



## FLASH MARCHÉS : DES DONNÉES PLUS RASSURANTES POUR LA FED

- *Après plusieurs mois de hausse, le rythme de l'inflation aux États-Unis ralentit enfin, marquant la première baisse depuis le début d'année.*
- *Cette tendance à la baisse est encouragée par le ralentissement de la composante des services hors logement.*
- *Pour l'heure, nous conservons notre surpondération sur les actions, tant sur l'Europe que les États-Unis dans cette phase encore porteuse liée aux espoirs qu'un cycle de baisse de taux approche pour l'ensemble des pays avancés.*

Après plusieurs mois de hausse, le rythme de l'inflation aux États-Unis ralentit enfin, marquant la première baisse depuis le début d'année. Les chiffres récents montrent une augmentation en glissement mensuel en dessous des attentes, tandis que l'inflation sous-jacente, excluant l'énergie et l'alimentation, a également ralenti conformément aux prévisions. Cette tendance à la baisse est encouragée par le ralentissement de la composante des services hors logement.

Nous pensons que cette nouvelle inflexion baissière sur l'inflation devrait se poursuivre en conservant cette dynamique de tassement, notamment en raison des premiers signes d'essoufflement du marché du travail et du tassement des demandes de hausses de salaires. Cette situation devrait également limiter la capacité des entreprises à augmenter les prix pour les consommateurs. Les récentes données sur les ventes au détail en avril ont également montré une stagnation, ce qui indique vraisemblablement que la demande des ménages semble freinée quelque peu par l'inflation, la récente baisse de l'excès d'épargne et les conditions financières restrictives. La production industrielle en avril a stagné, tout comme le marché immobilier, ce qui confirme un ralentissement encore naissant – de l'économie américaine. Même si le président de la Fed de New York, John Williams, a déclaré que les données d'inflation récentes ne changeraient pas significativement l'orientation de la politique monétaire aux États-Unis, et que d'autres signaux étaient nécessaires, ces éléments pourraient conduire la Fed à baisser ses taux directeurs dès juillet, ce qui pourrait donner un nouveau souffle positif sur les emprunts d'états américains.

Pour l'heure, nous conservons notre surpondération sur les actions, tant sur l'Europe que les États-Unis dans cette phase encore porteuse liée aux espoirs qu'un cycle de baisse de taux approche pour l'ensemble des pays avancés. Nous resterons vigilants quant au pricing potentiel de hausse de taux qui restera le principal facteur de risque, mais nous jugeons la baisse de la volatilité des taux réels comme un signe encourageant pour la prise de risque. Sur les taux d'intérêt, notre surpondération s'exprime principalement sur les maturités intermédiaires des courbes de taux, ce qui témoigne de notre plus grande confiance dans la capacité des banques centrales à baisser leurs taux directeurs pour saluer les récents progrès sur le front de l'inflation.

## ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens affichent une nette hausse cette semaine, jusqu'à atteindre des sommets historiques. La publication mercredi des CPI aux Etats-Unis en aura été le principal moteur. Après plusieurs surprises à la hausse, ces données en ligne avec les attentes sont perçues comme rassurantes quant à la dynamique de l'inflation. En conséquence, les taux souverains chutent jusque sur le vieux continent, et les marchés actions s'enflamment. Si les signaux d'un ralentissement de l'économie américaine sont nombreux, ce qui est plutôt bon signe, le rebond de l'activité en Europe se poursuit, avec une augmentation de 0,6% en glissement mensuel au mois de mars. Enfin la BCE ne laisse que peu de place au doute sur une première baisse des taux en juin.

D'un point de vue sectoriel, on constate que les secteurs les plus cycliques et/ou les plus exposés aux conditions de financement surperforment largement. On trouvera tout naturellement en tête l'immobilier, qui reprend des couleurs après avoir été lourdement sanctionné. S'en suivra les telecoms, les services aux collectivités et les banques qui profitent des niveaux toujours élevés des revenus nets d'intérêts. A l'inverse, le secteur de l'énergie se retrouve impacté par les pressions à la baisse sur le prix du baril en l'absence d'aggravation du contexte géopolitique. Les informations de la presse évoquant la volonté de certains pays de l'OPEP+ de renégocier leurs niveaux de production restent un point d'attention. Le ralentissement de la demande dans le luxe, en particulier en Chine, continue de pénaliser le secteur de consommation, bien que certains acteurs moins bien positionnés tels que **Burberry** enregistrent la majorité des pertes. En effet, la maison britannique accuse un recul de ses ventes en Chine continentale de 21% ainsi qu'un bénéfice net en chute de 45% sur 1 an.

Dans l'ensemble la saison de publications de résultats demeure particulièrement favorable, avec plus du trois quart des entreprises européennes ayant publié pour le premier trimestre 2024. Il ressort que les surprises positives sur les BPA sont bien supérieures à la moyenne historique, 59% contre 54%.

Des publications positives à l'image de **Veolia** avec un EBITDA qui s'établit à 1,62 milliards d'euros au premier trimestre 2024, soit +5,7% en *like for like*, et une marge d'EBITDA ressort à 14% contre 13,6% attendus. Le management confirme des gains d'efficacité importants et des effets de synergie qui lui permettent de maintenir sa *guidance* pour 2024.

A l'inverse le géant allemand **Siemens** se voit sanctionné en bourse suite à une publication contrastée et de difficultés dans sa division **Digital Industries**. Le chiffre d'affaires au deuxième trimestre 23/24 ressort à 19,16 milliards d'euros contre 19,28 milliards attendus, l'EBIT ressort à 2 513 millions d'euros contre 2 677 millions d'euros attendus. La marge d'EBITDA est elle aussi en nette diminution à 14% contre 14,8% attendus. Par division, **Digital Industries** affiche une contraction d'autant plus marquée avec un chiffre d'affaires à -11% en *like for like* et un EBITDA à -41% (741 millions d'euros). En Chine le groupe éprouve de nombreuses difficultés, avec une demande en berne liée à des problèmes de surcapacité et de déstockage. Si la situation est mieux orientée en Europe, le rebond reste trop modéré à ce stade pour compenser cet effet.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Cette semaine aura rappelé les comportements spéculatifs de la part des investisseurs particuliers durant l'ère Covid : le retailer **GameStop** s'envole brièvement en début de

semaine, suivi d'autres valeurs fortement shortées ou caractérisées de « *meme stocks* » telles que **AMC**, **Sunpower**...

Les valeurs technologiques et small caps ont ensuite repris le leadership du marché, grâce aux chiffres de l'inflation (CPI) parus en ligne avec les attentes, malgré un PPI bien au-dessus des prévisions la veille. Les indices boursiers atteignent un nouveau plus haut, le Nasdaq 100 est en hausse de 2%, devant le Russell 2000 à +1,5%.

En terme de publications de résultats, **Walmart** a publié des résultats très appréciés par le marché : leur marge croît davantage que les ventes, les inventaires sont en excellente forme, et leur partie e-commerce entrevoit de meilleures perspectives. Le distributeur note que les clients recherchent des produits plus accessibles financièrement, des clients à haut revenus reviennent chez le retailer pour leurs courses. Au sein de la santé, **Kenvue** a publié des résultats encourageants : la baisse des volumes, moins importante que prévue, est compensée par une forte hausse des prix, de +5%. Le cours de l'action de la plateforme médicale **Doximity** bondit en pré-marché en raison de son relèvement de ses prévisions en bénéfice pour l'année complète 2024. Au sein de l'énergie, **Valaris** publie des résultats au-dessus des attentes pour le premier trimestre, et partage une vision encourageante pour l'activité sur le reste de l'année, malgré le décalage de quelques trimestres des contrats avec l'opérateur brésilien **Petrobras**.

Concernant l'activité corporate, la start-up de fission nucléaire de Sam Altman **OKLO** a effectué sa cotation la semaine dernière sous le ticker \$OKLO, à l'issue de la fusion réussie avec sa SPAC.

Les « *13F filings* » sont parus cette semaine : nous découvrons à cette occasion que Warren Buffet a initié une position dans l'assureur **Chubb**, et que **Google** a quadruplé sa position dans **Gitlab**, notamment.

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a gagné 2,56% cette semaine (à la clôture des marchés jeudi). **Taïwan** a enregistré la plus forte hausse (4,62%). La **Chine**, **l'Inde** et la **Corée** ont également enregistré de très bonnes performances, avec des progressions de 2,97%, 2,28% et 2,40% respectivement. Les marchés brésilien (+0,14%) et mexicain (-0,13%) ont sous-performé les autres régions.

En **Chine**, l'IPC global a légèrement augmenté, passant de 0,1% en glissement annuel en mars à 0,3% en avril, tandis que la baisse de l'IPP s'est légèrement atténuée, passant de -2,8% en glissement annuel en mars à -2,5% en avril. Les exportations ont rebondi en avril (+1,5%) après une contraction de 7,5% en mars et la croissance des importations est ressortie à 8,4% après une légère hausse de 1,9% en glissement annuel en mars, grâce à un effet de base favorable. Les données relatives à la masse monétaire et au crédit ont été très inférieures aux attentes en avril : la croissance de l'indicateur M1 s'est pour la première fois révélée négative et les flux nets du financement social total sont retombés à un plus bas record. Le gouvernement a annoncé des mesures de soutien à la demande et à l'offre, avec un assouplissement des conditions de financement à l'échelle nationale pour l'achat d'un logement et un dispositif de soutien accru en matière de liquidités pour les promoteurs immobiliers locaux. Sur le plan géopolitique, les **États-Unis** ont annoncé l'imposition de droits de douane sur 18 milliards de dollars d'importations d'acier, de semi-conducteurs, de véhicules électriques, de batteries et de cellules solaires en provenance de **Chine**. La nouvelle mouture de la loi BioSecure accordera aux entreprises un délai de grâce de huit ans

pour interrompre leur relation avec les fournisseurs chinois de produits biotechnologiques. Tencent a publié des résultats supérieurs aux prévisions. **Alibaba** a annoncé des résultats trimestriels en ligne avec les attentes, et notamment le versement de 4 milliards de dollars de dividendes et 12 milliards de dollars de rachats d'actions. **Samsonite** a fait état d'une amélioration de sa rentabilité, mais de prévisions revues à la baisse en raison d'un transit mondial plus faible que prévu.

À **Taïwan**, le chiffre d'affaires de **TSMC** a été supérieur aux prévisions en avril et l'entreprise espère toujours obtenir des subventions du gouvernement allemand pour son usine de **Dresde**. **Hon Hai** a annoncé un bénéfice plus faible que prévu sous l'effet d'une demande toujours atone d'iPhones en **Chine**, mais sa croissance devrait fortement réaccélérer lors du trimestre en cours. **Uber** a racheté les activités de **Delivery Hero SE** à **Taïwan** pour 950 millions de dollars.

En **Corée**, les importations ont augmenté de 2,9% en glissement annuel (contre -0,4% anticipé) et les exportations ont crû de 6,2% en glissement annuel, dépassant ainsi les anticipations (2,9%). Le taux de chômage a été conforme aux estimations en avril, à 2,8%. Les autorités ont annoncé des mesures visant à soutenir la dette liée au financement de projets immobiliers. Le gouvernement prépare un programme visant à fournir plus de 7,3 milliards de dollars au secteur national des semi-conducteurs.

En **Inde**, l'inflation globale a atteint son plus bas niveau en 11 mois, à 4,8% en glissement annuel en avril, après 4,9% en glissement annuel en mars, grâce à la baisse des prix des carburants. En avril, les exportations ont augmenté de 1,08% et les importations de 10,27% en glissement annuel. Le nombre de comptes SIP (Systematic Investment Plan) actifs a augmenté de 20 millions en 2024, soit près du double des comptes ouverts en 2023 (10,8 millions). **Zomato** a annoncé des résultats supérieurs à des attentes elles-mêmes élevées, avec un point d'équilibre atteint par son activité de restauration rapide en mars. La direction prévoit une croissance du chiffre d'affaires de plus de 40 % en glissement annuel. L'EBITDA de **Varun beverages** a dépassé les prévisions du consensus grâce à l'amélioration des marges brutes et à des volumes importants à l'international. **MakeMyTrip** a fait état d'un chiffre d'affaires supérieur aux attentes et d'une dynamique positive des réservations brutes. **Siemens India** a également annoncé des marges supérieures aux estimations grâce à des projets plus rentables et prévoit une forte augmentation des investissements privés au cours des cinq prochaines années.

Au **Brésil**, le durcissement de ton de la Banque centrale a entraîné une hausse des taux terminaux. **Hapvida** a annoncé des résultats meilleurs qu'attendu, grâce notamment à l'amélioration du ratio de pertes médicales. **NuBank** a enregistré une forte croissance de son chiffre d'affaires trimestriel, mais les créances douteuses ont été supérieures aux attentes. Jean Paul Prates, directeur général de **Petrobras**, a annoncé sa démission et c'est Magda Chambriard, ancienne directrice de l'Agence nationale du pétrole du Brésil, qui a été désignée pour lui succéder.

Au **Mexique**, la croissance des salaires nominaux est ressortie à 7,6% en glissement annuel en avril. Le géant chinois des véhicules électriques **BYD** a dévoilé son pick-up baptisé « Shark » à **Mexico**. C'est la première fois que l'entreprise lance un véhicule en dehors de son marché national.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

Cette semaine c'est l'annonce du chiffre de l'inflation américaine (CPI annuel) en ligne avec les attentes à 3,4%, combiné avec des ventes au détail en demi-teinte ainsi que des premiers signes de faiblesse relative à l'emploi américain (légère hausse des inscriptions au chômage) qui ont contribué à relancer les taux et amorcer une baisse du taux 10 ans, passant de 4,50% le vendredi précédent à 4,35% le jeudi soir. Les taux euro suivent cette tendance dans une moindre mesure avec un taux 10 ans allemand s'établissant à 2,45% en provenance de 2,51% sur la semaine, avec toujours une première action prévue de la BCE dès juin avec une baisse 25bp attendu.

Le crédit continue de bien se porter avec des flux toujours acheteurs, maintenant les primes sur des niveaux de moyenne basse vers 110bp sur les bonnes signatures et à 340bp sur le haut rendement. Le rendement global reste néanmoins vecteur de flux pour les acheteurs, qui cherchent à sécuriser les rendements autour de 4% pour l'Investment Grade et de 6,5% pour le haut rendement.

La semaine a d'ailleurs connu un bon nombre d'émissions tant sur le corporate que sur les financières avec notamment **Ford 2028**, **Air France 2029**, **Lottomatica 2030**, **Finnair 2029**, **AIB 2035** en T2, **Unipol 2034** en T2, ainsi que **Centrica** en *Hybrid callable* dans 6 ans. A noter par ailleurs sur le segment du haut rendement, la première transaction CCC depuis 2 ans avec la sortie de **Fedrigoni 2029** à 10% de coupon.

Du 10 au 16 mai, porté par les taux, le segment Investment Grade gagne 0,33% atteignant ainsi une progression de 0,40% depuis le début de l'année. A noter cependant que la bonne tenue des primes de crédit aura tout de même joué un véritable effet amortisseur sur la classe Investment Grade sur l'année car les taux seuls (indice souverain) en comparaison perdent près de 1% YTD. Le segment du haut rendement s'inscrit également dans le vert à 0,30% sur la semaine et reste un excellent performeur à 2,5% depuis le début de l'année.

### CONVERTIBLES

Le marché des obligations convertibles affiche une belle performance sur la semaine à l'image des actifs risqués qui ont fortement rebondi. Les chiffres macroéconomiques du CPI américain et les commentaires des banquiers centraux ont rassuré les marchés qui anticipent une baisse de l'inflation et une réduction des taux aux US d'ici la fin de l'année.

Cette semaine a été marquée par de nombreuses publications de résultats qui ont aussi rassuré les investisseurs.

A noter cependant qu'en Europe, la société d'éditeur de jeux vidéo **Ubisoft Entertainment** a fortement chuté (-13%) après avoir averti que les réservations au premier trimestre fiscal seraient inférieures aux estimations des analystes. De même, la société allemande **Siemens** a perdu 6% suite à l'abaissement des projections pour sa branche industrie numérique, soulignant une reprise plus lente que prévue de ses activités d'automatisation en Chine.

Du côté du marché primaire, l'activité s'est concentrée sur les Etas-Unis, avec l'émission de **MKS Instruments** pour un montant de 1,4 milliard de dollars avec un coupon de 1,25% et une prime de 30%. La transaction vient rembourser une ligne de crédit bancaire pour plus d'un milliard de dollars.

Enfin, nous mentionnerons le placement d'actions **Evonik** par **RAG-Stiftung** pour 468 millions d'euros avec une décote de 3%. Après cette transaction, **RAG-Stiftung** conserve plus de 47% du capital d'**Evonik**.

*Achévé de rédiger le 17/05/2024*

## **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 durée 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