



FLASH MARCHÉS : UN RALENTISSEMENT DE L'ÉCONOMIE SE DESSINE AUX ÉTATS-UNIS

- *Au vu des statistiques américaines, le resserrement de la politique monétaire de ces derniers mois commence à induire des effets.*
- *En Chine, la reprise semble se confirmer à la faveur de l'abandon de la politique « zéro Covid ».*
- *Nous avons profité des rebonds de marché pour renforcer notre biais négatif sur les actions, en particulier les actions américaines auxquelles nous préférons les actions chinoises.*

Les États-Unis n'ont pas profité de la baisse récente des cours pour reconstituer leurs stocks stratégiques de pétrole et l'OPEP (Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole) a annoncé une baisse surprise de 1.6 million de barils par jour de ses quotas de production. Cette décision devrait rééquilibrer le surcroît d'offre de pétrole par rapport à la demande, propulsant ses cours au-delà de 80\$.

Au vu des statistiques américaines, le resserrement de la politique monétaire de ces derniers mois commence à induire des effets. Un ralentissement de l'économie se dessine aux États-Unis. La baisse de l'ISM manufacturier à 46.5, et en particulier de sa composante nouvelle commande à 44.3, continue d'alerter au sujet du ralentissement de l'activité manufacturière. Bien que toujours en phase d'expansion, l'indice ISM des Services baisse également en mars à 51.2 contre 55.1 en février. Le marché de l'emploi se rééquilibre progressivement : le nombre de postes ouverts en février repasse en dessous de 10 millions, ramenant en deçà de 1.7 le nombre d'offres d'emplois par chômeur. Le rapport ADP montre un net ralentissement des créations d'emplois en mars avec seulement 145 000 créations d'emplois dans le secteur privé en mars contre 300 000 créations en moyenne au cours des 12 mois précédents. Par conséquent, les actions américaines se sont repliées tandis que les taux américains ont reflué à 3.70% pour les maturités 2 ans et à 3.3% pour les taux à 10 ans. La courbe des taux indique désormais des baisses de taux directeurs dès le FOMC de juillet. Cela nous semble optimiste, nous attendons davantage un maintien des taux directeurs à des niveaux élevés qu'un réel pivot.

La trajectoire en « plateau » des taux directeurs que nous anticipons semble déjà se dessiner en Australie et en Inde, où les banques centrales ont maintenu leurs taux directeurs inchangés à respectivement 3.6% et 6.5% après les avoir relevés de 350 et 250 points de base depuis le printemps 2022.

En Chine, la reprise semble se confirmer à la faveur de l'abandon de la politique « zéro Covid ». Les PMI Caixin confirment leur redressement depuis novembre 2022. Cette reprise semble davantage portée par la demande domestique que par les exportations, qui se heurtent à un ralentissement de la demande extérieure. Les consommateurs, qui avaient accumulé d'importants excès d'épargne, semblent se tourner vers les services plutôt que

les biens durables. Malgré des coûts des intrants et de main-d'œuvre en hausse, les pressions sur les prix de vente restent pour l'heure limitées, ce qui laisse des marges de manœuvre aux autorités chinoises pour soutenir la reprise économique, par des mesures budgétaires et monétaires.

Les mesures prises par les autorités monétaires ont permis de rassurer les marchés quant au risque de liquidité. Si cette crise bancaire, rapidement éteinte, ne nous semble pas systémique, elle nous semble en revanche symptomatique de la difficulté de sortir du régime de taux bas qui a prévalu ces quinze dernières années. Nous avons profité des rebonds de marché pour renforcer notre biais négatif sur les actions, en particulier les actions américaines auxquelles nous préférons les actions chinoises. Nous restons neutre sur la duration, avec une plus grande prudence sur les taux inférieurs à 2 ans, du fait d'attentes trop optimistes sur le pivot de la Fed. Nous renforçons le dollar contre l'euro après sa dépréciation très récente, car il offre à la fois un bon rendement et une protection des portefeuilles dans les phases de stress de marchés.

ACTIONS EUROPÉENNES

Semaine mitigée pour le marché des actions européennes. Les secteurs défensifs tels que les télécoms, la santé et les services publics se sont montrés résilients contrairement aux valeurs industrielles et technologiques. Le début de semaine a été marqué par l'annonce de l'OPEP annonçant réduire sa production de pétrole à partir de mai, conduisant le Brent à +6% soit 85 dollars le baril, nouveau point haut depuis plus d'un mois.

Du côté des sociétés, plusieurs événements ont marqué la semaine. Le rachat de **Credit Suisse** par **UBS** continue de faire couler de l'encre alors que la nouvelle société pourrait supprimer 20 à 30% de ses effectifs soit entre 25 000 et 36 000 postes. Ces chiffres sont bien supérieurs aux 9 000 postes d'ici 2025 préalablement envisagés par **Credit Suisse**.

En ce qui concerne le marché de l'automobile, les statistiques sont très encourageantes. Les immatriculations ont progressé en France de 24% (après 9% en février), 41% en Italie, 66% en Espagne et 17% en Allemagne, ce qui a grandement bénéficié aux constructeurs automobiles sur le mois de mars (**Stellantis** +26%, **Renault** +26%, **Nissan** +33%, **Volkswagen** +22%, **BMW** +76%).

Concernant le secteur de la restauration, **Sodexo** a fait état d'une dynamique solide lors de sa publication de résultats, aussi bien sur son activité que sur sa rentabilité, tout en annonçant son projet de scission et de cotation de sa branche dédiée aux avantages des salariés.

L'acquisition de la semaine concerne le domaine du luxe. Le groupe français de cosmétique **L'Oréal** a annoncé mardi acquérir **Aesop** pour 2.5 milliards de dollars soit près de cinq fois le chiffre d'affaires d'**Aesop**. Même si l'opération n'est pas significative à l'échelle de **L'Oréal**, elle permet de renforcer le portefeuille de marques du groupe.

Enfin, le premier actionnaire du leader mondial du câblage, **Nexans**, a réduit la voilure en vendant 4.2 millions d'actions à un prix unitaire de 80 euros, soit une décote de 9.4% par rapport au cours de clôture. Cette annonce a surpris alors qu'en octobre, l'actionnaire avait renouvelé son engagement de long terme avec la société.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les indices US ont clôturé le 1^{er} trimestre à l'équilibre sur le Dow Jones, en progression de 7% sur le S&P 500 et de 16.8% sur le Nasdaq, sa plus forte hausse trimestrielle depuis 2020. Au cours du mois de mars, le Dow Jones inscrit un gain de 1.9%, le S&P 500 de +4% et le Nasdaq de +7.4%.

Durant la première semaine du mois d'avril, les indices ont souffert de la publication d'indicateurs macroéconomiques décevants, alimentant la perspective d'une prochaine récession : ISM des services au plus bas en 3 mois à 51.2 (vs. 54.4 attendu), créations d'emplois dans le secteur privé inférieures aux attentes à 145k vs. 210k estimé.

Pour la première fois depuis près de 2 ans au mois de février, les offres d'emploi JOLTS sont passées sous la barre des 10 millions, un potentiel signal de l'impact des actions de la Fed sur le marché du travail. Cependant, la Fed de Cleveland ne prévoit pas de baisse de taux en 2023 et s'attend un taux terminal au-dessus de 5% cette année.

A noter que le Bitcoin a enregistré sa plus forte progression trimestrielle (+70%) depuis mars 2021. Les volumes étaient peu alimentés (20% sous la moyenne) avant le long week-end de Pâques et le début de la saison de publications des résultats qui sera lancée la semaine prochaine avec les banques.

Jamie Dimon, le CEO de **JPMorgan Chase & Co**, estime que la crise bancaire n'est pas finie et qu'elle causera des répercussions encore plusieurs années. Il affirme également être actuellement plus inquiet par le risque géopolitique.

L'OPEP a surpris en annonçant une coupe surprise de sa production (de 1.1m de b/j à partir de mai et de 1.6m à partir de juillet). Le WTI a pris +6.3% à 80.40\$.

Du côté des sociétés, **Walmart** maintient ses prévisions prudentes pour le premier trimestre avec des ventes entre +4.5% à 5% vs. 2022. Les valeurs associées à l'intelligence artificielle étaient sous pression mercredi (**Nvidia** -2% et **Microsoft** -1%) suite à des commentaires du Président Joe Biden s'interrogeant sur les dangers de l'IA et soulignant la responsabilité des firmes technologiques dans la sécurité de leurs produits. Le groupe pharmaceutique **Johnson & Johnson** progressait de 4.4% (cours de mercredi 05 avril) suite à l'annonce d'un règlement à hauteur de 8.9 milliards de dollars pour mettre un terme aux poursuites concernant le talc Baby Powder et son implication dans le développement de cas de cancer.

ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX ont gagné 0.11% et 0.03% respectivement sur la période. Les places boursières japonaises sont restées bien orientées la majeure partie de la période sur fond d'apaisement des craintes de risque systémique dans le secteur des établissements financiers. Cependant, elles ont plongé le dernier jour de la période (5 avril) sous l'effet de prises de bénéfices face à l'incertitude entourant l'économie mondiale en raison du ralentissement de l'activité des banques et de la faiblesse des données économiques, notamment aux États-Unis, et au raffermissement du yen.

Les secteurs miniers, des instruments de précision et des autres branches de la production manufacturière ont grimpé de 4.07%, 2.62% et 2.07% respectivement, les valeurs cycliques dans leur ensemble étant prisées face à l'apaisement du risque systémique dans le secteur des établissements financiers et alors que les anticipations d'un possible pic de l'inflation l'emportaient.

Les secteurs des produits en caoutchouc et du transport aérien ont cédé 2.79% et 1.74% respectivement en raison de prises de bénéfices après la forte hausse du cours des actions concernées. Le secteur du transport maritime s'est replié de 1.52% face à l'incertitude entourant les politiques futures en matière de dividendes.

Olympus Corp, un fabricant d'équipements médicaux, a bondi de 7.40% dans l'anticipation de solides bénéfices pour l'exercice 2023. **Mitsubishi Heavy Industries Ltd.** a progressé de 5.36% et s'est inscrit en hausse pour le dixième jour d'affilée, l'entreprise étant jugée être le principal bénéficiaire de l'augmentation du budget de la défense. **Panasonic Corp** a gagné 5.31% suite à l'annonce selon laquelle le groupe a entamé des négociations avec Stellantis et BMW sur la construction d'usines de fabrication de batteries pour automobiles aux États-Unis.

Le fabricant de pneumatiques **Bridgestone Corp**, le fabricant de produits d'hygiène **Unicharm Corp** et la compagnie aérienne **ANA Holdings Inc.** ont chuté de 3.18%, 2.77% et 2.5% respectivement, sous l'effet de prises de bénéfices consécutives à la hausse du cours de leurs actions.

Sur le marché des changes, l'USD/JPY est retombé d'environ 132 à 131 en raison d'indicateurs économiques décevants aux États-Unis.

Le gouvernement japonais a annoncé la fin des contrôles actuels imposés aux touristes étrangers à compter du 8 mai, en phase avec sa décision de classer le Covid-19 comme une maladie commune, ce qui constitue une étape majeure vers la normalisation des activités sociales et économiques. Mercredi dernier, le Japon a autorisé les voyageurs en provenance de Chine continentale à entrer dans le pays à condition de présenter un certificat attestant de trois doses de vaccin contre le Covid-19.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM est resté relativement stable à -0.19% mercredi ; l'Inde a fait figure de chef de file avec 1.11% de performance totale, tandis que le Chili, le Mexique et la Chine se sont repliés de 5.03%, 2.06% et 1.40%. Le Brésil et la Corée ont également terminé dans le rouge avec des rendements de -0.50% et -0.54% respectivement.

En **Chine**, l'indice des directeurs d'achat (PMI) Caixin du secteur manufacturier, qui privilégie les PME et le secteur privé, a chuté à 50 en mars, contre 51.6 en février, faisant apparaître des divergences par rapport au PMI manufacturier officiel NBS, davantage orienté vers les grandes entreprises/le secteur public. Le PMI Caixin des services a atteint son plus haut niveau depuis presque dix ans en mars, à 57.8, soit un résultat bien meilleur que prévu et supérieur au chiffre de février de 55. Les ventes des 100 meilleurs promoteurs immobiliers en Chine ont enregistré une croissance de +31% en glissement annuel (GA) et de +38% en GA, soit une croissance positive sur les trois premiers mois de 2023 de 8% et de 4% en GA. La demande de voyages intérieurs a connu une forte croissance à l'approche de la Fête du travail : les volumes de réservations de voyages intérieurs ont augmenté de 390% en GA, et les réservations de vols intérieurs ont progressé de 292% en GA d'après des données de Trip.com.

En **Inde**, le Comité de politique monétaire de la banque centrale (RBI) a marqué une pause après six relèvements successifs du taux de repo et a maintenu le taux de repo inchangé à 6.50%. Le déficit de la balance courante de l'Inde s'est réduit au cours du trimestre courant

d'octobre à décembre pour s'établir à 2.2% du produit intérieur brut, contre 4.4% au dernier trimestre. Le PMI manufacturier de l'Inde a atteint 56.4, contre 55.3 en février. L'approbation de la scission de Jio Financial Services de **Reliance Group** a été suivie par l'annonce de son introduction en Bourse (prévue en septembre 2023).

Au **Brésil**, l'annonce d'un plafonnement des crédits renouvelables des banques a pénalisé les valeurs financières et les entreprises du secteur de la consommation. L'Oréal a finalisé l'acquisition d'Aesop auprès de **Natura** pour un montant de 2,5 milliards de dollars. L'annonce a été suivie par celle du gouvernement d'une réduction des avantages fiscaux accordés aux détaillants afin d'augmenter les recettes fiscales et afin de respecter l'objectif fixé pour 2023 de ramener le déficit budgétaire primaire à 0.5% (du PIB) (les estimations actuelles se situent autour d'un déficit de 1.5%). Le secteur du détail est l'un des plus pénalisés par cette mesure. D'autres alternatives pour augmenter ces recettes fiscales supplémentaires envisagent l'imposition des jeux en ligne, des importations de faible valeur (le commerce électronique transfrontalier en serait affecté), et même des fonds d'investissement exclusifs. Les ajustements proposés sont soumis à l'approbation du Congrès.

En **Corée**, **Hynix** a vendu 1,7 milliard de dollars d'obligations convertibles dans le cadre d'une transaction revue à la hausse (1,5 milliard initialement), avec un coupon annuel de 1.75%. Les fonds levés au moyen des obligations rattachées à des actions devraient apaiser les inquiétudes quant à une restriction de liquidité à court terme.

Au **Mexique**, **OMA** (groupe aéroportuaire mexicain) a enregistré des performances de trafic solides et supérieures aux prévisions en mars, en progression de 21% en GA. Le point saillant du mois a été le trafic international de passagers à Monterrey, qui a montré une accélération séquentielle par rapport à 2019.

En ce qui concerne la relocalisation des chaînes d'approvisionnement : les fournisseurs coréens de matériel de batterie **LG Chem** et **Ecopro** prévoient d'étendre leur capacité de matériaux cathodiques en Europe et en Corée du Sud, respectivement, après IRA Clarity.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

La semaine a été marquée par des indicateurs macroéconomiques en légère détérioration (PMIs en Europe et ISM aux US) qui ont stoppé la forte dynamique de resserrement des primes de risque. Sur le front des émissions, **Orange** a émis une dette subordonnée perpétuelle pour 1 milliard d'euros pour 5.5% de coupon, tandis qu'il n'y a pas eu d'émissions High Yield cette semaine en Europe. Aux Etats-Unis, un large pool de banques a émis 3.8 milliards de dollars d'obligations pour refinancer (à perte) le prêt d'acquisition de Cloud Software Group (Citrix) par Elliot Management et Vista Equity Partners. Les titres sont ressortis avec 9% de coupon et une décote de 21 points pour un rendement de 14%.

Côté financières, le marché des subordonnées a fortement rebondi à l'approche de la fin du trimestre et la défiance qui a affecté les banques européennes après la chute de Credit Suisse semble s'estomper. Dans ce contexte, le marché primaire s'est rouvert avec une émission **BNP** Senior et même une subordonnée d'assurance avec un T2 émis par **Axa**. Le marché reste volatile et l'approche des publications des résultats du premier trimestre devrait permettre aux investisseurs de réapprécier le cas d'investissement du secteur.

CONVERTIBLES

Une semaine positive pour les obligations convertibles portées principalement par un marché actions en hausse accompagné de la stabilisation du crédit.

Le secteur technologique a réalisé une bonne performance sur le segment des obligations convertibles, en particulier dans les sous-secteurs du cloud computing et des semi-conducteurs.

Le secteur des énergies renouvelables s'est également démarqué avec une belle performance et de nouvelles émissions. En Europe, **Nordex**, une société d'énergie renouvelable qui se concentre sur les turbines éoliennes, devient un nouvel émetteur sur le marché à l'issue d'une émission convertible verte de 350 millions d'euros. Aux Etats-Unis, **Duke Energy**, l'une des principales sociétés de production d'électricité, a émis 1.5 milliard de dollars d'obligations convertibles Senior avec une maturité à 2026 afin de refinancer sa dette. En Corée, **SK Hynix**, fabricant de semi-conducteurs, a suscité une forte demande des investisseurs en émettant 1.7 milliard de dollars d'obligations convertibles.

Achévé de rédiger le 06 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