



FLASH MARCHÉS : LES DOUTES SE DISSIPERONT D'ICI LE MOIS DE JUIN

- *Les doutes des investisseurs persistent quant au démarrage du cycle de taux pour le mois de juin, notamment à la lumière des déclarations de Christopher Waller, gouverneur de la Fed, qui a affirmé que la banque centrale pouvait prendre son temps avant de les baisser.*
- *La dynamique de croissance des salaires favorisera le repli de l'inflation, soutenant la thèse d'un ralentissement économique en douceur et d'une baisse des taux directeurs de la BCE en juin.*
- *Les très bonnes performances des marchés actions depuis fin octobre nous invitent à des prises de profits tactiques.*

Les doutes des investisseurs persistent quant au démarrage du cycle de taux pour le mois de juin, notamment à la lumière des déclarations de Christopher Waller, gouverneur de la Fed, qui a affirmé que la banque centrale pouvait prendre son temps avant de les baisser. Il est vrai que les récentes données économiques, en particulier les indicateurs de surprises économiques par zone géographiques, pourraient inciter les banques centrales à patienter davantage.

Il est effectivement plutôt inhabituel de constater une telle simultanéité dans le récent redressement conjoncturel pour tous les pays avancés ainsi que pour les grands pays émergents, et ce, en amont d'un cycle de baisse de taux.

Il est aussi vrai qu'aux États-Unis, le rythme de désinflation a ralenti depuis le début d'année, soulevant des questions stratégiques sur la convergence de l'inflation vers la cible des banques centrales.

Selon nous, la batterie complète de données sur la croissance et l'inflation dont nous disposerons d'ici le mois de juin devrait confirmer un ralentissement des hausses de prix tant aux États-Unis qu'en Europe.

Aux US, le rythme d'inflation annualisé sur six mois mesuré par le PCE (rapport sur les dépenses des ménages) devrait converger d'ici l'été vers les 2% voire bien en dessous et donner ainsi un confort supplémentaire à la FED dans ses baisses de taux. En France, comme dans d'autres pays européens, les entreprises tendent à accorder des augmentations salariales plus modestes, ce qui devrait accentuer le fléchissement de l'inflation salariale, point crucial pour la BCE. La Banque de France a d'ailleurs révélé que les augmentations salariales devraient être moins élevées cette année, confirmant un ralentissement de la boucle "prix - salaires". La dynamique de croissance des salaires favorisera le repli de l'inflation, soutenant la thèse d'un ralentissement économique en douceur et d'une baisse des taux directeurs de la BCE en juin.

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 S&P 500 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

En Europe, les banques centrales délivrent des messages plus accommodants en ce qui concerne leur politique monétaire : le chef économiste de la BCE s'est dit confiant dans la normalisation en cours de la croissance des salaires qui sera de nature à ramener l'inflation à sa cible de 2% en 2025, permettant un assouplissement monétaire. Dans le même temps, bien que la banque centrale de Suède a maintenu son principal taux directeur inchangé, elle a adopté un discours résolument plus accommodant en estimant notamment une probabilité de 50% d'une baisse des taux directeurs dès le mois de mai.

La guerre contre l'inflation n'est cependant pas encore terminée, comme en témoigne le postier néerlandais **PostNL** qui s'est accordé avec les syndicats sur une hausse de 19% des salaires. Constat partagé chez le détaillant en bricolage anglais **Kingfisher** annonçant un résultat net annuel en forte chute à cause des difficultés du groupe à maîtriser ses coûts en période d'inflation et à répercuter ces hausses de prix sur le consommateur final dont la demande reste atone. Dans les semi-conducteurs, **Soitec** s'est montré beaucoup plus prudent dans ses perspectives 2025 qu'attendu et le Directeur du Conseil d'Administration a pris la décision de ne pas solliciter le renouvellement de son mandat.

Ces difficultés ne sont pas partagées par tous. En effet, la chaîne de prêt-à-porter suédoise **H&M** a publié des résultats largement au-dessus des attentes tout en se montrant très optimiste concernant la reprise de la demande, à l'instar du fabricant de camping-car **Trigano** qui publie une croissance du chiffre d'affaires de 16% tirée par un fort effet volume, et ce malgré des bases de comparaison difficiles. La société a précisé, aussi, que la demande restait forte.

ACTIONS AMÉRICAINES

Semaine réduite sur les marchés ; vendredi est férié à l'occasion du week-end de Pâques.

Le marché continue dans sa tendance annuelle, avec un mouvement de rotation sectorielle : le S&P 500 grimpe de +0,5%, derrière le Russell 1000 Value à +1,5%. Contrairement aux trimestres précédents, la hausse ne se fait plus sur les valeurs momentum, mais sur un plus grand nombre de valeurs. Ce mouvement bénéficie à l'approche value, via les secteurs financiers et des matériaux de construction par exemple.

La période fut cependant riche en événements pour les réseaux sociaux : c'est la première semaine de cotation pour **Reddit**, qui séduit les investisseurs puisque le titre grimpe fortement, avant de corriger. Performance similaire pour **Truth Social**, le réseau social de Donald Trump, qui officialise également sa cotation à l'issue d'une SPAC qui aura duré 20 mois, afin de faire face à son amende en vue de l'élection de novembre. Nous avons également eu l'IPO de **Astera Labs**, acteur dans l'infrastructure et connectivité des data centers, ayant notamment **Nvidia** et **Amazon** comme clients.

Les problématiques perdurent pour l'aviation : le cours d'**United Airlines** a baissé après que le Wall Street Journal a rapporté que les responsables de la FAA se sont récemment

inquiétés d'un taux élevé de problèmes de sécurité au sein de la compagnie, et qu'ils intensifient leur surveillance du transporteur. Le dirigeant de **Boeing** a annoncé sa démission, dans le sillage des scandales précédents. Les investisseurs apprécient la nouvelle.

Au sein de l'industrie, l'aciériste **Cleveland-Cliffs** a annoncé aujourd'hui que l'entreprise a été sélectionnée pour des négociations d'attribution d'un financement total pouvant atteindre 575 millions de dollars de la part du ministère américain, afin de réaliser deux investissements distincts en matière de décarbonisation.

Concernant les semi-conducteurs, le gouvernement chinois a annoncé en début de semaine l'interdiction de puces **Intel** et **AMD** pour les PC et serveurs leur étant destinés. Les investisseurs ne sont pas inquiétés par cette nouvelle, bien que cela représente un impact de 5 à 10% sur les EPS des deux entreprises.

ACTIONS JAPONAISES

Les marchés actions japonais ont fluctué sur des niveaux de prix élevés, après le rebond de la semaine dernière déclenché par la nouvelle politique monétaire de la BOJ. L'indice NIKKEI 225 a toutefois cédé 0,13%, alors que le TOPIX a grappillé 0,11%. Le marché a poursuivi sa progression le 22 mars, mais les prises de bénéfices ont pris le dessus à partir du lundi 25. Toutefois, comme les autorités ont confirmé que la politique monétaire resterait accommodante encore quelque temps, les opérations de « carry trade » sur le yen ont repris, entraînant une dépréciation de la devise nippone. La paire USD/JPY est repassée juste en dessous des 152 yens, soit un nouveau plus haut, ce qui a redonné des couleurs au marché actions.

Les déclarations de plusieurs membres du gouvernement s'inquiétant de la dépréciation rapide du yen ont renforcé la méfiance à l'égard d'éventuelles interventions sur le marché des changes. La nervosité est ensuite restée palpable.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a perdu 0,19% lors des trois premiers jours de la semaine. Le **Brésil** et l'**Inde** ont progressé respectivement de 0,99% et 0,73%, en USD. La **Chine** et **Taïwan** ont sous-performé, avec des baisses respectives de 0,73% et 0,55%, tandis que la **Corée** a fait du surplace.

En **Chine**, les bénéfices industriels sur la période janvier-février ont augmenté de 10,2% en glissement annuel, contre -2,3% anticipés. Lors de son discours à l'occasion du Forum sur le développement de la **Chine**, le premier ministre Li Qiang a surtout insisté sur les mesures de soutien sur le front macroéconomique et l'ouverture du marché chinois aux entreprises étrangères. La **Chine** a également levé ses droits de douane sur les exportations de vin australien, dans un contexte d'embellie des relations bilatérales. Le ministre du Commerce a rencontré les dirigeants de grandes entreprises, notamment ceux d'**Apple**, de **SK Hynix**, de **Micron** et de **Qualcomm**. **Meituan** a fait état d'un chiffre d'affaires nettement supérieur aux attentes pour le quatrième trimestre. La China Merchants Bank a porté le taux de distribution de ses dividendes à 35%. **CATL** prévoit de se développer aux **États-Unis** via des accords de licence avec des constructeurs automobiles, dont **Tesla**, concernant les batteries à chargement plus rapide. L'entreprise pourrait également fournir des équipements pour la gigafactory de **Tesla** dans le **Nevada**.

En **Corée**, les ventes de détail ont augmenté de 13,7% en glissement annuel en février. Les sondages en vue des élections législatives montrent un certain recul du président Yoon. Hynix va construire une usine de conditionnement de puces de mémoire à large bande passante (HBM) aux **États-Unis** pour un montant de 4 milliards de dollars. Les grandes banques vont prochainement confirmer le montant de leurs pertes liées à l'indemnisation sur la vente abusive de produits dits « ELS ». **Hanwha Aerospace** a conclu un accord avec le gouvernement polonais pour la construction d'un centre de R&D.

En **Inde**, les importations d'or devraient chuter de plus de 90% en mars par rapport au mois précédent et atteindre leur niveau le plus bas depuis la pandémie de Covid-19. L'interdiction des exportations d'oignons est prolongée jusqu'à nouvel ordre. Le gouvernement a ouvert une enquête antidumping sur les importations de feuilles d'aluminium en provenance de **Chine**. De janvier à mars 2024, les ventes de logements ont augmenté de 30% en glissement annuel. Le fabricant de motos **Royal Enfield** va créer une unité aux **Pays-Bas** en raison du BREXIT. **Ultratech Cement** va prendre une participation de 26% dans **O2 Renewable Energy**.

Au **Brésil**, les présidents Lula et Emmanuel Macron ont annoncé un plan d'investissement de 1,1 milliard de dollars pour protéger la forêt amazonienne. L'indice des prix à la consommation (IPCA 15) s'est révélé plus élevé que prévu en mars. **Anima** a publié de bons résultats, avec une augmentation de la marge d'EBITDA et une nouvelle baisse de son endettement.

Le **Mexique** a fait état d'un déficit commercial moins important que prévu en février. Les chiffres de la balance commerciale témoignent d'une certaine amélioration des indicateurs d'activité en février, comme le montre l'augmentation des exportations manufacturières, ainsi que des importations de produits non énergétiques et de biens d'équipement, après la publication de données mensuelles relatives au PIB étonnamment atones en janvier.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

La légère détente persiste sur les taux dans la ligne droite de la semaine dernière et des actions de la Banque Nationale Suisse, avec des coupes de taux attendues début juin coté BCE. Le taux 10 ans allemand s'affiche à 2,30% ce jeudi à l'ouverture soit 7bp plus bas. En revanche la tendance se calme davantage sur les taux US avec le 10 ans à 4,21% (-3bp), le gouverneur de la FED de Saint-Louis indiquant qu'il n'y avait pas d'urgence immédiate à couper les taux. Ce dernier soulignait en effet une résurgence de l'inflation cœur aux Etats-Unis qui doit rester la priorité selon lui, se mettant ainsi à contre-courant de Jerome Powell.

Coté crédit, les primes sur les signatures de qualité se sont très légèrement écartées à 113 bp (+3bp sur la semaine). Le regain de tension entamée la semaine dernière sur le haut rendement s'est manifesté par des primes à la hausse à 355bp soit 10bp plus large. Les situations cumulées de **Atos**, **Altice France (SFR)**, **Intrum** et **Ardagh packaging** soulignent en effet que certains émetteurs commencent à souffrir sur le poids de leur dette et que des opérations de restructurations et de discussion avec les créanciers devront s'engager au cas par cas à court terme. Mais la contagion sur le marché au global semble à ce stade limitée.

Cela n'a d'ailleurs pas freiné l'appétit des investisseurs avec des transactions primaires qui restent largement sursouscrites avec notamment **Virgin Media** (BB-) qui émet cette semaine 600 millions d'euros à échéance 2023 à 5,625%, et **Eutelsat** (B+) pour 600 millions d'euros également maturité 2029 à 9,75% de coupon, ce dernier ayant été resserré de près de 0,50%

en raison de la demande. Sur les bonnes signatures à noter les deux émissions de **Saint Gobain** (BBB+) avec une maturité 2030 pour 1 milliard d'euros à 3,375% et l'échéance 2034 pour 1 milliard d'euros à 3,625%.

Du 21 mars au 27 mars, les segments obligataires de bonne qualité sont dans le vert grâce au taux. Le segment Investment Grade gagne 0,41% et revient en territoire positif YTD à 0,33%, alors que le haut rendement est stable sur la semaine (les taux compensant l'écartement des primes) 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

Les obligations convertibles mondiales se sont inscrites en hausse cette semaine, grâce à la progression des marchés actions. Les convertibles européennes ont enregistré leur première émission depuis des semaines, avec l'annonce par **Citigroup** d'une émission d'obligation synthétique pour **LVMH**. Cette nouvelle émission, de 375 millions d'euros et arrivant à échéance en 2029, a été assortie d'un coupon de 1% et d'une prime de 25%, avec une structure et une valorisation qui ont séduit les investisseurs.

Air France-KLM a remboursé 452 millions d'euros sur les 500 millions d'euros de l'obligation OCEANE 2026 en circulation. Cette option de remboursement anticipé le 25 mars 2024 faisait partie des conditions contractuelles de ces titres convertibles. Les ventes de détail d'Ocado ont dépassé les attentes au premier trimestre. La société a maintenu ses prévisions publiées le 29 février, à savoir une croissance de 5 à 7% de son chiffre et une marge d'EBITDA sous-jacente d'environ 2,5%.

Aux États-Unis, le marché primaire est resté dynamique. La plateforme publicitaire **Cardlytics** a émis 150 millions de dollars de titres convertibles senior à 4,25% arrivant à échéance en 2029, qui serviront à refinancer sa dette. **Rexford Industrial Realty** a émis des obligations convertibles arrivant à échéance en 2027 et 2029, pour 1 milliard de dollars. La société utilisera surtout le produit de cette émission pour financer de futures acquisitions.

Sur le front des fusions et acquisitions, **Johnson & Johnson** serait en pourparlers pour acquérir **Shockwave**, dont les équipements sont surtout utilisés pour le traitement des maladies cardiovasculaires et dont la valeur de marché s'élève actuellement à environ 10,7 milliards de dollars. Une telle opération pourrait déclencher une prime « make whole » (nominal+coupons) au profit des détenteurs d'obligations convertibles.

Achevé de rédiger le 28/03/2024

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 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