



FLASH MARCHÉS : ALORS QUE L'ATTENTION SE FOCALISE SUR LA GESTION DU PLAFOND DE LA DETTE...

- *Le marché scrute avec nervosité l'évolution des négociations sur le relèvement de la dette américaine.*

- *La persistance du stress inflationniste, alimenté par les inquiétudes des banquiers centraux, notamment James Bullard, président de la Fed de Saint Louis qui milite pour deux hausses de taux supplémentaires et les derniers chiffres d'inflation au Royaume-Uni pèse sur le marché.*

- *Nous sommes prudents sur les actions. Nous profitons de la hausse des taux pour renforcer la duration et nous conservons une vue constructive sur les obligations d'entreprises.*

Le marché scrute avec nervosité l'évolution des négociations sur le relèvement de la dette américaine. En attendant, les chiffres économiques prêtent à confusion et le mauvais CPI anglais sème le doute sur la désinflation en cours.

C'est le grand écart entre le secteur manufacturier et celui des services selon les enquêtes sur l'activité.

En Europe, le PMI manufacturier ressort en contraction à 44.6, au plus bas depuis la crise Covid, tandis que le PMI des services accélère à la hausse à 55.9. Une image similaire aux États-Unis, le PMI des services surprend à la hausse à 55.1 vs un PMI manufacturier qui se contracte à 48.5.

L'Allemagne entre officiellement en récession, avec une contraction de son PIB de -0.3% au 1^{er} trimestre, après -0.5% au trimestre précédent. La croissance tient bon aux États-Unis, avec une progression de 1.3% de son PIB, tirée par un marché de l'emploi et une consommation des ménages encore robustes. On constate cependant une nette contraction des revenus réels.

Le Japon qui en revanche bénéficie toujours de taux négatifs et d'une devise sous-évaluée, accélère sa croissance économique. Les actions japonaises inscrivent un nouveau record de plus de 30 ans.

Historiquement, c'est le secteur manufacturier, les exportations des tigres asiatiques à l'instar de la Corée et Taiwan et la demande de matières premières qui sont des indicateurs avancés du cycle économique. Or, leur niveau actuel pointe vers une prochaine récession tandis que les autres données économiques (emploi, services, profitabilité des entreprises...) ne décèlent aucun prochain tassement de l'activité.

L'autre focus de la semaine, c'est la persistance du stress inflationniste, alimenté par les inquiétudes des banquiers centraux, notamment James Bullard, président de la Fed de Saint Louis qui milite pour deux hausses de taux supplémentaires et les derniers chiffres d'inflation au Royaume-Uni.

L'inflation ralentit moins que prévu à 8.7% annualisé et l'inflation cœur repart même à la hausse à 6.8%, engendrant une envolée des taux d'intérêt et une baisse de la livre sterling. La Banque d'Angleterre risque d'avoir beaucoup de mal à délivrer les 110 points de base de hausse des taux anticipés par le marché d'ici la fin d'année.

A l'approche d'une nouvelle phase de réduction de la liquidité par le besoin d'émission du trésor américain, des rachats d'actifs et de la dégradation de l'octroi du crédit, les primes de risques nous semblent insuffisamment attractives et nous incitent à la prudence sur les actions. Nous profitons de la hausse des taux pour renforcer la duration et nous conservons une vue constructive sur les obligations d'entreprises.

ACTIONS EUROPÉENNES

Le marché des actions européennes termine la semaine en baisse sur fond d'indicateur économiques décevants. C'est notamment le cas des PMI composites du mois de mai qui, pour l'ensemble de la zone euro, ressortent à 53.3 (contre des attentes à 53.5) en baisse par rapport aux niveaux d'avril de 54.1. Cela s'explique par la faiblesse de la composante manufacturière qui continue de décliner (44.6 par rapport à 45.8 en avril) en raison de l'essoufflement des nouvelles commandes. En France particulièrement, l'indice du climat des affaires de l'INSEE a déçu aussi bien dans le secteur des services que manufacturier, à l'instar de l'Allemagne qui est entré en récession technique. Outre-manche, l'inflation sous-jacente pour le mois d'avril a atteint un point haut de plus de 30 ans (+6.8% par rapport à 6.2% en mars).

Côté microéconomique, la consommation discrétionnaire a tiré l'indice européen vers le bas, en particulier le luxe (**LVMH**, **Kering**) qui est exposé à des signes d'affaiblissement de la demande aux États-Unis et des craintes de recrudescence du risque Covid en Chine. De son côté, **Ryanair** confirme la bonne santé du secteur aérien en publiant des résultats records bien que la demande soit toujours 5 à 10% en-dessous des niveaux pré-Covid en Europe. Au chapitre des transactions, la tendance de rachat de sociétés ne faiblit pas en Europe, cette semaine c'est l'éditeur de logiciel **ESI Group** qui a confirmé entrer en discussions avec certains tiers. Dans les médias, **Bolloré** fait le choix de la flexibilité en ce qui concerne sa détention de titres **Vivendi**. En effet, le groupe a annoncé céder 1.5 million de titres, signifiant que Bolloré souhaite rester en deçà du seuil des 30% du capital pour s'affranchir de l'obligation de lancer une OPA.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés des actions américaines ont à nouveau entamé la semaine sous pression en raison de l'approche de la date limite, le 1^{er} juin, des négociations sur le plafond de la dette américaine. Ces inquiétudes ont été en partie mises de côté en fin de semaine après l'annonce de perspectives de très forte croissance dans les secteurs liés à l'intelligence artificielle et la publication de résultats de **NVIDIA**. Les écarts de performances entre le Nasdaq et le S&P 500, historiques depuis le début de l'année, se sont encore accentués.

Du côté des chiffres économiques, la croissance du PIB américain ralentit mais ne fait toujours pas état d'une récession compte tenu d'une consommation des ménages relativement soutenue. Les dépenses nominales de consommation des ménages ont augmenté de 7.3% sur un an au 1^{er} trimestre 2023, plus de trois points au-dessus de la tendance normale. Les chiffres de l'immobilier résidentiel reflètent un marché en voie de

stabilisation, avec des ventes un peu meilleures que prévu et des constructeurs immobilier comme **Toll Brother** qui font état d'un marché relativement dynamique.

Le compte rendu de la dernière réunion de la Fed témoigne d'un Comité des gouverneurs partagé sur l'orientation à prendre entre pause et nouvelle hausse de taux directeurs. Le Comité soulignait également la nécessité de continuer à agir pour lutter contre l'inflation.

Concernant les publications de résultats, **NVIDIA**, spécialisée dans les semi conducteurs, progressait jeudi de 25% suite à la publication d'une croissance nettement supérieure aux attentes et d'un fort relèvement des prévisions trimestrielles (un chiffre d'affaires de 11 milliards sur le 2^{ème} trimestre contre 7.2 milliards attendu par le marché) en raison de la forte demande pour ses puces utilisées dans l'intelligence artificielle.

Citigroup a annoncé qu'elle allait finalement procéder à l'introduction en bourse de son activité Banque de détail au Mexique, **Banamex**. L'opération est prévue pour 2025. Initialement, la banque américaine souhaitait céder cette activité.

Microsoft a entamé une procédure d'appel contre l'autorité de la concurrence britannique (CMA) qui bloque le rachat de l'éditeur de jeux vidéo **Activision Blizzard**.

ACTIONS JAPONAISES

Au cours de cette période, le NIKKEI 225 a progressé de 0.74% et le TOPIX a chuté de 0.54%. La tendance haussière des actions japonaises s'est poursuivie, soutenue par 1) des annonces de résultats d'entreprises relativement positifs, 2) le maintien de la politique monétaire accommodante de la Banque du Japon (BoJ) et 3) un yen plus faible. Plus tard, néanmoins, elles ont cédé du terrain sous l'effet de prises de bénéfices, le NIKKEI 225 ayant atteint le niveau de 31 000 yens après l'annonce par le gouvernement d'un durcissement du contrôle des exportations d'équipements de fabrication de semi-conducteurs.

Les secteurs des produits du pétrole et du charbon ont gagné 4.15% et 1.41%, soutenus par le rebond des cours des matières premières. Le secteur de l'électricité et du gaz a progressé de 3.73 % après l'approbation par le gouvernement d'une augmentation des tarifs de l'électricité et les compagnies d'électricité ont revu significativement à la hausse leurs prévisions de bénéfices. **Kansai Electric Power** a gagné 6.44%. Le secteur du textile et de l'habillement s'est replié de 4.48% en raison de la vente des valeurs axées sur la demande intérieure consécutive à un regain d'appétit pour le risque des marchés. Les secteurs des transports terrestres et des transports aériens ont cédé 4.40% et 3.70%, pénalisés par la vente des actions liées au tourisme intérieur en raison des inquiétudes d'une résurgence des cas d'infection à la Covid-19 en Chine à l'instar d'**East Japan Railway** et **Shiseido** un fabricant de cosmétiques qui ont chuté respectivement de 6.08% et 6.04%. La compagnie d'assurance **Dai-ichi Life** s'est repliée de 6.04% en raison de l'agitation prolongée des marchés financiers et de la crise du plafond de la dette américaine.

En ce qui concerne le secteur pharmaceutique, **Eisai** a progressé de 7.50%, soutenue par l'un des principaux courtiers qui lui a attribué une note d'investissement supérieure et qui a relevé son objectif de cours. **Otsuka** a gagné 6.88% grâce au rebond de son bénéfice net qui a été multiplié par 2,6 en glissement annuel pour le trimestre courant de janvier à mars 2023.

Sur le marché des changes, l'USD/JPY a continué de se renforcer, passant de près de 139 à un peu plus de 140 dans le courant de la période, car un accord serait sur le point d'être conclu pour régler le problème du plafond de la dette fédérale et un relèvement

supplémentaire des taux aux États-Unis est anticipé en raison de la solidité des indicateurs économiques.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a reculé de 1.32% jeudi de cette semaine, le marché indien s'est distingué en inscrivant un gain de 1.27% et les marchés à forte composante technologique comme Taïwan et la Corée n'ont enregistré qu'une faible variation. La Chine a encore une fois enregistré des résultats en deçà des attentes, en perdant 3.9% du fait des préoccupations accrues sur l'essoufflement de la dynamique de reprise.

En **Chine**, la Banque populaire de Chine (BPC) a maintenu les taux de prêt de référence inchangés. Les produits **Micron** ont échoué à un examen de cybersécurité alors que la dernière confrontation sino-américaine sur les semi-conducteurs s'intensifie. Au G7, le président Biden a estimé que les relations entre les États-Unis et la Chine devraient connaître un dégel « très prochainement ». 86 nouveaux jeux ont été approuvés sur le marché domestique en mai, y compris des jeux de **Tencent** et **NetEase**. **Meituan** a publié un ensemble de résultats solides au 1^{er} 2023, avec un chiffre d'affaires et un bénéfice supérieurs aux attentes. NetEase a également annoncé un bénéfice supérieur aux prévisions, soutenu par des facteurs positifs, comme l'expansion du multiple de marge, qui devraient se maintenir en 2023. La société entre dans une période offensive à partir de juin. **Longi** pense que son site de production de panneaux solaires aux États-Unis sera mis en service d'ici la fin de l'année.

Taïwan a abaissé les prévisions de croissance de son PIB pour 2023 à 2.04%, les commandes à l'exportation ayant chuté en avril pour le huitième mois consécutif, dans un contexte d'affaiblissement de la demande mondiale en électronique.

En **Inde**, l'indice des prix à la consommation d'avril s'est replié à 4.7% contre 5.7% en mars. Le déficit commercial s'est réduit à son plus bas niveau sur 2 ans, en raison de la baisse plus prononcée des importations (-14.1% en glissement annuel (GA)) par rapport aux exportations (-12.6% en GA). La taxe sur les bénéfices exceptionnels pour le pétrole brut a été réduite à zéro, contre 4 100 roupies par tonne. **Dixon Technologies**, le plus grand prestataire de services de fabrication d'appareils électroniques en Inde, a publié un chiffre d'affaires supérieur aux attentes et une croissance régulière de ses marges.

Au **Brésil**, **Petrobras** a supprimé le prix de parité à l'importation pour les ventes domestiques de carburant. Les prix de l'essence et du diesel avaient chuté en moyenne de plus de 12%.

Nubank a enregistré un solide résultat, dépassant de 50% les prévisions de résultat du consensus, grâce à une croissance continue de son chiffre d'affaires et une expansion de sa marge nette d'intérêt. **Meli** a publié de bons résultats marqués par une accélération de l'origination et une stabilisation des prêts non performants à court terme.

Les exportations du **Mexique** ont diminué de 2.9% en avril en GA, malgré une progression de 4.2% au cours des quatre premiers mois de l'année, tandis que le pays continue de bénéficier d'une forte demande pour produits manufacturés de la part des États-Unis.

En ce qui concerne la relocalisation des chaînes d'approvisionnement, **TSMC** serait en pourparlers pour recevoir des subventions du gouvernement allemand pour près de 50% des coûts de construction de sa nouvelle usine de semi-conducteurs dans le pays. **Hyundai Motor** et **LG Energy Solution** ont annoncé la construction d'une usine de batteries pour

véhicules électriques (VE) de 4.3 milliards de dollars aux États-Unis dans le cadre d'une initiative visant à tirer parti des crédits d'impôt. En outre, **Hyundai** et **Kia** ont conjointement annoncé la construction d'une nouvelle usine de VE au Mexique, où le groupe fabrique déjà des voitures thermiques. Les dirigeants de **Tesla** prévoient de se rendre en Inde pour renforcer la chaîne d'approvisionnement de l'entreprise dans le pays.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Malgré de légers à-coups, les primes de crédit sont restées à peu près stables sur la semaine tant sur le segment du High Yield que sur celui de l'Investment Grade avec des niveaux respectifs de 460 et 165 points de base et des indices synthétiques toujours autour de 435 points de base. Le taux 5 ans allemand s'est retendu à 2.50% (2.40% avant).

Sans surprise, les performances de la semaine soulignent ce calme relatif. Les marchés obligataires de l'Investment Grade et du High Yield inscrivent une contribution hebdomadaire de -0.2% largement due à l'impact des taux. Depuis le début de l'année, les deux segments performant respectivement à +1.5% et +3.5%. A ce jour, le rendement actuariel des marchés obligataires de l'Investment Grade et du High Yield s'établissent respectivement à 4.36% et 7.5%, ce qui reste de très bons points d'entrée en terme de portage. Ces niveaux de marché reflètent le scénario d'incertitude macroéconomique (*soft recession* à venir) dans un contexte où les résultats des entreprises restent dans leur ensemble plutôt de bonne facture et tendent à soutenir une certaine résilience du tissu économique. A contrario on notera cependant les difficultés actuelles de **Casino**, rentré en conciliation avec ses créanciers.

Ces conditions restent propices au marché primaire, toujours très actif tant sur le segment du High Yield que sur celui de l'Investment Grade. A noter parmi les émissions : **WPP** 4.12% 2028 BBB pour un montant de 750 millions d'euros, **Stora Enso** 4.25% 2029 BBB- pour un montant de 500 millions d'euros, **Vodafone** hybrid 8% 2086 pour 500 millions GBP, **Solenis** 9.625% 2028 Secured pour 630 millions d'euros et enfin **Allianz** avec un Tier 2 à 30 ans non call 10 ans.

Sur le front de la dette financière, les primes des CoCos €, après un fort ressèment il y a 10 jours, restent sur un niveau de 900 points de base. Un niveau bien au-delà de leur moyenne historique de l'ordre de 500 points de base soulignant les valorisations attractives du secteur. A contrario des segments du High Yield ou de l'Investment Grade classique la classe d'actif des CoCos reste très calme en terme d'activité primaire : aucune émission significative depuis l'épisode de **Credit Suisse**. Cependant, les résultats du premier tour des élections grecques ont contribué à un regain d'intérêt sur les obligations du secteur des banques locales gagnant entre 3 et 5 points de prix.

CONVERTIBLES

Faible sentiment général sur les marchés cette semaine.

Le point culminant a été le secteur des semi-conducteurs après les solides prévisions de **NVIDIA**. L'action de **SK Hynix** a progressé de plus de 10%, à l'instar de son obligation convertible, qui a rebondi après l'annonce.

Le chiffre d'affaires de **Meituan** au 1^{er} 2023 est ressorti supérieur au consensus. L'entreprise a affiché une croissance constante de ses activités de livraison de repas grâce à des programmes d'incitation des utilisateurs et au soutien des commerçants. Les résultats ont favorisé le sentiment général dans le secteur de la livraison de repas.

En Europe, **GN Store Nord** a annoncé les détails d'un plan de refinancement, qui comprend une émission réservée et un placement privé pouvant atteindre 17.3 millions d'actions, et a détaillé le remboursement de la dette arrivant à échéance en 2024. La dette convertible s'est bien négociée suite à cette annonce.

Du côté du marché primaire, **Swiss Prime** a émis pour 275 millions CHF d'obligations convertibles, assorties d'un coupon de 1.625% et arrivant à échéance en 2030. Ces obligations convertibles sont faiblement valorisées et peuvent être considérées comme des valeurs défensives. Aux États-Unis, **Infinera** a refinancé ses obligations convertibles à 2.125% en circulation échues en 2024. L'entreprise a conclu des accords privés distincts avec certains investisseurs institutionnels pour rouvrir et émettre 100 millions de dollars du montant total principal de ses obligations convertibles senior à 3.75% arrivant à échéance en 2028. **Dish** a progressé après l'évocation de négociations en vue de vendre des forfaits mobiles via **Amazon**. L'annonce a eu un effet positif sur la note de crédit de l'entreprise.

Achevé de rédiger le 26 mai 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

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