EDMOND
DE ROTHSCHILD

FLASH MARCHÉS : LA FED MAINTIENT SES TAUX INCHANGÉS.

- ***Comme attendu lors de son FOMC cette semaine, la FED a maintenu ses taux inchangés.***
- ***Des statistiques d'activité moins vigoureuses seront nécessaires pour permettre le dernier kilomètre de la désinflation.***
- ***Nous resterons vigilants quant au pricing potentiel de hausse de taux qui restera le principal facteur de risque.***

Comme attendu lors de son FOMC cette semaine, la FED a maintenu ses taux inchangés. Jérôme Powell a rappelé que le manque de progrès sur le front de la désinflation depuis le début de l'année, en particulier dans les services, incitait à la patience avant d'entamer la phase de baisse de taux. Le fait qu'il coupe court aux craintes de nouvelles hausses de taux a été particulièrement apprécié par les marchés. Si la politique conventionnelle va rester restrictive pendant encore quelques temps, la FED fait un geste du côté de sa politique non conventionnelle avec un ralentissement du rythme de contraction de son bilan. Ce FOMC semble marquer le retour du « Fed put », cette assurance que la FED viendra à la rescousse des marchés en cas de fléchissement de la croissance et de l'emploi, avec une attention portée à la stabilité financière en préservant un niveau de liquidité monétaire adéquate.

Des statistiques d'activité moins vigoureuses seront nécessaires pour permettre le dernier kilomètre de la désinflation. L'économie américaine affiche toujours une réelle vigueur avec sa consommation domestique notamment mais le secteur manufacturier semble moins robuste : l'ISM manufacturier est repassé en zone de contraction. L'enquête JOLT confirme une détente du marché du travail : l'épisode de « grande démission » semble avoir pris fin, les taux de démission revenant sur leur niveau d'avant COVID tandis que les ouvertures de postes poursuivent leur décrue.

En Zone Euro l'évolution du mix croissance/inflation permet des baisses de taux directeurs plus rapidement.

Du côté de l'inflation, notons à ce titre l'enquête de la Commission qui montre des perspectives de prix de vente toujours orientées à la baisse, ce qui va dans le sens d'une poursuite de la désinflation sans remettre en cause l'affermissement modeste des rythmes de croissance. Les enquêtes de climat des affaires montrent des améliorations, en particulier les PMIs et l'indice IFO allemand.

Autre élément propice à la désinflation : la perspective d'un cessez le feu à Gaza permet un reflux du pétrole.

Nous resterons vigilants quant au pricing potentiel de hausse de taux qui restera le principal facteur de risque. Mais si l'on considère qu'en pleine année présidentielle, la FED ne pourra se laisser entrainer dans un risque d'erreur de politique monétaire avec une nouvelle hausse de taux, le contexte devrait rester positif pour les actifs risqués. Nous surpondérons tactiquement les actions, qui pourraient entamer un rebond dans le sillage de la bonne saison de publications des résultats.

ACTIONS EUROPÉENNES

Le marché des actions européennes marque un repli cette semaine tiré par l'automobile, la distribution et la technologie. L'inflation sous-jacente commence à montrer des signaux encourageants de ralentissement en Allemagne et en Espagne (respectivement 3% et 2,9%). Bien que ces statistiques plaident en faveur d'une approche plus accommodante de la Banque Centrale Européenne cette année, d'autres indicateurs envoient un message plus prudent sur la santé de l'économie, tel qu'en témoigne l'indice de confiance des entreprises qui s'est légèrement dégradé en avril, encore pénalisé par le secteur manufacturier.

Cette ambivalence se retrouve aussi dans les résultats trimestriels des sociétés : la banque espagnole **BBVA** a été pénalisée en bourse malgré des résultats de bonne facture, mais des attentes déjà intégrées après les bons résultats du secteur, à l'image de **Société Générale** cette semaine. Le secteur de l'automobile a pour sa part souffert : l'allemand **Porsche** a fait état de résultats inférieurs aux attentes, signalant la faiblesse de la demande chinoise et la concurrence des modèles électriques, tout comme **Mercedes-Benz**, **Volkswagen** et **Stellantis**, faisant en plus état d'une augmentation des coûts. Dans la santé, le danois **Novo Nordisk** relève ses objectifs pour 2024, mais toute l'attention était portée sur les ventes de traitement anti-obésité dont les prix ont été moins favorables qu'attendus à cause des traitements concurrents, comme ceux de **Eli Lilly.** Le transporteur maritime **Maersk** a été pénalisé par la hausse des coûts due aux perturbations en Mer Rouge et des problèmes persistants de surcapacité. Le management de la société a aussi confirmé que ces problématiques devraient se poursuivre jusqu'à la fin de l'année et probablement jusqu'en 2025.

Si l'on voit le verre à moitié plein, le brasseur **Carlsberg** enregistre une augmentation de ses volumes de vente surtout sur les bières en amont de la période estivale. Les entreprises du secteur des ressources de base ont aussi tenu des discours plus encourageants à l'instar **d'Imerys** et **ArcelorMittal** qui publient des résultats supérieurs aux attentes et se montrent optimistes pour l'année. Dans les technologies, l'éditeur allemand de logiciels **Nemetschek** a publié un début d'année solide malgré un marché de la construction difficile en Europe. Le leader français des services informatiques, **Capgemini**, a quant à lui publié un chiffre d'affaires en baisse, mais qui était anticipé par le marché, et a réitéré ses perspectives pour le reste de l'année.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés terminent la semaine quasiment inchangés : le S&P 500 affiche une performance de -0,6%, devant le Nasdaq 100 à -0,8%. La période a été rythmée par le meeting de la FED, au cours duquel Jerome Powell s'est avéré davantage dovish que prévu, malgré les difficultés face à l'inflation plus forte qu'attendue cette année.

Les publications de résultats ont également alimenté les marchés en volatilité, à l'instar d'**Apple** qui bondit de 6% en pré-marché suite à l'annonce d'un nouveau programme de rachat d'actions de 110 milliards de dollars. Au sein de la santé, **CVS** publie des résultats très inférieurs aux attentes et abaisse ses prévisions de bénéfice de près de 20% pour l'année, en raison d'une utilisation plus élevée que prévue de **Medicare**.

Constat inverse sur les GLP-1 : **Eli Lilly** relève sa guidance annuelle, en raison d'une meilleure visibilité sur les capacités de production futures. **Dentsply Sirona** publie des résultats nuancés en raison d'une baisse forte de la partie imagerie, compensée par la reprise de la demande chinoise. Au sein de l'assurance, **AIG** publie de solides résultats : les bénéfices par

action sont supérieurs aux attentes, et les investisseurs apprécient le nouveau programme de rachat d'actions de 10 milliards de dollars, accompagné d'un relèvement du dividende de 40 centimes.

Les résultats de **Kellanova** (Kellogg's) témoignent de la forte reprise de l'inflation du côté du consommateur : malgré une baisse des volumes de vente de 3%, l'entreprise affiche une croissance des ventes organiques supérieure à 5%. La surprise de la semaine se situe du côté de **Carvana** : le vendeur de véhicules continue sa performance exceptionnelle en bourse, en raison de la réussite de sa stratégie d'économie de coûts. Au sein du secteur des paiements, **Block** profite de l'amélioration de ses marges, grâce également à la réussite de la politique d'économie de coûts de l'année dernière.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a gagné 1,13% cette semaine (à la clôture des marchés jeudi). Les marchés chinois ont poursuivi leur rebond, avec une hausse de 2,45%. **L'Inde** et la **Corée** ont également progressé, de 1,33% et 1,26% respectivement. Le **Brésil** et **Taïwan** se sont classés en queue de peloton malgré des performances positives, respectivement +0,82% et +0,23%.

En **Chine**, l'indice PMI manufacturier officiel et son équivalent pour le secteur privé calculé par l'agence **Caixin** sont ressortis respectivement à 50,4 et 51,4 en avril, des chiffres supérieurs aux attentes du consensus. Les bénéfices industriels ont augmenté de 4,3% en glissement annuel depuis le début de l'année, mais ont diminué de 3,5% en avril. Le Politburo cherche désormais à réduire les stocks de logements existants et à déployer des fonds publics pour acheter des immeubles résidentiels commerciaux pour en faire des logements abordables. Plusieurs villes de premier plan ont annoncé un nouvel assouplissement de leurs politiques immobilières, notamment **Pékin**, **Shanghai** et **Tianjin**. Le ministère du Commerce a publié les modalités précises de son programme de reprise des véhicules. **Midea** a publié des résultats conformes aux attentes au premier trimestre 2024, avec une marge opérationnelle record. La société a également annoncé une cotation secondaire à **Hong Kong**. **China Merchants Bank** a annoncé un bénéfice en ligne avec les anticipations au premier trimestre 2024, avec une diminution des pressions sur les créances douteuses.

À **Taïwan**, le PIB a augmenté de 6,51% au premier trimestre, un rythme plus rapide que les prévisions (6%). L'activité industrielle a augmenté pour la première fois en deux ans, l'indice PMI manufacturier ayant atteint 50,2 en avril après 49,3 en mars. **Mediatek** a fait état de résultats meilleurs qu'attendu au quatrième trimestre 2023 grâce à un gain exceptionnel lié à une contre-écriture comptable en matière de coûts. La direction est optimiste quant au potentiel de croissance des puces ASIC pour l'intelligence artificielle.

En **Corée**, les exportations ont augmenté pour le 7ème mois consécutif en avril, à +13,8%, grâce à une demande soutenue en puces. La production industrielle a crû de 0,7% en mars en glissement annuel, un niveau inférieur aux attentes (4,6%). Le régulateur financier sud-coréen a annoncé le deuxième volet de son programme de valorisation des entreprises (« Value up »), en précisant les lignes directrices relatives à la communication d'informations par les entreprises. **Samsung Electronics** a publié des résultats trimestriels en ligne avec les attentes, alors que l'essor de l'IA va stimuler la demande de mémoires à bande passante élevée (HBM) et de mémoires flash SSD.

En **Inde**, l'indice PMI manufacturier est resté solide à 58,8 en avril contre 59,1 en mars. Le rythme d'augmentation des composante « production » et « nouvelles commandes » est le deuxième plus dynamique depuis plus de trois ans. La collecte de la TPS (taxe sur les biens

et services) a augmenté de 12,4% en glissement annuel, pour atteindre un niveau record de 25 milliards de dollars en avril. Lors de la présentation de ses résultats du deuxième trimestre 2024, la direction **d'Apple** a indiqué : « **l'Inde** enregistre une solide croissance à deux chiffres et constitue une priorité majeure pour **Apple** ». La banque **ICICI** a annoncé des résultats supérieurs aux prévisions, grâce à l'augmentation du revenu net d'intérêt, à l'amélioration de la qualité de ses actifs, à la diminution des provisions et à l'amélioration du coefficient d'exploitation. **HCL** a fait état de résultats trimestriels conformes aux attentes, mais de prévisions décevantes pour 2025. **Havells** a publié des résultats trimestriels solides grâce à l'accélération de son portefeuille de solutions industrielles et à la contribution accrue de **Lloyd** à ses marges.

Au **Brésil**, l'indice PMI du secteur manufacturier a progressé en avril, ressortant à 55,9 contre 53,6 le mois précédent. Les IDE se sont élevés à 9,5 milliards de dollars en mars, dépassant les estimations de 6,8 milliards de dollars. L'inflation (IPCA 15) a augmenté de 0,21% en variation mensuelle, contre des estimations de 0,29%. **Mercado Libre** a annoncé une forte croissance de son chiffre d'affaires (30%) et une marge opérationnelle de 12%, supérieure aux prévisions. **Bradesco** a fait que mieux que prévu grâce à la diminution des provisions, mais le rendement des capitaux propres (ROE) a encore diminué. **WEG** a fait état d'un ralentissement de la croissance de son chiffre d'affaires, en raison de l'accès de faiblesse des marchés finaux étrangers, mais sa marge d'EBITDA a réservé une bonne surprise.

Au **Mexique**, l'indice PMI manufacturier est ressorti à 51 en avril, contre 52,2 le mois précédent. **Arca Continental** a annoncé des résultats supérieurs aux prévisions du consensus, grâce à une marge d'EBITDA plus élevée aux **États-Unis** et au **Mexique** (prix en hausse de 5% dans les deux pays).

En **Argentine**, le projet de loi omnibus et les réformes budgétaires ont été approuvés par la chambre basse et doivent être votés par le Sénat.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Le mois d'avril s'est achevé avec son cortège de données macro-économiques soulignant la vigueur de l'économie américaine, ces dernières repoussant largement les taux sans risque vers des niveaux plus élevés depuis le début de l'année. A noter notamment qu'aux Etats Unis ce mois-ci, les ventes au détail ont largement surpris à la hausse avec un marché de l'emploi toujours très fort et un CPI qui s'ancre autour de 3,5%. De plus l'indice PCE core est à 3,7%, soit +0,2% au-delà des attentes. Même si le PIB américain sort légèrement en dessous des attentes, sa composante consommation interne reste très vigoureuse soulignant encore la dynamique économique. Dans ses discours, Jerome Powell, lui-même, ne semble plus pressé de réduire les taux, et le marché a repoussé graduellement au cours du mois les baisses de taux attendues de la Fed de juillet à septembre, puis à novembre. Parrallèlement, la zone euro publie des PMI qui valident un scénario de *soft landing* avec un indice manufacturier à 45,6 qui déçoit, mais une composante service (très importante en Europe) à 52,9, qui indique un certain rebond de l'activité. La croissance attendue pour 2024 s'ancre désormais vers 0,5%, éloignant le spectre d'une récession forte et prolongée.

Dans ce contexte les taux US 10 ans qui ont débuté le mois à 4,20% ont atteint leur plus haut niveau depuis mi-novembre à 4,68%. De la même façon, le Bund allemand progressait de près de 30bp, passant de 2,30% à 2,58%. La partie courte de la courbe a également souffert :

le taux 2 ans allemand cassant à la hausse les 3% en provenance de 2,8%, tandis que le taux 2 ans US cassait les 5%, à partir de 4,6%.

Sur le marché du crédit, les primes sont stables sur le mois avec néanmoins une légère résurgence de volatilité en milieu de mois ayant conduit à un écartement temporaire des primes. Sur les qualités Investissement Grade, les primes s'affichent à 112bp dans la moyenne basse des 5 années écoulées (130bp), très largement portées par les flux acheteurs qui continuent de se déverser sur la classe d'actifs et notamment sur un marché primaire très dynamique. Coté haut rendement, les primes clôturent le mois à 350bp après avoir touché 375bp durant le mois. En avril, les émetteurs (IG et HY) ont placé près de 50 milliards d'euros, portant à 275 milliards d'euros le montant d'émissions sur le marché primaire en 2024.

Les investisseurs restent acheteurs de rendement sans regarder le niveau de *spread* en absolu. D'ailleurs les coupons à l'émission continuent de se resserrer dans l'ensemble par rapport aux indications initiales en raison de la force de la demande. A noter les émissions réalisées sur le haut rendement avec **Iliad**, **Verisure**, **Mahle et Volvo** sur les bonnes signatures. On note également de nombreux flux avec notamment les émissions de **Goodman** et**General Motors.**

Du coté des subordonnées financières, les émetteurs ont également continué de placer du papier sur différents niveaux de subordination : **AIB** en AT1, **Credit Mutuel Arkea**, **Commerzbank** et **Achmea** en T2, **Eurobank** et **Bank of Cyprus** en Senior.

Dans un marché dominé par la volatilité des taux, les différentes composantes du marché obligataires affichent des performances négatives sur le mois d'avril, les indices souverains euros perdent près de 1,4% (la performance 2024 s'établissant à -2,06%) très largement pénalisés par leur sensibilité longue de plus de 7. La performance des obligations de qualité Investissement Grade s'établit à -0,84% sur le mois (-0,44% en 2024). Enfin, davantage protégé par son profil en duration courte (environ 3) et par le portage des primes de crédit, le segment du haut rendement perd 0,03% mais reste largement positif depuis le début de l'année (+1,6%).

CONVERTIBLES

Le marché des obligations convertibles affiche une performance légèrement négative sur la semaine avec la sous-performance des actions américaines.

La semaine a été animée par la décision de la politique monétaire de la Fed. Malgré l'absence de baisse des taux, le président Jerome Powell a exprimé une politique dovish avec une réduction du resserrement quantitatif et a écarté la possibilité d'une hausse des taux. Ces commentaires ont rassuré le marché qui avait corrigé les séances précédentes.

Cette semaine a aussi été marquée par de nombreuses publications de résultats.

Aux Etats-Unis, nous mentionnerons les bonnes publications d'**Eli Lilly** qui a reporté des ventes au premier trimestre légèrement inférieures aux attentes mais des meilleurs résultats avec un relèvement significatif des perspectives pour l'année. L'action progresse de plus de 3%.

Du coté des paiements, l'action de **Global Payments** a perdu plus de 10% après que la société a publié ses résultats du premier trimestre avec une marge opérationnelle inférieure aux attentes. A l'inverse, **Worldline** progresse de 10% après un début d'année meilleur que prévu.

Enfin, les principaux acteurs européens du secteur de l'automobile ont connu une semaine difficile. Comme pour **Stellantis** et **Volkswagen**, l'action de **Mercedes** a perdu plus de 5% après la publication marquée par un EBIT ajusté inférieur de 5% aux attentes. La société a confirmé ses perspectives sachant que le premier trimestre est considéré comme un point bas pour le chiffre d'affaires et les marges.

Achevé de rédiger le 03/05/2024

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 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 techniques 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