



FLASH MARCHÉS : FIN DE PARCOURS POUR LES BANQUES CENTRALES ?

- *Aux États-Unis, la Fed a relevé une nouvelle fois ses taux directeurs de 25 points de base, portant la fourchette à 5-5.25%, au même niveau que le taux maximal atteint lors du cycle de resserrement de 2004-2006.*
- *En zone euro, la BCE a relevé ses taux de 25 points de base et a réaffirmé que les resserrements ne sont pas terminés. La transmission du resserrement monétaire se poursuit, avec des signaux confirmant son efficacité.*
- *Nous restons prudents sur les marchés actions. Nous conservons une vue constructive sur les obligations d'entreprises et nous avons profité de la hausse des taux gouvernementaux pour renforcer progressivement la duration.*

La semaine aura été rythmée par les réunions de la Fed et de la BCE, la poursuite de la période de publication de résultats, et un retour de l'aversion au risque aux États-Unis en lien avec le stress bancaire, les risques de récession et de défaut sur la dette. Les indices d'actions, les cours du pétrole et les taux souverains mondiaux se sont donc repliés, à l'exception de la Chine, portée par la reprise des services.

Aux États-Unis, la Fed a relevé une nouvelle fois ses taux directeurs de 25 points de base, portant la fourchette à 5-5.25%, au même niveau que le taux maximal atteint lors du cycle de resserrement de 2004-2006. Le contenu du communiqué évoque aussi les conséquences négatives de l'épisode de stress sur le secteur bancaire, ainsi que le resserrement des conditions de crédit qui va peser sur l'activité, les embauches et l'inflation. Si le FOMC n'indique pas les prochaines évolutions de ses taux, les marchés anticipent 80 points de base de baisse d'ici le mois de décembre, ce qui peut paraître particulièrement optimiste.

Cependant, les premiers signaux favorables à minima à une pause dans les resserrements ont émergé. L'inflation sous-jacente ralentit, les salaires ont aussi débuté leur repli progressif (indicateur ECI), et le marché du travail montre des signes de réduction de tensions (enquête JOLTS). Le ratio entre le nombre de postes ouverts et le nombre de personnes en recherche d'emploi est tombé à 1.6. Par ailleurs, le taux de démission, qui est historiquement corrélé à l'évolution des salaires, continue de chuter.

Après le rachat par J.P. Morgan des actifs de First Republic, le stress lié aux banques régionales est resté vif, la fuite des dépôts touchant fortement PacWest et Western Alliance. Les autorités américaines veillent pourtant à toujours éviter un risque systémique, les données bancaires hebdomadaires publiées par la Fed attestant d'une stabilisation de la situation.

En zone euro, la BCE a relevé ses taux de 25 points de base et a réaffirmé que les resserrements ne sont pas terminés. La transmission du resserrement monétaire se poursuit, avec des signaux confirmant l'efficacité du resserrement des conditions financières dans l'enquête du « Bank Lending Survey ». L'inflation sous-jacente, hors énergie et alimentation, ralentit pour la première fois depuis janvier 2022 à +5.6%.

En Chine, l'indice PMI Caixin des services reste largement en territoire d'expansion pour le quatrième mois consécutif (56.4 vs 57 attendu), porté par la reprise du tourisme, interne dans un premier temps, l'international ne repartant que très progressivement. Le secteur manufacturier reste préoccupant, l'indice PMI Caixin manufacturier reculant sous la frontière des 50.

Du côté des entreprises, les bénéfiques publiés pour le 1^{er} trimestre continuent de dépasser les estimations aux États-Unis et en Europe. La croissance des bénéfiques par actions est de +3% en Europe et globalement stable aux États-Unis. L'analyse des déclarations des entreprises sur les perspectives indique cependant que les entreprises demeurent conservatrices. Si ces publications ne laissent pas présager un retournement imminent de la conjoncture, la réaction mitigée des marchés suggère que les craintes de récession sont toujours présentes.

Le contexte confirme l'approche de la fin du parcours des hausses de taux des banques centrales et valide la transmission retardée mais efficace du resserrement des conditions financières à l'économie. La prudence reste donc encore de mise sur les marchés d'actions, malgré des publications montrant que les analystes avaient été trop conservateurs dans leurs anticipations. Nous conservons une vue constructive sur les obligations d'entreprises et nous avons profité de la hausse des taux gouvernementaux pour renforcer progressivement la duration.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les actions européennes clôturent la semaine en légère baisse. Les regards se tournaient vers la décision de taux directeurs de la BCE qui ont été révisés à la hausse de 25 points de base (maintenant à 3.75%), alors que les marchés attendaient une hausse plus marquée de 50 points de base. La présidente de la BCE, Christine Lagarde s'est montrée résolument *Hawkish* en affirmant que l'institution n'était pas en pause et avait encore du chemin à parcourir pour vaincre une inflation toujours au-dessus de l'objectif à 2%. La BCE en a profité pour rappeler la solidité des banques européennes dont la situation est différente des banques régionales américaines. Par ailleurs, les statistiques d'octroi de crédit publiées cette semaine démontrent un durcissement au 1^{er} trimestre, aussi bien pour les prêts aux entreprises qu'aux ménages.

En dépit de ce discours rassurant concernant les banques européennes et de bons résultats au 1^{er} trimestre, force est de constater que le narratif américain prend le dessus sur le sentiment de marché : en effet, le secteur bancaire ressort en queue de peloton cette semaine (-2%), à l'instar de **BNP Paribas** qui, malgré des résultats au-dessus des attentes et un discours plutôt serein quant à la conjoncture, est pénalisée par le marché (-1.2%).

La saison des résultats étant à présent bien engagée (plus de la moitié des sociétés du STOXX 600 ont publié leurs résultats), le bilan à mi-chemin est plutôt encourageant. Près des 2/3 des sociétés ont surpris positivement à la fois sur les attentes de chiffre d'affaires que de bénéfiques. Au chapitre des bonnes nouvelles, la brasseur belge **AB Inbev** publie de très bons résultats aidés à la fois par les prix et les volumes, témoignant du bon *pricing power* du secteur. **Deutsche Telekom**, le spécialiste des télécommunications, commence également très bien l'année en surprenant positivement sur le chiffre d'affaires et les marges, l'occasion pour le groupe de réitérer sa *guidance*. Du côté de la défense, **Thalès** est également au-dessus du consensus et de l'objectif de la société avec des prises de commandes en hausse de 14% en organique.

D'autres sociétés ont tenu un discours plus ambivalent cette semaine, à l'instar du groupe pétrolier **BP** qui malgré de bon résultats a réduit la rémunération de ses actionnaires suite à la baisse prolongée des prix du gaz et du pétrole. Un constat également en demi-teinte dans l'automobile : **Stellantis**, **Volkswagen** et **BMW** ont publié des résultats au-dessus des attentes mais se montrent tous prudents sur les perspectives 2023 et gardent leurs objectifs annuels inchangés en raison d'un probable ralentissement de la demande mondiale sur le reste de l'année. Enfin, l'armateur Danois **Maersk** se veut aussi prudent, estimant que le chemin vers la normalisation est hautement incertain après un exercice 2022 particulièrement faste.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les indices américains sont en baisse de respectivement 1.79% et 1.45% pour le S&P 500 et le Nasdaq. La crise des banques régionales se poursuit voire s'intensifie après que **First Republic** a été saisie au cours du week-end puis cédée à **JP Morgan**, entraînant un regain d'inquiétudes sur les banques régionales américaines comme le démontre la performance de **PacWest** (-50%), **Western Alliance** (-38%), **First Horizon** (-33%) et **Zions Bancorp** (-12%).

Selon Bloomberg, la FDIC devrait annoncer la semaine prochaine un plan pour augmenter la contribution des grandes banques à son fonds de réserve qui a nettement été entamée suite aux récents sauvetages de **Silicon Valley Bank** et **Signature Bank**.

Lors du FOMC, Jerome Powell a été clair en écartant toutes perspectives de baisse des taux d'ici à la fin de l'année, prenant ainsi à revers les anticipations du marché. En revanche, on pourrait percevoir une pause après la hausse de taux cette semaine de 25 points de base, le Président de la Fed précisait qu'il « convenait de se donner le temps pour évaluer les effets des précédentes hausses de taux sur l'économie ».

Les commentaires de **Chegg** lundi soir sur l'impact désormais visible de **ChatGPT** sur la croissance de leurs nouveaux abonnés a déclenché un *sell-off* sur le secteur de l'edTech, des services d'information mais également des agences de publicité.

Apple progressait de 2% en après-marché suite à la publication de résultats meilleurs que prévus bénéficiant d'un rebond des ventes d'iPhones. La société annonce également un plan de rachat d'actions de 90 milliards de dollars. Les cours du fabricant de semi-conducteurs **AMD** ont rebondi de 6.1% suite à des informations de presse indiquant que la société travaillerait en partenariat avec **Microsoft** sur des puces dédiées à l'intelligence artificielle. **Qualcomm** reculait de 5.5% suite à la publication de résultats décevants et de perspectives ternes en raison d'une faible demande de smartphones en Chine notamment.

Kenvue, la filiale de **Johnson & Johnson** spécialisée dans les activités de santé pour le grand public, a connu un bon démarrage en bourse avec une progression de 13%, valorisant la société à 50.8 milliards de dollars. **Paramount** reculait de 28% souffrant d'une croissance du nombre d'abonnés à sa plateforme de streaming nettement inférieure aux attentes : 4.1 millions de nouveaux abonnés contre 9.9 millions le trimestre précédent.

Ford reculait de 3.7% suite à la présentation de perspectives en demi-teinte souffrant de pressions sur les prix, d'un environnement économique incertain et de pertes sur la division véhicules électriques. **Starbucks** baissait de 5.6% en après-marché suite à la réitération de ses prévisions annuelles, malgré des résultats trimestriels nettement au-dessus des attentes.

ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX se sont inscrits en hausse respectivement de 2.34% et 2.24% sur la période, à la faveur de la vigueur des marchés actions américains compte tenu des données économiques positives, de la confirmation du maintien par la Banque du Japon de sa politique monétaire accommodante et de la dépréciation du yen.

Le secteur de l'électricité et du gaz a progressé de 4.10% dans le sillage de la forte hausse du cours boursier de **The Kansai Electric Power Company** (+9.40%), sur fond de redressement prononcé de ses prévisions de résultat opérationnel pour mars 2024. Celui des machines a gagné 3.97%, soutenu par la publication de données économiques meilleures que prévues aux États-Unis mais également par le repli du yen. Le transport aérien a grimpé de 3.90% compte tenu de l'amélioration des résultats des grandes compagnies aériennes sous l'effet de la hausse du nombre de voyageurs. Le secteur du transport maritime a été le seul à se replier -2.46%, pénalisé par les prises de bénéfices considérables sur les actions de **Mitsui O.S.K. Lines**, les investisseurs se montrant préoccupés par la forte baisse de ses prévisions de bénéfices pour mars 2024. **Mitsubishi Electric Corp** a progressé de 5.45%, alors que la société a fait part de solides prévisions de bénéfice net pour mars 2024, qui devrait atteindre un sommet sur six exercices.

Japan Exchange Group a gagné 5.32% compte tenu de la solidité du marché actions japonais. En revanche, **M3**, une plateforme de fourniture d'informations médicales, a reculé de 5.44%, ses prévisions de résultat opérationnel pour mars 2024 s'inscrivant largement en deçà des attentes du marché. **Z Holdings**, un fournisseur de plateforme Internet, a cédé 5.0%, la société ayant uniquement rendu compte de ses prévisions de chiffre d'affaires et de dividendes pour mars 2024, qui ont visiblement déçu les investisseurs.

À l'issue de sa réunion de politique monétaire du 28 avril, la BoJ a décidé de poursuivre ses mesures d'assouplissement monétaire, y compris le contrôle de la courbe des taux, ce qui a conduit la paire USD/JPY à passer de près de 134 yens pour un dollar à environ 137,50 yens. Selon le compte-rendu de la réunion, la BoJ a décidé de réaliser un examen de ses politiques monétaires des 25 dernières années.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM est resté quasi inchangé cette semaine (cours de jeudi à la clôture), l'Inde ayant gagné 1.2% alors que la Chine, Taïwan et la Corée du Sud ont peu évolué durant cette semaine de congés. Le Brésil a en revanche reculé de 2.6%.

En **Chine**, le PMI manufacturier officiel s'est inscrit à 49.2 en avril, contre 51.9 le mois précédent. L'indice PMI des services Caixin s'est lui aussi replié à 56.4 en avril, contre 57.8 en mars, le secteur des services affichant toujours une amélioration, mais à un rythme légèrement moins soutenu. La tendance au redressement s'est nettement confirmée à l'occasion de la fête du Travail, les voyages intérieurs atteignant 119% des niveaux enregistrés en 2019. Sur le front géopolitique, le Parti démocrate américain a dévoilé un nouveau plan visant à faire face à la concurrence chinoise, lequel viendra compléter le CHIPS and Science Act de 2022. Pékin continue de renforcer ses liens avec le Moyen-Orient, à l'image de ses discussions en vue d'un accord de 10 milliards de dollars américains sur l'approvisionnement en gaz naturel et la construction d'une usine sidérurgique à faible émission de carbone dans le cadre de la nouvelle Route de la soie. Du côté des entreprises,

la division internationale d'**Alibaba** axée sur l'e-commerce envisagerait une introduction en bourse aux États-Unis.

À **Taïwan**, la croissance du PIB au 1^{er} trimestre 2023 en première estimation a ralenti de 3%, pénalisée par la faible demande de produits technologiques. Selon certaines informations, **TSMC** serait en pourparlers afin de construire une usine de fabrication de puces mémoires en Allemagne, pour un montant de 10 milliards d'euros.

En **Inde**, le PMI des services a nettement progressé à 62.0 en avril, contre 57.8 en mars, alors que le PMI manufacturier a continué d'augmenter à 57.2, contre 56.4 en mars. Le recouvrement de la taxe sur les biens et services a atteint un sommet historique en avril. Le ministre des Finances s'est rendu en Corée du Sud en vue d'accroître la coopération des deux pays sur le front des investissements. L'Inde a généré largement plus d'énergie renouvelable en 2022, avec une hausse de 19% selon les données de l'Autorité centrale de l'électricité. **UltraTech Cement** a enregistré une solide croissance de 15% sur un an de ses volumes, avec une amélioration du taux d'utilisation. **HDFC Bank** a fait part d'une augmentation de 20% en glissement annuel de son bénéfice net, la demande de prêts immobiliers reste importante.

Les PMI manufacturiers asiatiques ont continué de faire état d'une divergence croissante entre l'Asie du Nord et du Sud-Est en avril. Ceux de la Corée du Sud, de Taïwan et de la Chine se sont tous repliés, tandis que les indices de la plupart des pays de l'ASEAN sont restés en territoire expansionniste, le PMI manufacturier thaïlandais ayant même atteint un sommet historique de 60.4 face à l'envolée des nouvelles commandes et de la production.

Au **Brésil**, la banque centrale a laissé ses taux d'intérêt inchangés à 13.75% pour la sixième réunion consécutive.

Au **Mexique**, la croissance du PIB au 1^{er} trimestre 2023 en première estimation a fait état d'une nouvelle amélioration de l'activité économique à 1.1%, soit 3.9% sur un an, dépassant ainsi les attentes. Le peso mexicain s'est apprécié pour atteindre son niveau le plus élevé en près de six ans.

Au **Chili**, le gouvernement reprendra les discussions sur la réforme budgétaire après les élections.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Sur le front de la dette d'entreprises, la semaine a été largement influencée par les réunions de banques centrales, le stress bancaire américain et les chiffres économiques. Ces derniers pointent vers une faiblesse des secteurs manufacturiers et la résilience des secteurs de services en zone euro, constatées dans les résultats des entreprises.

Depuis le début du mois de mai, le marché obligataire de l'Investment Grade progresse de 0.5%. Quant au segment du High Yield, il stagne. Le mouvement de baisse des taux sur la période a largement compensé l'écartement des primes de risques, respectivement 5 points de base et 25 points de base pour les indices Main (IG) Crossover (HY).

Le marché primaire reste ouvert avec notamment la sortie d'un financement obligataire LBO de 2.6 milliards (euros équivalent) pour l'acquisition de **Copeland** (Emerson Climate) par le

fonds américain **Blackstone**. Un écartement des primes de risque a également été observé sur les CoCos financières, respectivement de +90 et +70 points de base pour l'euro et le dollar, sans grande vague de flux vendeurs. L'annonce de *call* de **Lloyds** et d'**UniCredit** (sans refinancement préalable) et les excellents résultats du 1^{er} trimestre 2023 ne parviennent pas à compenser le sentiment général de détérioration économique et de stress bancaire aux États-Unis.

CONVERTIBLES

Le marché des convertibles a été animé à la fois par la publication des résultats des sociétés ainsi que par les décisions des banques centrales.

Concernant la publication des résultats, nous mentionnerons les bons chiffres de **Deutsche Post** au 1^{er} trimestre avec un EBIT supérieur de 12% au consensus. La société a maintenu ses prévisions pour l'année 2023. A contrario, **AMS Osram** a déçu dans sa publication de résultats et les perspectives de reprise n'ont pas convaincu les brokers qui ont réduit leurs objectifs de cours. Aux États-Unis, la société de semi-conducteurs **On Semiconductor** a publié de solides résultats pour le 1^{er} trimestre avec un revenu et un résultat d'exploitation supérieurs au consensus. En effet, la demande automobile soutenue a plus que compensé la faiblesse du marché de l'équipement informatique. De son côté, la société de croisière, **Royal Caribbean Cruises**, a surpris positivement sur les revenus ainsi que sur la marge opérationnelle. Le CEO a indiqué que la demande était de plus en plus forte et qu'il avait été agréablement surpris par la rapidité de cette accélération, au-delà des tendances historiques et des taux plus élevés.

Cette semaine, seul le marché primaire américain des obligations convertibles fut actif avec trois émissions. Deux sociétés du secteur de l'énergie ont émis pour un montant de 2.3 milliards de dollars. L'entreprise **First Energie** qui produit, transporte et distribue de l'électricité et du gaz naturel a émis une obligation convertible pour un montant de 1.5 milliard de dollars avec un coupon de 4% et une prime de 20%. **CMS Energy** qui investit également dans des centrales de production d'électricité a levé pour 800 millions de dollars avec un coupon de 3.375% et une prime de 20%. La vente de ces deux convertibles sera principalement allouée pour refinancer la dette existante. Enfin, la société **Dexcom** est revenue sur le marché avec une émission de 1.1 milliard de dollars, présentant un coupon de 0.375% et une prime de 37.5% pour financer ses dépenses d'investissement et son besoin en fonds de roulement.

Achévé de rédiger le 05 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 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.
- Coko (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