Le chiffre d'affaires au quatrième trimestre 2023/2024 qui ressort à 337 millions d'euros porte le chiffre d'affaires annuel à 978 millions d'euros, soit exactement les attentes du consensus. Les objectifs 2024/2025 présentés fin mars sont réitérés, à savoir un chiffre d'affaires stable en organique et une marge d'EBITDA d'environ 35%. La société rappelle la saisonnalité de son activité, avec un chiffre d'affaires au premier semestre 2024/2025 qui devrait se contracter de -15% (avec un point bas au T1) et un rebond au deuxième semestre 2024/2025.

Profitant de l'engouement toujours plus fort autour de l'IA, **Sanofi** annonce la mise en place d'une collaboration avec **Formation Bio** et **Open AI** pour construire des logiciels dont l'objectif est d'accélérer le développement de médicaments et favoriser l'innovation. L'analyse à grande échelle de données devrait permettre à **Sanofi** de se positionner comme l'une des sociétés pharma dont les processus sont optimisés par l'IA à grande échelle.

Enfin, **Schneider Electric** a annoncé mercredi la fin des discussions avec **Bentley Systems** quant à un potentiel rachat. Le groupe annonce se concentrer sur ses priorités d'allocation du capital et réitère la nécessité d'une approche disciplinée de création de valeur, sans détails supplémentaires. L'annonce est perçue positivement par les marchés, l'opération

suscitait en effet quelques interrogations quant à la création de valeur d'une opération d'une telle taille et à la nécessité de financer pour partie l'opération sur titres.

ACTIONS AMÉRICAINES

Cette semaine avait lieu l'évènement du trimestre pour les observateurs intéressés par la tech et la finance. L'Investor Day de **JPMorgan** a ouvert le bal pour l'entreprise, dont on ne présente plus les qualités évidentes et qui gagne des parts de marchés constamment sur l'ensemble de ses segments d'activité. Les investisseurs se sont focalisés sur le fait que Jamie Dimon a annoncé qu'il ne serait probablement plus CEO d'ici 5 ans, et qu'aucun rachat d'action ne serait fait à cet horizon.

Si l'homme clé du secteur bancaire américain a pu décevoir les investisseurs, le CEO de **Nvidia** Jensen Huang, son équivalent au sein de la tech, a de nouveau ravi le marché grâce à un trimestre encore exceptionnel du fabricant de GPUs : la hausse du chiffre d'affaires est revue à la hausse de 6 à 7% sur l'année. Ce dernier mentionne le fait que la demande pour ces puces excédera l'offre jusqu'à 2025 au minimum, et annonce un *stock split* de 10 actions pour 1.

Malgré la forte hausse de **Nvidia**, le marché est atone dans l'ensemble sur la semaine, digérant sa forte hausse récente. Le Nasdaq100 termine à +0,4% ; devant le S&P500 à -0,5%.

Au sein de la santé, les entreprises de vaccin ont bien performé, en raison de l'apparition de la grippe aviaire H5N1 aux Etats-Unis. De plus, **Pfizer** annonce un programme ambitieux de réduction de coûts d'ici 2027, qui améliorerait leurs marges brutes de 3%. Au sein de la consommation, **Target** a effectué une de ses plus fortes baisses journalières de ces dernières années, en raison d'une dégradation de sa marge opérationnelle et une baisse de ses ventes. Cela contraste avec les chiffres de **Walmart** la semaine dernière, qui avait publié de bons chiffres de ventes. Au sein des renouvelables, le titre **First Solar** a réalisé une performance exceptionnelle, en raison de rumeurs de rationalisation de la production de modules au sein de l'industrie chinoise.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a perdu 0,73% en USD (à la clôture des marchés jeudi). **Taïwan** et **l'Inde** ont surperformé, avec des hausses de 2,73% et 2,28%. La **Chine** a reculé de -3,57% après son rebond de la semaine dernière. Le **Brésil** et le **Mexique** ont encore sous-performé, avec des reculs de -3,36% et -3,53% respectivement. Le marché coréen a cédé -0,83%.

En **Chine**, les ventes de détail d'avril ont augmenté de 2,3% en glissement annuel, alors que le consensus avait tablé sur une progression de 3,7%. La production industrielle a augmenté de 6,7% en GA, soit plus que les estimations de 5,5%. La NPPA a approuvé 96 nouveaux jeux, dont une majorité produits par de petits studios. Les recrutements dans les secteurs de l'industrie manufacturière et de la logistique ont montré des signes de rebond. Le promoteur immobilier **Vanke** a signé des accords avec des institutions financières de premier plan, dont la **CMB**, pour obtenir un prêt de 20 milliards de yuans, le plus important dans le secteur immobilier depuis 2020. La plupart des entreprises spécialistes des technologies de l'Internet ont annoncé des résultats encourageants au cours de la semaine : PDD a fait état de résultats trimestriels à nouveau impressionnants, avec des recettes publicitaires et des bénéfices au niveau du groupe supérieurs aux estimations. **Trip.com** a également fait état d'une solide croissance en volume des voyages intérieurs et à l'étranger, ainsi que d'un gain

de parts de marché. **Bilibili** a annoncé un chiffre d'affaires en ligne avec les attentes et une perte plus faible que celle prévue par le consensus. Les résultats de **NetEase** ont également été légèrement supérieurs aux anticipations. D'autre part, les constructeurs de véhicules électriques continuent à faire face à une concurrence féroce. **Li auto** a publié des résultats modestes pour le premier trimestre en raison d'une forte baisse de sa rentabilité. **JD.com** a levé 1,75 milliard de dollars d'obligations convertibles (OC), tandis qu'**Alibaba** émet des OC pour lever environ 5 milliards de dollars afin de financer ses rachats d'actions existants et futurs.

À **Taïwan**, le nouveau dirigeant Lai Ching-te a connu des débuts difficiles en raison des exercices militaires chinois autour de l'île et des levées de bouclier de l'opposition au parlement, qui ont poussé des milliers de manifestants dans les rues. Les commandes à l'exportation d'avril ont augmenté de 10,8% en glissement annuel, contre des estimations de 6,1%. La production industrielle a augmenté de 14,61% en glissement annuel en avril, alors que le consensus tablait sur une hausse de 11,25%. Les autorités locales ont demandé à **Foxconn** de réduire de 30% la consommation d'électricité dans ses usines d'assemblage au **Vietnam**. Ces mesures sont jugées encourageantes en matière d'économie d'énergie.

En **Corée**, les prix à la production ont augmenté en avril de 1,8% en glissement annuel. Le gouvernement a dévoilé un ensemble de mesures de soutien d'une valeur de 19 milliards de dollars afin de soutenir le secteur des puces électroniques. **Toray** investira 500 milliards de won dans des sites de production de fibres chimiques, de films et de films séparateurs de batteries électriques en **Corée du Sud**. **Samsung** a nommé le nouveau responsable de sa division **Puce**, Young Hyun Jun, un expert des puces mémoire, pour piloter les efforts visant à rattraper **SK Hynix** dans la course à l'IA.

En **Inde**, le conseil d'administration de la RBI a approuvé un transfert de 2 100 milliards de roupies (0,7% du PIB) pour verser un dividende annuel à la banque centrale, ce qui est supérieur au budget prévu (0,3% du PIB), améliorant ainsi les performances budgétaires. La croissance de la consommation d'électricité en avril est ressortie à 8,7%, un plus haut sur 6 mois et une augmentation de 1,4ppt en variation mensuelle. **Kalpataru** a signé avec **Aramco** trois contrats pour la troisième phase d'expansion d'un réseau de conduites de gaz en **Arabie Saoudite**. **HCL Technologies Ltd** va racheter les actifs de technologies de communication de **Hewlett Packard Enterprise Co** pour 225 millions de dollars. **Dixon technologies** va fabriquer les smartphones Google Pixel en **Inde**. **Indian Oil Corp** a signé un contrat à long terme avec le géant français de l'énergie **Total Energies** en France pour la fourniture de gaz naturel liquéfié. **Amber Enterprise** a publié un chiffre d'affaires inférieur aux attentes, mais ses marges continuent à augmenter. **Bharat Heavy Electronics** a fait état de résultats trimestriels solides et prévoit une commande annuelle de 12 GW de l'État indien pour des projets d'énergie au charbon.

Au **Brésil**, le gouvernement a identifié environ 464 millions de réals de transferts spéciaux qui, selon les législateurs, devraient être versés immédiatement au Fonds de participation municipale (FPM) pour le Rio Grande do Sul. Suzano a confirmé son intérêt pour l'acquisition d'**International Paper**.

Au **Mexique**, la croissance du PIB au 1^{er} trimestre a été conforme aux estimations, à 1,6%. Les ventes de détail du mois de mars ont ralenti de 1,7% en glissement annuel. L'IPC bihebdomadaire pour le mois de mai a été légèrement supérieur aux attentes, à 4,78% en glissement annuel. Le compte rendu du conseil d'administration de Banxico a fait état de désaccords entre ses membres.

En **Argentine**, **Banco Galicia** a enregistré des résultats supérieurs aux prévisions, grâce à la baisse du coût de financement et à l'augmentation des dividendes.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Les taux continuent de faire le yoyo d'une semaine sur l'autre parfois détendus par les chiffres de l'inflation, parfois impactés fortement à la hausse par les chiffres de PMI américains. Ces derniers publiés jeudi ont largement surpris à la hausse à 54,8 contre 51,2 attendu, soulignant encore une fois cette année la résilience de l'économie américaine repoussant les attentes de baisse de taux. Désormais, la première baisse de taux aux Etats-Unis est attendue au mieux par le marché en novembre. A contrario, les probabilités de baisse de taux de la BCE restent très largement ancrées pour une première action dès le mois de juin. Jeudi soir le taux 10 ans US progresse à 4,48%, et le taux 10 ans allemand à 2,60%, soit +10/12bp de hausse, pénalisant largement les obligations souveraines sur la semaine.

Le crédit continue de bien se porter avec des flux toujours acheteurs, maintenant les primes sur des niveaux de moyenne basse vers 108bp (moyenne 5 ans à 130bp) sur les bonnes signatures et à 330bp sur le haut rendement (moyenne 5 ans à 420bp). L'indice crossover reste sous les 300bp depuis deux semaines à 292bp. Malgré ces primes plutôt serrées, le rendement global reste néanmoins vecteur de flux pour les acheteurs qui continuent de vouloir verrouiller des rendements autour de 4% pour de l'Investment Grade et autour de 6,6% pour du haut rendement.

La semaine a d'ailleurs connu bon nombre d'émissions tant sur le corporate que sur les financières avec notamment **Swisscom** 2036, **Coty** 2027, **Saipem** 2030, **Barclays** 2036 en T2, **Areal** 2026 en Senior, et **Fidelidade** en RT1. Le prix de la transaction de la semaine revient à **Alstom** en dette hybride qui a levé 750 millions d'euros en dette perpétuelle callable en 2029 avec un carnet d'ordres de plus de 8 milliards, une demande pléthorique ayant réduit le coupon de 6,75 à 5,875%

Du 16 au 23 mai, pénalisé par les taux repartis à la hausse, le segment Investment Grade perd 0,60%, pour atteindre -0,20% depuis le début de l'année. A noter cependant que les primes auront tout de même joué un véritable effet amortisseur sur la classe Investment Grade depuis le début de l'année car les taux (indice souverain) en comparaison perdent près de 2% YTD. Plus court en sensibilité et porté par la bonne tenue des primes, le haut rendement s'inscrit dans le vert à 0,11% et s'établit à 2,58% depuis le début de l'année.

CONVERTIBLES

Semaine riche en événements sur le marché primaire des obligations convertibles asiatiques. **Alibaba** a levé plus de 4,5 milliards de dollars d'obligations convertibles à échéance 2031. Il s'agit de l'une des opérations les plus importantes jamais réalisées sur ce marché. L'entreprise prévoit notamment d'utiliser le produit de cette émission pour financer des rachats d'actions et accroître ses investissements dans les services cloud et d'intelligence artificielle. Cette émission jumbo fait suite à la nouvelle obligation convertible de son concurrent **JD.com**, qui a émis pour 1,75 milliard de dollars d'obligations convertibles en début de semaine, afin de financer des rachats d'actions et des investissements à l'étranger.

Compte tenu du nombre limité de nouvelles émissions d'obligations ces dernières années, les grandes entreprises chinoises du secteur de l'Internet pourraient continuer à émettre ce type de titres, car les multiples de valorisation de leurs actions restent bon marché et le sentiment du marché redevient positif.

Les émissions ont également été dynamiques aux États-Unis, avec plus de 1,5 milliard de dollars émis au cours de la semaine, dans différents secteurs, notamment : **WEC Energy**, **Blackline**, **Spectrum Brands** et **PennyMac**.

L'Europe a fini par se joindre à la tendance, avec un nouvel émetteur sur le marché, **Salini SpA**, qui a émis une obligation convertible échangeable en titres **WeBuild** pour un montant de 225 millions d'euros. L'entreprise sous-jacente est très impliquée dans la plupart des activités de construction d'infrastructures en Italie (46% du chiffre d'affaires) et dans de nombreux projets d'infrastructure à l'étranger.

Achevé de rédiger le 24/05/2024

GLOSSAIRE

- Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's).
- Les titres « High Yield » sont des obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.
- La dette senior bénéficie de garanties spécifiques. Son remboursement se fait prioritairement par rapport aux autres dettes, dites dettes subordonnées.
- La dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers.
- Tier 2 / Tier 3 : segment de la dette subordonnée.
- La duration correspond à la durée de vie moyenne d'une obligation actualisée de tous les flux (intérêt et capital).
- Le spread désigne l'écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité.
- Les valeurs dites « Value » sont considérées comme sous-évaluées.
- Markit publie l'indice Main iTraxx (125 principales valeurs européennes), le HiVol (30 valeurs à haute volatilité), et le Xover (CrossOver, 40 valeurs liquides et spéculatives), ainsi que des indices pour l'Asie et le Pacifique.
- EBITDA est l'acronyme de Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (en français : résultat d'exploitation avant intérêts, impôts et amortissement). Il mesure donc la création de richesse avant toute charge calculée. Il trouve son équivalent français en l'EBE (Excédent brut d'exploitation).
- Le terme "Quantitative Easing" désigne un type de politique monétaire dit non conventionnel auquel peuvent avoir recours les banques centrales dans des circonstances économiques exceptionnelles.
- Un « stress test » est une technique destinée à évaluer la résistance d'institutions financières.
- L'indice PMI, pour "Purchasing Manager's Index" (indice des directeurs des achats), est un indicateur permettant de connaître l'état économique d'un secteur.

- Coco (contingent convertible bonds) : format de dette subordonnée.
- Mortgage : une hypothèque est un instrument financier de garantie d'une dette.

AVERTISSEMENT

Ceci est une communication marketing.

Le présent support est émis par le groupe Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information.

Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction.

Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment du groupe Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés.

Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité du groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses.

Le groupe Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment du groupe Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. Source d'informations : à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles du groupe Edmond de Rothschild.

Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild. Copyright © groupe Edmond de Rothschild – Tous droits réservés

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 euros

Numéro d'agrément AMF GP 04000015

332.652.536 R.C.S. Paris