



FLASH MARCHÉS : STAGFLATION OU TRANSITION ?

- *La volatilité reste élevée sur les taux d'intérêt à l'approche des décisions des banques centrales américaines et européennes.*
- *Aux Etats-Unis, en dépit du resserrement monétaire majeur, le consommateur ne faiblit pas encore et les résultats des entreprises de technologie américaines demeurent robustes.*
- *Nous sommes prudents sur les actions, notamment américaines. Sur les obligations d'entreprises, nous conservons une vue constructive et nous profitons de la hausse des taux gouvernementaux pour renforcer progressivement la duration.*

La volatilité reste élevée sur les taux d'intérêt à l'approche des décisions des banques centrales américaines et européennes la semaine prochaine.

Aux États-Unis, le secteur bancaire est fébrile. La publication des mauvais résultats de First Republic Bank qui affiche une décollecte massive de ses dépôts bancaires et son engagement à liquider une centaine de milliards d'actifs ont pesé sur les taux d'intérêt. Le marché a un temps anticipé une baisse de 75 points de base des taux de la Fed d'ici la fin de l'année.

L'ensemble des chiffres économiques américains font clairement état d'un ralentissement de la croissance, à l'image des indicateurs des Fed régionales (Richemont, Chicago, Philadelphie), de l'indice de confiance des consommateurs et de la forte contraction des commandes de biens durables hors défense et transport. Le PIB américain du 1er trimestre se replie à 1.1% seulement vs 1.9% attendu, dû principalement à un déstockage massif.

En revanche, la résilience du marché de l'emploi américain, couplée au rebond de l'inflation cœur, indicateur de référence de la Fed, qui remonte de 4.4% à 4.9% au 1^{er} trimestre, a rapidement inversé cette tendance sur les taux. En dépit du resserrement monétaire majeur, le consommateur ne faiblit pas encore et les résultats des entreprises de technologie américaines demeurent robustes.

Cette situation risque de compliquer la tâche de la Fed qui se réunit mercredi prochain.

Idem pour la BCE avec la poursuite des pressions salariales, à l'image de la hausse de 11% des salaires du secteur public allemand. Pour autant, les autres banques centrales qui se sont exprimées cette semaine ont clairement adopté un ton accommodant, soit en annonçant la fin prochaine de la hausse des taux (Suède), soit en ouvrant la voie de la baisse des taux (République tchèque, Hongrie).

Au Japon, le nouveau gouverneur de la BoJ conserve même sa stratégie ultra accommodante de taux négatifs et de contrôle de la courbe des taux, en espérant constater une inflation tirée par les salaires autour des 2% pour envisager une normalisation.

Nous passons de négatif à neutre sur le dollar, notamment du fait d'une inversion trop prononcée de la courbe monétaire américaine, et d'un découplage récent avec l'évolution des taux d'intérêt.

Dans cet environnement de dégradation lente de l'octroi du crédit, les primes de risques nous semblent insuffisamment attractives et nous incitent à la prudence sur les actions, notamment américaines. Sur les obligations d'entreprises, nous conservons une vue constructive et nous profitons de la hausse des taux gouvernementaux pour renforcer progressivement la duration.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens ressortent en légère baisse au cours de la semaine alors que la saison des résultats bat son plein.

Du côté macroéconomique, on a pu assister à des prises de paroles relativement hawkish de la BCE mais au-delà de la conjoncture de court terme, Fabio Panetta, membre du directoire de la BCE, a rappelé les effets durables sur l'inflation liés aux tensions géopolitiques et à l'évolution de la mondialisation. Enfin, l'indice IFO du climat des affaires en Allemagne ressort en modeste hausse (93.6 vs 93.4) et atteste d'une meilleure dynamique de la demande dans l'industrie.

Du côté microéconomique, la semaine a été assez chargée avec de nombreuses publications de résultats. Dans les équipements de santé, **Philips** publie de bons résultats grâce à l'amélioration des conditions d'approvisionnement qui lui permettent de répondre à son important carnet de commandes tout en améliorant ses marges après un plan de licenciement massif. Côté pharmaceutique, **Novartis** revoit ses prévisions à la hausse, soutenu par une forte croissance des volumes qui est vue comme pérenne par le management. Concernant la consommation de base, **Nestlé** et **Danone** témoignent toutes les deux de leur fort pricing power en affichant d'excellents résultats marqués par une forte capacité à faire passer les hausses de prix. **Pernod Ricard** subit davantage le ralentissement de la demande mais reste positif sur la fin de l'année. A l'inverse, **AB Foods**, la maison mère de **Primark**, subit plus frontalement la baisse de pouvoir d'achat des ménages. Dans le secteur des technologies, les résultats sont plus dégradés en Europe. **ASM** et **Dassault Systèmes** publient des résultats corrects mais la baisse du carnet de commandes pour ASM et le ralentissement des licences dans le software font craindre une cyclicité plus importante qu'attendu dans les deux secteurs. En ce qui concerne le secteur énergétique, après la chute des prix de l'électricité au 1^{er} trimestre, **TotalEnergies** affiche un bénéfice en baisse de 27% et annonce vendre ses activités dans le sable bitumineux au Canada. L'hôtelier **Accor** publie des résultats au-dessus des attentes et se montre plus optimiste sur ses revenus par chambre disponible pour 2023. Enfin, dans le luxe, **Kering** ne parvient pas à égaler ses concurrents et affiche des résultats décevants notamment en Chine et en Amérique du Nord.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les indices américains ont évolué au gré des publications de résultats toute la semaine. Jeudi, le S&P 500 a affiché sa plus forte progression quotidienne depuis le début de l'année (+1.96%) saluant de bonnes publications de résultats dont celles de **Meta/Facebook** +13.9%, **Eli Lilly** +3.7%, **Honeywell** +4%, **eBay** +5.1%. **Meta** progressait de 11% suite à la publication de résultats supérieurs aux attentes profitant de l'accélération des dépenses publicitaires.

A contre tendance, **Snap** (la maison mère de Snapchat) reculait de 20% en après-marché suite à la publication d'un chiffre d'affaires moins élevé que prévu au 1^{er} trimestre et ce malgré la hausse du nombre d'utilisateurs. La société n'a pas fourni de prévisions.

Microsoft progressait de plus de 9.7% suite à des résultats meilleurs qu'attendu (notamment une forte contribution de la division cloud) mais aussi grâce à des commentaires très confiants sur la contribution à venir des solutions dans l'intelligence artificielle. En revanche, l'acquisition du studio de jeux vidéo **Activision** semble s'éloigner après que l'autorité britannique à la concurrence s'est opposée au projet de rachat du groupe par Microsoft.

Alphabet a également dépassé les attentes grâce au rebond des revenus publicitaires mais la réaction du titre fut plus timide suite à des commentaires nuancés sur l'apport des solutions dans l'IA.

Amazon reculait de 1% en après-marché, après avoir été en hausse de 10% initialement. La société a fait part d'un ralentissement de la croissance des revenus dans sa division cloud AWS au mois d'avril à +12% contre +16% au 1^{er} trimestre.

Intel progressait de 5% en après-marché suite des commentaires confiants sur l'évolution de la rentabilité du groupe au 2nd semestre. La société s'attend notamment à une progression des marges qui bénéficiera de la montée en charge des sites de production et de la fin du cycle de déstockage.

Texas Instruments a souffert d'une guidance faible pour le trimestre en cours.

UPS prévoit des revenus annuels en bas de la fourchette des prévisions (97-99.4 milliards de dollars vs consensus 98.1 milliards de dollars) à cause d'une baisse des volumes de colis.

Sur le plan macro-économique, les chiffres du PIB au 1^{er} trimestre ont déçu avec un ralentissement de l'économie à +1.1% (vs +1.9% attendu par le consensus), souffrant notamment d'effets de déstockage. Les chiffres de la consommation sont restés très solides, à +3.7% en glissement annuel, alimentant l'hypothèse d'un atterrissage en douceur de l'économie. L'indice des prix attaché au PIB s'est infléchi à la hausse à +4% en glissement trimestriel contre +3.7% attendu par le consensus et +3.9% le trimestre précédent. Enfin, les inscriptions au chômage sur la semaine écoulée ont nettement ralenti à 230k contre 248k prévu par les économistes.

ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX se sont repliés de 0.70% et 0.35% au cours de la semaine. Les places boursières japonaises ont été déprimées tout au long de la période après avoir affiché une tendance haussière. Ce repli s'explique par la tendance sur les marchés actions américains, sur fond de craintes à l'égard de l'instabilité du système bancaire, des préoccupations relatives à l'économie mondiale et de la légère appréciation du yen.

Les secteurs de la construction, de l'électricité et du gaz ainsi que de l'immobilier ont progressé respectivement de 3.21%, 1.51% et 1.33%, les titres défensifs liés à la demande intérieure ayant fait l'objet d'un courant acheteur en raison des incertitudes planant sur l'économie mondiale. À l'inverse, les secteurs du transport maritime, du fer et de l'acier ont reculé de 5.52% et 3.67%, compte tenu de la vente généralisée des actions sous-évaluées. Le secteur des contrats à terme sur titres et sur matières premières a cédé 5.29% sur fond de craintes à l'égard des incertitudes liées au marché financier.

Tokyo Gas et **Daiwa House Industry**, opérant dans le secteur de la construction, ont gagné respectivement 6.98% et 6.54%, pour les raisons évoquées plus haut. **Canon** s'est inscrit en hausse de 5.91%, alors que ses prévisions de bénéfices pour l'exercice 2023 ont dépassé les attentes. En revanche, **Shimano**, un fabricant de pièces pour vélos, a chuté de 10.74%, après

avoir fait part de prévisions de résultat opérationnel pour décembre 2023 largement inférieures aux estimations des analystes. **Nomura**, une banque d'investissement, a cédé 7.74%, alors que la société a rendu compte d'une baisse prononcée de son bénéfice net pour l'exercice 2022, en partie du fait de l'instabilité des marchés financiers mondiaux. **Sumitomo** a reculé de 5.40% en raison de la baisse des prix des matières premières et de prises de bénéfices des investisseurs suite à la forte hausse de son cours boursier.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY a cédé un peu de terrain, passant d'un peu moins de 135 yens pour un dollar à un peu moins de 134 yens à l'égard d'un éventuel ralentissement de l'économie mondiale, dû à la crise du crédit notamment aux États-Unis.

Le gouvernement japonais a décidé d'avancer la levée de ses mesures de contrôle des frontières face au Covid-19, initialement prévue le 8 mai, à ce samedi, face aux anticipations d'une augmentation du nombre de voyageurs étrangers à l'occasion de la Golden Week.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI Emerging Markets s'est replié de 0.9% cette semaine (cours de jeudi à la clôture). Alors que les tensions géopolitiques sont revenues sur le devant de la scène, l'Inde a surperformé avec une hausse de 2%, tandis que la Chine, la Corée du Sud et Taïwan ont tous reculé d'environ 2% en USD. Le Brésil et le Mexique ont légèrement surperformé les autres régions, mais sont restés en territoire négatif.

En **Chine**, la semaine a de nouveau été marquée par de nombreux événements sur le front géopolitique. Olaf Scholz a invité le Premier ministre chinois Li Qiang pour des discussions à Berlin, tandis que Xi Jinping a échangé par téléphone longuement et de manière constructive avec le président ukrainien Volodymyr Zelensky. Le bureau politique du Parti communiste chinois s'est fendu d'un message pro-croissance vendredi, déclarant que le maintien de mesures de soutien budgétaire et monétaire était nécessaire à la reprise économique du pays pour les prochains trimestres. Alors que nous entrons dans la saison de publication des résultats pour le 1^{er} trimestre 2023, la plupart des entreprises ont fait part de chiffres supérieurs aux attentes pour le moment, avec des perspectives plus positives de la part des sociétés cotées. Les bénéfices d'**Anhui Conch Cement** ont été au-delà des estimations pour le 1^{er} trimestre 2023 à la faveur d'une hausse des volumes, et ce, même après avoir connu une demande atone en raison du ralentissement de la construction de nouveaux biens immobiliers. La croissance de la valeur nette comptable de **Ping An Insurance** s'est redressée pour l'ensemble de ses canaux, avec une progression de 20% sur un an au 1^{er} trimestre 2023. **China Merchants Bank** a enregistré une baisse de la marge nette d'intérêt ainsi que des revenus tirés des commissions, mais s'attend à une amélioration progressive en glissement annuel.

En **Corée du Sud**, **SK Hynix** a rendu compte de faibles résultats au 1^{er} trimestre 2023 conformément aux attentes. La direction s'est montrée toutefois confiante quant à une reprise au 2nd semestre puisqu'elle anticipe une croissance supérieure à 10% en glissement trimestriel de son activité liée aux puces mémoire DRAM et NAND, marquant ainsi un point d'inflexion pour ce segment. **LG Energy Solutions** a publié des résultats supérieurs aux estimations, la société ayant tiré parti du crédit à la production de technologies de pointe de 100 milliards de wons pour ses capacités de production aux États-Unis.

En **Inde**, l'État du Gujarat a annoncé la mise en œuvre d'une politique de restructuration du capital pour l'ensemble des entités publiques à compter de l'exercice 2024, qui devrait se traduire par une augmentation des rendements pour les actionnaires ainsi qu'une accélération des investissements. La croissance des salaires en zones rurales s'est de nouveau améliorée de 6% pour atteindre un pic sur 30 mois, à la faveur d'une augmentation de construction de nouveaux logements établis à un plus haut sur 9 ans. **Adani Ports** va racheter jusqu'à 650 millions de dollars US de dette en puisant dans ses réserves de liquidités, en vue de doper la confiance des investisseurs. **ICICI Bank** a rendu compte de solides résultats au 4^{ème} trimestre, à la faveur d'une hausse raisonnable des volumes et d'une amélioration de la marge nette d'intérêt. **Maruti Suzuki** a fait part d'un EBIT de 8.1%, soit son niveau le plus élevé sur les 18 derniers trimestres, et a annoncé l'augmentation de ses capacités de production à hauteur de 1 million d'unités.

Au **Brésil**, les ventes au détail ont de nouveau reculé de 0.1% en février. **WEG** a publié ses résultats pour le 1^{er} trimestre 2023, la baisse de son chiffre d'affaires ayant été contrebalancée par la forte hausse de ses marges.

Au **Mexique**, les exportations ont augmenté pour atteindre 53 milliards de dollars US en mars, soit le volume le plus élevé jamais enregistré sur un mois, témoignant ainsi de l'extrême solidité de la tendance à la relocalisation. Le volume total des exportations s'est inscrit en hausse de presque 7% au 1^{er} trimestre 2023, 90% concernaient des biens manufacturés. Le groupe aéroportuaire mexicain **OMA** a annoncé de solides résultats sous l'effet d'une forte croissance du trafic. La société de placement immobilier **FUNO** a rendu compte de résultats conformes aux attentes pour le 1^{er} trimestre 2023, avec de solides fondamentaux dans l'ensemble de ses marchés verticaux.

Au **Chili**, le gouvernement a enfin dévoilé sa politique de développement de batteries au lithium, qui prévoit un partenariat entre l'État et certaines sociétés dans des projets, afin de tirer parti des réserves les plus importantes au monde de ce métal si précieux pour la production de batteries.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Une semaine marquée par un peu de volatilité sur le crédit en début de semaine. Les primes de crédit terminent un peu plus élevées sur le segment du High Yield mais également sur celui de l'Investment Grade avec des niveaux respectifs de 479 points de base (+12 points de base) et 162 points de base (+5 points de base). En revanche, le taux 5 ans allemand termine plus bas à 2.36% (-16 points de base).

Les performances de la semaine sont globalement stables : sur le segment de l'Investment Grade, la contribution hebdomadaire s'élève à +0.09%, et -0.13% sur le High Yield. Depuis le début de l'année, les deux segments performant respectivement de +1.67% et +2.93%. A ce jour, le rendement actuariel des marchés obligataires Investment Grade s'établit à 4.2% et 7.3% pour le marché obligataire du High Yield, ce qui reste de très bons points d'entrée en terme de portage.

L'activité est toujours dynamique sur le segment du High Yield avec trois transactions notables : **Loxam** pour un montant de 300 millions d'€ à 6.375% BB- 2028, **Cheplapharm** pour un montant de 425 millions à 7.5% BB- 2030, et **Benteler** pour un montant de 525 millions d'€ à 9.375% 2028. L'ensemble de ces transactions a été très largement sursouscrit, soulignant encore l'appétit des investisseurs pour l'obligataire à spread.

Sur le front de la dette financière, le marché des subordonnées a consolidé et baissé tout au long de la semaine, notamment avec les craintes renouvelées sur **First Republic Bank** aux États-Unis. En fin de semaine, les annonces successives de calls AT1 par **UniCredit** (UCGIM 6.625 EUR) et **Lloyds** (LLOYDS 7.625 GBP) redonnent de l'élan au marché des dettes financières. Les assureurs sont proactifs dans la gestion de leur stock de dette avec deux opérations d'échange et nouvelle émission de la part de **NN Group** et **Ethias** en Tier 2. Les résultats bancaires européens restent de très bonne facture avec des progressions de marge dans un contexte de hausse de taux, des pertes de dépôts très modestes ou inexistantes et une dégradation à peine visible de la qualité d'actifs. Les détails fournis sur les expositions à risque, notamment l'immobilier commercial, semblent rassurants à ce stade. Autrement dit, aucun signe de retournement n'est visible dans les publications, et les anticipations des managements ne laissent pas entrevoir de dégradation marquée.

CONVERTIBLES

L'apathie vis-à-vis du risque était encore très présente cette semaine sur les marchés mondiaux à l'approche d'une période fournie en termes de publication de résultats.

En effet, plusieurs entreprises représentant 43% de la capitalisation boursière du S&P 500 doivent annoncer leurs résultats la semaine prochaine. L'univers des obligations convertibles est resté neutre à l'approche de la fin du mois. Aucune émission n'a été réalisée cette semaine et le volume total d'avril devrait s'établir à un niveau proche de 3 milliards de dollars. Historiquement, le mois de mai est le plus dynamique.

Concernant l'actualité des entreprises, **STM** a fortement chuté (-9%) en dépit d'une solide performance au 1^{er} trimestre et d'une légère révision à la hausse de ses prévisions. Les acteurs du marché se sont inquiétés de l'état de la demande dans le secteur clé qu'est l'automobile et de l'analyse peu réjouissante des dirigeants et de concurrents (**Wolfspeed** a plongé d'environ 20% jeudi). Outre l'annonce des résultats, le conseil d'administration de **Cellnex** a proposé la nomination de Marco Patuano (ex-président de Cellnex en 2018-2019 et CEO de TIM) en tant que nouveau CEO. Aux États-Unis, **Enphase Energy** a publié de solides résultats pour le 1^{er} trimestre qui ont dépassé les attentes des analystes, tous indicateurs confondus. Cependant, la faiblesse de la demande sur le marché national et les orientations prudentes communiquées pour le 2^{ème} trimestre (inférieures de 5% au consensus) ont suffi à faire chuter le titre de 25% mercredi.

Achévé de rédiger le 28 avril 2023

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

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