



FLASH MARCHÉS : DIVERGENCE ENTRE BANQUES CENTRALES

- *Aux Etats Unis, après les bons chiffres sur la résilience de l'emploi la semaine dernière, cette fois-ci c'est l'inflation qui montre des signes de résistance.*
- *Certains questionnent même la nécessité de couper les taux et s'inquiètent d'une potentielle deuxième vague d'inflation alimentée par la hausse des prix de l'énergie, ce qui entraîne une forte tension sur le marché obligataire.*
- *Dans ce contexte moins lisible, nous avons tactiquement réduit notre exposition aux actifs risqués, car les primes de risques nous semblaient trop faibles en cas de déception sur le scénario de désinflation*

Aux Etats Unis, après les bons chiffres sur la résilience de l'emploi la semaine dernière, cette fois-ci c'est l'inflation qui montre des signes de résistance. En effet, l'indice CPI de mars progresse de 0,4% contre 0,3% attendu, soit la troisième publication consécutive à 0,4% supérieure aux attentes.

La normalisation nécessaire de la composante immobilière pour retourner à la cible d'inflation tarde à se matérialiser. Mais c'est surtout la composante « supercore services hors immobilier » qui tire l'ensemble à 0,65%.

La FED, notamment via son président Jérôme Powell, avait minimisé l'importance des deux précédents chiffres. Désormais, elle va devoir se justifier sur le rythme des baisses de taux à venir. Le marché considère ainsi que la première baisse de taux n'aura lieu qu'en septembre, et n'anticipe plus que 2 réductions de taux en 2024 contre 6 en janvier.

Certains questionnent même la nécessité de couper les taux et s'inquiètent d'une potentielle deuxième vague d'inflation alimentée par la hausse des prix de l'énergie, ce qui entraîne une forte tension sur le marché obligataire. Le taux 2 ans US progresse de 20 bps à 4,95%, ce qui nous semble excessif au vu des autres chiffres économiques, et notamment l'indice des prix à la production qui se normalise à 2,1% par an. Cela devrait limiter la hausse de l'indice PCE d'inflation à 0,3% en glissement mensuel, publication prévue le 26 avril.

Cela contraste avec la situation européenne, où la BCE se félicite de la désinflation en cours, et qui, hormis un rebondissement, annonce une première baisse des taux lors de son prochain meeting au mois de juin, sans attendre la décision de la FED. Néanmoins, la BCE ne fournit pas d'indication sur le rythme des baisses des taux, même si la plupart des intervenants anticipent une réduction par trimestre.

La BCE rejoint ainsi la Banque du Canada et la Banque Nationale Suisse dans leurs analyses d'une poursuite de la désinflation et de la nécessité de démarrer le cycle de desserrement monétaire. On note d'ailleurs une poursuite de la désinflation dans les grands pays émergents tels que le Brésil, le Mexique et la Chine.

Dans ce contexte moins lisible, nous avons tactiquement réduit notre exposition aux actifs risqués, car les primes de risques nous semblaient trop faibles en cas de déception sur le

scénario de désinflation. Nous conservons notre préférence pour le rendement offert sur les marchés de taux et conservons une surexposition sur la durée.

ACTIONS EUROPÉENNES

Avec une performance quasiment neutre à vendredi matin, les indices boursiers européens ne semblent pas parvenir à trouver une direction claire devant une semaine pourtant chargée en publications. L'influence sur les marchés actions des taux souverains aura été minime, ces derniers ayant pourtant fait le yoyo sur la semaine. Les taux souverains auront été portés dans un premier temps à la hausse par l'annonce des données CPI aux US qui ressortent moins bonnes que prévu, en effet l'inflation ne ralentit plus Outre-Atlantique ce qui remet en cause la trajectoire de baisse des taux jusqu'en Europe. Le discours de Christine Lagarde prononcé jeudi aura largement contrebalancé ce mouvement, réaffirmant d'une part sa volonté d'indépendance vis-à-vis de la FED, et d'autre part sa confiance quant au mouvement désinflationniste. Enfin, nous aurons assisté à une nette envolée du prix des matières premières, notamment de l'or et du pétrole devant un contexte géopolitique incertain en Europe avec l'Ukraine, comme au Moyen Orient avec la menace d'une attaque de l'Iran sur Israël.

D'un point de vue sectoriel, c'est tout naturellement que les ressources de base surperforment nettement le marché, suivies par le secteur de l'énergie. Les secteurs comme l'immobilier et les télécoms auront à contrario plutôt été impactés par l'incertitude quant aux niveaux de taux.

Côté publications, on pourra souligner la poursuite de la surperformance de **Publicis**. Le groupe publie une nouvelle fois au-delà des attentes avec un chiffre d'affaires net au T1 2024 à 3 230 millions d'euros, soit +4,9%, contre 3 17 millions d'euros attendus par le consensus. Le CEO du groupe explique ces chiffres positifs notamment par la faculté de **Publicis** à capturer une part importante de la demande croissante pour la transformation marketing boostée par l'IA, conduisant à une croissance à deux chiffres de son offre.

Enfin dans le domaine du médical, **Biomérieux** surprend également avec une croissance qui ne cesse de progresser. Plus en détail, le chiffre d'affaires au T1 2024 ressort à 965 millions d'euros vs 957 millions d'euros attendus, soit une hausse de +9,8% en lfl. Cette bonne performance est portée notamment par la division biologie moléculaire qui affiche une croissance de +18% lfl. Le groupe a également annoncé des objectifs en ligne avec les attentes pour 2024, tablant sur une croissance annualisée des ventes entre 2024 et 2028 de +7%, le tout en maintenant son taux de distribution de dividendes historique de 25%.

ACTIONS AMÉRICAINES

La semaine fut volatile sur les marchés américains : le S&P500 termine quasiment inchangé en termes de performance. Les chiffres du CPI sur l'inflation, à nouveau plus élevés qu'attendus, ont engendré un mouvement de vente sur les titres. Ce mouvement aura été résorbé dès le lendemain suite à la parution du PPI, dont les chiffres sur l'inflation ont été plus bas que prévu. Ces éléments ont entraîné un mouvement de vente sur les valeurs cycliques qui étaient bien montées depuis un mois, tandis que les valeurs technologiques ont bénéficié de cette rotation : leur surperformance relative effectuée un retour, le Nasdaq 100 croît de +1,10% sur la semaine.

En termes de nouvelles micro-économiques, nous entamons la nouvelle période de publications de résultats pour le premier trimestre de l'année. Quelques entreprises ont publié cette semaine, à l'instar de **Fastenal** : le retailer de produits industriels corrige suite à des résultats mitigés, faisant témoignage d'une faiblesse de la demande, alors que cette entreprise était dans une très forte dynamique depuis plusieurs trimestres. **Carmax**, le vendeur de véhicules neufs et d'occasion, corrige également en raison d'une faiblesse de la demande, qui se répercute négativement sur le volume total de ventes. Concernant l'aviation, **Delta Airlines** publie des résultats supérieurs aux attentes et rehausse ses prévisions pour le deuxième trimestre, en raison d'une demande plus forte que prévue, alors que les attentes sont relativement basses pour le secteur.

En termes de M&A, l'activité se confirme : **Vertex Pharmaceuticals** annonce l'acquisition de la biotech **Alpine Immune Sciences**, pour 4,9 milliards de dollars, soit une prime de 27% par rapport au cours de bourse. Cette nouvelle s'ajoute à la finalisation de l'acquisition de **Shockwave Medical** par **Johnson & Johnson**, pour une valeur de 13,1 milliards de dollars.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a fini la semaine sur une hausse de 0,9% à la clôture des marchés jeudi. La **Chine** et **l'Inde** ont progressé de 1,83% et 1,17%, le **Brésil** a fait du surplace et la **Corée** a sous-performé les autres régions avec un repli de 1,22%.

En **Chine**, l'IPC de mars a été inférieur aux prévisions, à +0,1% en glissement annuel, et l'IPP a encore baissé (-2,8%). Les dépenses touristiques par habitant pendant les vacances de Qingming ont dépassé pour la première fois le niveau de 2019, ce qui témoigne de la résilience des achats des touristes. Les exportations et les importations du mois de mars se sont révélées inférieures aux prévisions et ont chuté de 7,5% et de 1,9%, respectivement, en glissement annuel. Les ventes de véhicules de tourisme en mars ont crû de 53% en variation mensuelle et de 6% en glissement annuel, selon l'association professionnelle du secteur (PCA). Les ventes et les exportations de véhicules à énergie nouvelle (VEN) ont augmenté de 29,5% et de 71% respectivement, en glissement annuel. L'agence de notation Fitch a placé en « négative » la perspective de la notation de crédit de la **Chine** en raison de l'augmentation ininterrompue de la dette. Après sa dernière visite dans le pays, Janet Yellen a déclaré que des « mesures importantes » avaient été prises pour améliorer les relations entre les **États-Unis** et la **Chine**. Le gouvernement a publié un plan d'action pour son programme de reprise des appareils électroménagers et cherche également à accélérer le remplacement des équipements industriels. Les autorités de régulation ont approuvé 14 jeux en ligne importés en avril, dont ceux de **Tencent**. **NetEase** a annoncé le renouvellement de l'accord visant à ramener les titres de **Blizzard** en **Chine** et l'élargissement de la collaboration avec **Microsoft Gaming**.

À **Taïwan**, la croissance des exportations a atteint 18,9% en mars, soit le niveau le plus élevé depuis avril 2022. **TSMC** a annoncé un chiffre d'affaires élevé sur le trimestre clos en mars (+16% en glissement annuel), grâce à la demande soutenue en solutions de calcul intensif (HPC) et d'intelligence artificielle. **TSMC** construira une troisième usine aux **États-Unis**, qui viendra s'ajouter aux deux déjà existantes et qui devraient entrer en service en 2025 et 2028.

En **Corée**, l'opposition emmenée par le Parti démocrate a remporté la majorité des sièges lors des élections législatives, conformément aux sondages précédents. Les exportations sur les 10 premiers jours du mois ont dépassé les attentes du marché (+21,6% en glissement

annuel), tirées par les exportations de semi-conducteurs qui ont augmenté de +45,5% en glissement annuel.

En **Inde**, la capacité de production d'énergie hydraulique devrait passer de 42 GW actuellement à 67 GW d'ici 2031. L'agence de voyage en ligne **MakeMyTrip** se développe à l'international en étendant ses services à plus de 150 pays. **L'Inde** continue à bénéficier de la diversification des chaînes d'approvisionnement. **Apple** a doublé les volumes d'iPhone assemblés en **Inde**, à 14 milliards de dollars, au cours du dernier exercice fiscal. **Pegatron** envisage de vendre à **Tata Group** sa participation de 65% dans son usine de fabrication d'iPhone en **Inde**. **Tesla** a entamé des discussions avec **Reliance** au sujet d'un projet de coentreprise pour la construction d'une usine de fabrication de véhicules électriques en **Inde**. **Titan** a annoncé une croissance soutenue de son chiffre d'affaires au quatrième trimestre 2024 (+17% en glissement annuel).

Malgré une progression moins marquée que prévu (1% en variation mensuelle), les ventes de détail au **Brésil** ont augmenté pour le deuxième mois consécutif en février. **Petrobras** a décidé de faire appel de la décision d'un tribunal qui a suspendu son président.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Les primes de crédit sont stables sur la semaine à 112bp sur les bonnes notations de même que sur le haut rendement à 376bp. Les dérivés de crédit sous performant avec un *Crossover* et un *Main* qui s'écartent respectivement de 20bp et 3bp à 318bp et 56bp, en sympathie de l'écartement des taux, avec un taux 10 ans américain qui a franchi le seuil des 4,50%. Le meeting de la BCE a rassuré quant à la possibilité d'avoir une première baisse de taux en juin, ce qui découplerait sans doute avec le timing de la première baisse de taux de la FED.

Les flux sur le crédit restent encore très bien orientés sur la semaine, avec 930 millions d'euros de collecte sur l'Investment Grade et 269 millions d'euros de collecte sur le haut rendement. Beaucoup d'émetteurs sont encore venus financer des opérations sur le marché primaire, avec des dynamiques de demande encore très favorables. On notera un deal de refinancement de la société **Auchan**, qui est venue placer une obligation de 750 millions € notée BB+ avec un coupon de 5,875% et une maturité 2028

Les obligations subordonnées financières tiennent relativement bien dans ce contexte de regain de volatilité sur les taux d'intérêt. Les spreads des CoCo euros se sont écartés de 8pb et ceux des CoCo dollars se sont resserrés de 5pb. L'actualité reste peu animée et a peu d'influence sur les valorisations. La **Société Générale** a débuté son plan de rationalisation de ses activités, en annonçant à un jour d'intervalle la vente de l'activité de financement d'Equipements (SGEF) et de sa filiale marocaine. En parallèle le gouvernement suisse a publié son tant attendu rapport sur les banques systémiques, intégrant un grand nombre de propositions visant à renforcer le cadre réglementaire en **Suisse** et tirer les leçons de la chute de **Credit Suisse**. Il est néanmoins trop tôt pour en tirer des conclusions concrètes. Les regards vont désormais se tourner vers les résultats du premier trimestre, en commençant par les banques américaines.

L'Investment grade perd 0,47% sur la semaine, négativement impacté par les taux (0% depuis le début de l'année), de même pour le haut rendement qui s'inscrit à -0,01% sur la semaine

(+1.73% depuis le début de l'année). A ce jour, le rendement des marchés obligataires Investment grade s'établit à 3,7% et à 6,2% pour le Haut Rendement.

CONVERTIBLES

Aux Etats-Unis, les chiffres macroéconomiques du CPI supérieurs aux attentes ont poussé les taux 10 ans US au-dessus des 4,50%. Dans ce contexte, le marché des obligations convertibles affiche une performance négative sur la semaine principalement par le mouvement négatif des actions.

Au niveau microéconomique, l'action **Total Energies** continue à progresser de 3% cette semaine avec la montée du pétrole et les risques géopolitiques. De son côté, l'action **Edenred** abandonne plus de 10% sur la semaine suite à la baisse de recommandation d'analystes qui jugent l'environnement moins favorable pour la société.

Le marché primaire a été très calme sur la semaine avec une seule émission notable de la part de la société de semi-conducteurs japonaise **Röhms & Co** pour un montant de 200 milliards de yens à travers deux tranches échéance 2029 et 2031 avec une prime d'émission respectivement de 25,97% et 21,04%.

Achévé de rédiger le 12/04/2024

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