



FLASH MARCHÉS : LA BNS OUVRE LA VOIE DE LA BAISSÉ DES TAUX

- *Les banques nationales suisse et japonaise ont pris des décisions radicalement opposées, bien que portées par la même motivation de piloter leur devise.*
- *La croissance de l'immigration aux Etats-Unis a sans doute joué un rôle positif dans cette désinflation miraculeuse, en permettant un relâchement des tensions sur le marché du travail accompagné d'un rebond de la productivité.*
- *Malgré cet environnement de taux réels maintenus à des niveaux élevés pour encore quelques mois, les indicateurs économiques publiés cette semaine montrent une bonne résilience de la croissance.*

Les banques nationales suisses et japonaises ont pris des décisions radicalement opposées, bien que portées par la même motivation de piloter leur devise. L'appréciation du franc suisse de plus de 15% depuis fin 2019 pèse sur les exportations suisses, dont les volumes ne parviennent pas à revenir au-dessus de leur niveau d'avant covid. La Banque Nationale Suisse a donc devancé les anticipations des marchés en décidant de baisser ses taux de 25 points de base pour relâcher la pression sur sa devise. A l'inverse, la Banque du Japon est enfin sortie de sa politique de taux négatifs en relevant ses taux à 0-0,10% et de *Yield Curve Control* dans l'espoir d'enrayer la dépréciation de sa devise et l'inflation des prix des importations, alors que les négociations annuelles Shinto ont débouchées sur des hausses salariales supérieures à 5%.

A l'instar de la BCE, la FED a intimé aux marchés de patienter jusqu'en juin pour concéder une première baisse de taux. La FED a acté une croissance plus résiliente, en relevant les perspectives de croissance (+60pb en 2024, +20pb en 2025 et +10pb en 2026) ainsi que d'une inflation plus persistante (Core PCE relevé de 20bp pour 2024 et headline relevé de 10 bp en 2025). Malgré une trajectoire de baisse de taux légèrement moins généreuse qu'en décembre dans les dots du FOMC, les marchés ont été confortés par la perspective de 3 baisses en 2024, en probabilisant la première en juin à 65%. La banque centrale américaine pourrait également décélérer dès le mois de mai le rythme de la réduction de son bilan (Quantitative Tightening) qui est mis en œuvre depuis 2 ans. Les marchés actions ont accompagné les marchés obligataires dans ce satisfecit.

La croissance de l'immigration aux Etats-Unis a sans doute joué un rôle positif dans cette désinflation miraculeuse, en permettant un relâchement des tensions sur le marché du travail accompagné d'un rebond de la productivité. Cet environnement confère à la FED davantage de marges de manœuvre qu'à la BCE. La zone euro ne peut se permettre de voir ses taux baisser trop en amont de la FED, au risque de voir l'euro se déprécier et l'inflation importée faire son retour. D'autant plus que les prix énergétiques sont de nouveau orientés à la hausse, avec un Brent au-dessus de 85 dollars. La BCE est également en décalage de phase avec la FED sur le quantitative tightening puisqu'après avoir mis fin aux LTRO / TLTRO, la BCE doit accélérer le rythme de réduction de son bilan en juillet.

Malgré cet environnement de taux réels maintenus à des niveaux élevés pour encore quelques mois, les indicateurs économiques publiés cette semaine montrent une bonne résilience de la croissance. Les PMI indiquent un possible rebond de l'activité en zone euro, malgré l'activité manufacturière toujours en retrait en Allemagne. Aux Etats-Unis, les PMI se maintiennent en territoire d'expansion et les indicateurs des FED régionales confortent le scénario d'un atterrissage en douceur.

Les très bonnes performances des marchés actions depuis fin octobre nous invitent à des prises de profits tactiques. Le terreau est favorable à une éventuelle consolidation de marché : les primes de risques sur les actions laissent désormais moins de place à des déceptions sur le scénario majoritaire de désinflation miraculeuse. A plus court terme, les rebalancements de fin mars verront affluer des prises de profits sur les actions et des réallocations en faveur des obligations, tandis que la corrélation implicite du SP500 atteint son plus bas niveau depuis plus de dix ans. Les marchés obligataires nous semblent offrir une asymétrie du profil gain/risque plus attractive. Nous avons en particulier renforcé la duration américaine.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les actions européennes terminent dans le vert cette semaine, tirées par les segments cycliques, immobilier et banques en tête, sur fond d'indicateurs économiques plus optimistes en ce qui concerne la santé de l'économie : le PMI composite sort à 49,9 contre 49,7 attendu, les services restant en territoire d'expansion au-dessus de 50 pour le deuxième mois consécutif, mais sa composante manufacturière reste dépréciée. L'indice de sentiment des investisseurs ZEW a fortement rebondi en mars pour le huitième mois consécutif.

Le premier signe concret d'un virage accommodant s'est fait du côté suisse : la Banque Nationale Suisse est la première principale banque centrale mondiale à baisser ses taux cette année. Même si on ne peut pas en dire autant à ce stade de la banque d'Angleterre qui a laissé ses taux directeurs inchangés, il est intéressant de noter qu'aucun membre n'a voté en faveur d'une hausse de taux. De son côté, Christine Lagarde a précisé cette semaine que la BCE ne s'engagerait pas sur une trajectoire de baisse de taux après la première baisse. Le virage est donc engagé, mais le discours reste prudent.

Au niveau des sociétés, après une saison de résultats plutôt bonne pour le secteur du luxe, **Kering** a publié un profit warning, lié à la forte baisse des revenus générés par **Gucci** qui représente près de la moitié du groupe, et à une demande chinoise atone.

Le géant britannique de la grande distribution **Unilever** a annoncé la suppression de 7500 emplois et la scission de ses activités de crème glacée qui pesaient largement sur les marges en raison des hausses de coûts. Cette opération devrait être finalisée d'ici fin 2025 et générer 800 millions d'euros d'économies sur les trois prochaines années.

Dans le secteur technologique, l'éditeur de logiciel allemand **Nemetschek** a publié de très bons résultats pour clôturer l'année fiscale 2023 et prouve sa résilience durant une phase de transition cloud, mais le marché a sanctionné un discours légèrement plus prudent qu'attendu sur les perspectives 2024. Le Français **Atos**, de son côté, chute en bourse après avoir annoncé la fin des négociations avec **Airbus** autour de sa division big data et security.

Enfin, difficile en 2024 de parler du marché action sans mentionner l'intelligence artificielle : la conférence GTC d'**Nvidia** aura apporté son lot de bonnes nouvelles pour les sociétés européennes, comme pour le champion européen de services IT **SAP** qui a annoncé un

partenariat avec **Nvidia** pour sa plateforme **SAP Business AI**, **Siemens** renforce sa collaboration avec l'américain pour ses logiciels industriels de rendu photoréaliste, **Schneider Electric** dans l'infrastructure des centres de données, et **Novo Nordisk** pour la création d'un superordinateur au Danemark pour appuyer l'innovation dans la santé.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés terminent encore une fois la semaine à un nouveau plus haut historique, dans un mouvement de marché porteur pour le Nasdaq 100 (+2,9%) mais également pour l'ensemble du marché, puisque le Dow Jones 30 et Russell 2000 réalisent une performance similaire.

Cette semaine, l'attention des investisseurs s'est portée sur la conférence de **Nvidia** au cours de laquelle a été dévoilée sa nouvelle « superpuce » IA Blackwell, et un partenariat avec **Cadence Design Systems** notamment. Puis sur le FOMC qui a eu lieu mercredi, au cours duquel Jérôme Powell a, à nouveau, exprimé le fait que les taux d'intérêt sont à leur plus haut de ce cycle de politique monétaire.

Au niveau des entreprises, quelques publications trimestrielles sont parues cette semaine, perçues dans l'ensemble plutôt positivement par le marché. **Fedex** grimpe en bourse suite à des estimations de bénéfice supérieures aux attentes pour le T3, grâce à des économies de coût malgré une demande difficile. Au sein des semi-conducteurs, **Micron** dépasse les attentes sur toutes les métriques, et relève ses prévisions pour l'année complète, témoignant d'un positionnement réussi sur le segment IA. **SuperMicro Computer** corrige après son parcours exceptionnel, suite à une vente d'actions plus difficile que prévue.

Au sein de la consommation, la marque de vêtements **Lululemon** corrige malgré de bons résultats, en raison d'une faiblesse de la demande américaine qui devrait perdurer au T1. De même pour **Nike**, qui effectue un warning sur ses ventes pour l'année 2024.

Les nouvelles continuent d'être négatives d'un point de vue juridique pour **Apple** : la rumeur de son partenariat à venir avec **Google** via **Gemini**, a été éclipsée par la plainte antitrust du DOJ concernant ses pratiques monopolistiques.

ACTIONS JAPONAISES

Les indices NIKKEI 225 et TOPIX ont bondi de 5,17% et 5,06%, respectivement. Avec une première série d'annonces beaucoup plus élevées que prévu sur l'augmentation moyenne des salaires (5,28% dans les grandes entreprises et 4,42% dans les petites et moyennes), la Banque du Japon a décidé d'abandonner les taux d'intérêt négatifs lors de sa réunion de politique monétaire du 19 mars, et d'augmenter les taux pour la première fois en 17 ans. Elle a également supprimé son dispositif de contrôle de la courbe des taux et suspendu les nouveaux achats d'ETF, mettant ainsi un terme à sa politique d'assouplissement monétaire à grande échelle menée depuis avril 2013. Le gouverneur de la BOJ a toutefois déclaré : « Compte tenu des perspectives actuelles en matière d'économie et de prix, les conditions financières vont pour l'instant rester accommodantes ». Elle s'autorise par ailleurs à poursuivre ses achats d'emprunts d'État (JGB). Cette inflexion de la politique avait été largement anticipée par le marché. La confirmation d'une posture accommodante dans le communiqué a mis à mal les facteurs baissiers, déclenchant une dépréciation du yen et un nouveau record sur le marché actions.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY a commencé la période à 148,5 yens, puis s'est approchée des 152 yens après la décision de la BOJ, pour terminer la semaine aux alentours de 151 yens.

MARCHÉS EMERGENTS

Avec une progression de 1,38% cette semaine (à la clôture des marchés jeudi), l'indice MSCI EM a encore surperformé les indices des marchés développés, grâce aux bonnes performances de la **Corée** et de **Taïwan**, en hausse de 5% et de 2,1% en USD, respectivement. Le marché brésilien a gagné 1,24%. La **Chine** a terminé la semaine en hausse de 0,76%, tandis que **l'Inde** a pratiquement fait du surplace et a sous-performé les autres grands marchés.

En **Chine**, sur la période janvier-février, la production industrielle a augmenté de 7,0% en glissement annuel (contre 5,2% anticipés), tandis que les exportations ont crû de 7,1% en glissement annuel, un niveau supérieur aux attentes du consensus (1,9%), grâce à la poursuite de la reprise de l'activité industrielle mondiale. Les investissements en infrastructures ont augmenté de 9% en glissement annuel, grâce à l'émission d'une obligation souveraine spéciale et à une nouvelle facilité de prêts supplémentaires garantis (PSL). Les dépenses d'investissement des entreprises ont également crû de 9,4% en glissement annuel, en grande partie grâce à la demande extérieure et au secteur des nouvelles énergies. D'autre part, les ventes au détail sur la période janvier-février ont été légèrement inférieures aux attentes, avec une augmentation de 5,5% en glissement annuel. La reprise de la consommation est en cours, mais les ménages restent prudents. Les taux d'intérêt LPR à 1 an et à 5 ans sont restés inchangés à 3,45% et 3,95%, respectivement. Le Conseil d'État a publié un plan d'action visant à ouvrir les marchés nationaux de la banque et de l'assurance aux investissements étrangers. La rentabilité actionnariale est un sujet clé de la saison des résultats. **Tencent** a annoncé des résultats en ligne avec les anticipations et a doublé le montant de ses rachats d'actions pour le porter à 3-4% de la capitalisation boursière. **CATL** a également annoncé un dividende spécial grâce à une solide capacité à générer des flux de trésorerie. **PDD** a de nouveau publié des résultats globalement solides, grâce à l'augmentation de sa part de marché en **Chine**, à son expansion à l'international et à une monétisation accrue. **Tencent Music** a également publié des résultats meilleurs que prévu, grâce à une dynamique solide des abonnements. **Ping An** a annoncé des résultats en deçà des attentes pour le quatrième trimestre 2023. L'usine indonésienne de véhicules électriques de **BYD** entrera en service début 2026. **Ant Group** prévoit de mettre en place des conseils d'administration indépendants pour ses activités internationales, bases de données et technologies numériques.

En **Corée**, le président Yoon entend mettre en œuvre une réforme de l'impôt sur les successions afin de faciliter la participation des entreprises au programme « Value Up ». Le gouvernement gèlera les tarifs de l'électricité avant les élections législatives du 10 avril.

Samsung va investir 1 000 milliards de wons pour fournir des accélérateurs d'IA, afin de soutenir ses ambitions dans ce domaine. Jensen Huang a déclaré qu'elle testait la mémoire HBM (mémoire à haute bande passante) de **Samsung**, avec de « grandes espérances ».

À **Taïwan**, la CBC a surpris les marchés en augmentant le taux directeur de 12,5 pb, à 2%, pour lutter contre les risques d'inflation liés à la hausse des tarifs de l'électricité. **TSMC** envisage de construire une usine de conditionnement avancée au Japon. **Mediatek** a noué une alliance stratégique avec **Phison** pour offrir des services d'IA de nouvelle génération. **Pegatron** a déclaré avoir intégré la chaîne d'approvisionnement de **Nvidia** pour la fabrication de sa puce GB200.

En **Inde**, la collecte brute des impôts directs pour l'année fiscale se terminant le 31 mars a augmenté de 18,74% en glissement annuel, à plus de 22 300 milliards de roupies. Le déficit commercial s'est légèrement creusé en février, la facture des importations du pays ayant augmenté en raison de la forte demande intérieure et de la hausse des prix du pétrole brut. Le gouvernement a annoncé une nouvelle politique pour les véhicules électriques, abaissant les droits d'importation de 100% à 15% afin d'attirer les investissements dans le secteur manufacturier. Il envisage également une réduction d'impôt pour les véhicules hybrides. Une entreprise commune entre la société chinoise **SAIC** et le groupe **JSW** prévoit de commercialiser des voitures électriques haut de gamme en **Inde**. **TVS** a approuvé une émission d'actions préférentielles pour un montant de 228 millions de dollars. **Bharti Hexacom**, filiale d'**Airtel**, a obtenu l'approbation de la **Sebi** pour son introduction en bourse.

Au **Brésil**, le ministère de l'Industrie a lancé plusieurs enquêtes sur le dumping présumé de produits industriels par la **Chine**. **Lula** a réclamé une baisse des dividendes de **Petrobras** et une réduction des taux d'emprunt des banques publiques.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Une semaine toujours occupée par les discours des banques centrales avec notamment la Fed qui souligne les trois baisses à venir d'ici la fin de l'année. Mais dans le même temps, les signaux macro restent très forts avec notamment un PMI américain publié à 52,2 soulignant la robustesse de l'économie. Au final sur la semaine le taux 10 ans US baisse de 8 bp à 4,24%. Les taux européens connaissent également une détente avec 2,37% sur le taux 10 ans allemand en provenance de 2,46% en début de semaine. De son côté la BNS a surpris les marchés en coupant ses taux pour la première fois de 1,75% à 1,5%.

Coté primes de crédit, les primes restent sur des niveaux serrés à 110bp sur les bonnes notations avec une volatilité très faible au global en raison des flux qui restent largement positifs. A contrario on note cette semaine un modeste écartement de primes sur le haut rendement d'une dizaine de bp à 345bp avec un léger regain de stress sur certains émetteurs en fin de semaine comme **Ardagh Packaging** ou **SFR (Altice France)** qui souffrent en raison de niveaux d'endettement importants et d'incertitudes sur une restructuration potentielle de leur dette.

La dynamique du marché primaire est cependant toujours animée avec notamment les nouvelles émissions de **Shaeffler**, **CBR Fashion**, **Fnac**. Coté financière à noter **ASR** qui est sorti en RT1 à 6,625% de coupon pour 500 millions d'euros. La nouvelle de la semaine sur le primaire revient à **Raiffeisen** qui avait prévu d'émettre une nouvelle AT1 pour refinancer son prochain call, mais qui a retiré la transaction le jour même en raison d'investigations supposées américaines sur le rapatriement de cash de sa filiale russe. Cette nouvelle n'a toutefois pas eu d'impact significatif sur le prix des bonds AT1 Raiffeisen.

Du 14 au 21 mars, les segments obligataires de bonne qualité sont dans le vert grâce aux taux. Le segment IG gagne 0,17% et revient presque à l'équilibre (-0,08% YTD), alors que le haut rendement perd 0,3% sur la semaine mais reste largement positif à +1,60% depuis le début de l'année en raison de la très bonne tenue des primes sur le trimestre.

CONVERTIBLES

Le marché des obligations convertibles a fini la semaine dans le vert grâce à l'optimisme sur les marchés boursiers par les déclarations de la Réserve Fédérale de maintenir leurs perspectives de trois coupes de taux pour 2024 et ceci, malgré un récent rebond de l'inflation. En effet, le président de la Fed Jérôme Powell a déclaré qu'il serait approprié de commencer à assouplir « à un moment donné cette année ».

Du côté des entreprises, la société de fabricant de puces **Micron Technologique** a revu à la hausse ses prévisions de ventes pour les prochains trimestres grâce à la demande de matériel pour l'IA. Cette prévision a tiré tout le secteur technologique en particulier **Western Digital** et **Seagate Technology**.

En Europe, la société de livraison de repas à domicile **Delivery Hero** a annoncé le rachat pour plus de 400 millions d'euros d'obligations convertibles 2025 ainsi que 100 millions d'euros de 2026 au prix respectif de 94,75% et 89%.

Le marché du primaire des obligations convertibles a connu une seule émission de la part de la société japonaise **Infroneer Holding** pour 60 milliards de Yen échéance 2028 avec un zéro coupon et une prime de 15%.

Achévé de rédiger le 22/03/2024

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 techniques 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