



FLASH MARCHÉS : VERS UN AFFAIBLISSEMENT DE L'EXCEPTIONNALISME AMERICAIN

- *Après avoir franchi des nouveaux records, les marchés actions sont freinés par le retour de la volatilité sur les marchés obligataires.*
- *Le retour de la croissance américaine au premier trimestre sous la croissance potentielle est une bonne nouvelle pour le combat contre l'inflation.*
- *Nous maintenons notre sur-exposition tactique aux actions car les fondamentaux continuent de s'améliorer.*

Après avoir franchi des nouveaux records, les marchés actions sont freinés par le retour de la volatilité sur les marchés obligataires. Les investisseurs ont manqué d'enthousiasme à l'occasion d'une adjudication d'obligations du trésor américain cette semaine alors que les marchés obligataires mondiaux vont connaître un record d'émissions souveraines en juin, avec 340 milliards de dollars à absorber en provenance des Etats-Unis, de l'Union Européenne et du Royaume-Uni. Les données d'inflation en Australie (prix des biens) et en Allemagne (prix des services) ont également poussé les taux à la hausse.

En deuxième estimation, le PIB américain du premier trimestre a été révisé en baisse à 1,3% en rythme annualisé, conformément aux attentes. Le retour de la croissance américaine au premier trimestre sous la croissance potentielle est une bonne nouvelle pour le combat contre l'inflation. Autre bonne nouvelle : cette révision baissière porte principalement sur les dépenses de consommation qui ont été moins vigoureuses qu'en première estimation. Les inscriptions hebdomadaires au chômage poursuivent leur normalisation, atteignant un plus haut de 8 mois en moyenne sur les quatre dernières semaines, ce qui est favorable à la poursuite de la trajectoire désinflationniste. Mais ces chiffres à eux seuls ne sont pas suffisant pour infléchir la politique monétaire de la Fed. En effet, les éléments qui ont pénalisé l'activité au premier trimestre proviennent d'une poussée des importations et d'une réduction des stocks des entreprises, la demande domestique restant dynamique. Surtout, le rebond de la confiance du consommateur en avril a surpris les marchés, semant le doute quant à la poursuite pour les trimestres à venir de la normalisation des dépenses des ménages, premier moteur de la croissance américaine. La FED publiera le 12 juin la mise à jour de ses anticipations de croissance à l'occasion de son prochain FOMC. Le gouverneur de la Fed de New York, John Williams a indiqué jeudi tabler sur une croissance du PIB comprise entre 2,00 et 2,50% en 2024, donc en léger retrait comparé à 2,5% en 2023. Le « livre beige » publié cette semaine par la FED fait état d'une activité toujours robuste, avec une dynamique toujours forte dans les services comme les voyages et le tourisme. La normalisation du marché du travail et de la croissance américaine vers sa croissance potentielle permet d'envisager un cycle de recalibration de la politique monétaire américaine, c'est-à-dire un accompagnement pas à pas de la désinflation pour faire converger les taux directeurs vers le taux neutre au fur et à mesure que l'inflation reflue vers sa cible. C'est le scénario qui est anticipé par les marchés avec une probabilité de 50% d'une première baisse en septembre, suivi d'une deuxième baisse en décembre probabilisée

également à 50%. En scénario alternatif, la FED pourra envisager un cycle de baisses de taux plus accommodant si elle constate une dégradation plus marquée de l'emploi (et donc de la demande domestique) ou la résurgence de fragilité de la part des banques régionales. La FDIC (organisme d'assurance des dépôts) a publié cette semaine son rapport trimestriel sur l'état des banques américaines, offrant un éclairage sur la situation des banques régionales. Leurs encours de prêts relatifs à l'immobilier commercial représentent toujours 30% de leurs actifs (contre 6,5% pour les banques nationales), la volatilité sur les taux longs est toujours une source de vulnérabilité avec 517 milliards de pertes latentes et, point plus rassurant, leurs dépôts ont désormais retrouvé leurs niveaux d'avant SVB.

En Zone euro, les publications de la deuxième estimation des PIB nationaux pour le premier trimestre confirment le potentiel de réaccélération de la croissance à 0,7% pour l'année 2024, (après 0,4% en 2023) dans un contexte de reprise du commerce international après 18 mois de contraction. La progression des salaires désormais plus élevée que l'inflation sera également un soutien à la consommation. La croissance européenne devrait donc converger vers la croissance américaine. L'inflation surprend à la hausse (mais elle est à pondérer par des éléments exceptionnels). L'inflation des services poursuit sa réaccélération de 3,7 % à 4,1 %. Cela n'empêchera pas la BCE de baisser ses taux de 25 points de base la semaine prochaine mais elle fera preuve de prudence lors des réunions ultérieures.

Nous maintenons notre sur-exposition tactique aux actions car les fondamentaux continuent de s'améliorer. En particulier, la convergence des croissances américaines et européennes est une bonne nouvelle. Néanmoins, la volatilité des taux nous invite à rechercher des actifs de protection pour les portefeuilles diversifiés. Ainsi, nous avons neutralisé notre sous-exposition au dollar. Dans une perspective de construction de portefeuille, tant que la corrélation entre taux et actions reste défavorable et que l'inflation reste le sujet d'inquiétude prépondérant, le dollar constitue un bon actif de protection avec un portage attractif. Les attentes de baisses de taux en 2024 de la part de la FED comme de la BCE ayant été révisées à la baisse, nous restons positifs sur la duration en privilégiant les maturités courtes. Les obligations américaines de maturité deux ans nous paraissent retrouver de l'attrait : elles offrent une bonne protection contre une dégradation inattendue de l'environnement économique (emploi) ou financier (banques régionales) tout en offrant des rendements proches de 5%.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens terminent la semaine en baisse, les valeurs technologiques en queue de peloton. L'inflation de la zone euro a légèrement rebondi sur le mois de mai (+2,6% contre +2,4% en avril), les services ayant grandement contribué, et l'indice d'activité IFO confirme l'amélioration des perspectives allemandes. Malgré ces statistiques, les commentaires des banques centrales restent orientés en faveur d'un assouplissement monétaire : le président de la Banque de France a acté une baisse des taux directeurs la semaine prochaine, et l'économiste en chef de la Banque Centrale Européenne Philip Lane a déclaré qu'il serait approprié de conduire une politique monétaire moins restrictive, et ce même si l'inflation reste volatile cette année.

Bien que la saison de résultats touche à sa fin, quelques publications sont à noter cette semaine : le spécialiste britannique de distribution de vêtements et de baskets **JD Sports** publie des résultats au-dessus des attentes et réitère ses objectifs pour l'exercice 2024. Dans l'automobile d'occasion, le français **Aramis Group** affiche des résultats positifs : des ventes en croissance de 14% dans un contexte où les perturbations sur la chaîne

d'approvisionnement commencent à s'atténuer. Le groupe revoit à la hausse ses prévisions pour 2024.

Dans le secteur des énergies vertes, la filière de l'éolien fait face à d'importants vents contraires : la baisse des prix de l'électricité met sous pression la division éolienne de **Siemens Energy** et de **Shell** qui annoncent des réductions d'emplois et des restructurations. D'autre part, le gérant d'actif **Brookfield** est entré en négociations exclusives pour acquérir une participation majoritaire dans le producteur français d'énergies renouvelables, **Neoen**, à une prime de 26,9% (18x l'EBITDA) et avec l'intention de retirer la société de la cotation boursière. L'offre à 6,1 milliards d'euros a porté tout le secteur. Ce rachat illustre l'écart de prix existant entre les marchés cotés et non cotés pour les acteurs de l'énergie verte.

Sur le plan des semi-conducteurs, le français **STMicroelectronics** a annoncé un projet d'usine de plaquettes de carbure de silicium d'une valeur de 5 milliards d'euros en Italie avec l'aide de l'EU Chips Act, contribuant à hauteur de 2 milliards d'euros. La commission européenne a déclaré que cette mesure renforce la sécurité d'approvisionnement et la souveraineté européenne dans les semi-conducteurs.

ACTIONS AMÉRICAINES

Semaine réduite sur les marchés américains, en raison du Memorial Day lundi. La semaine fut toutefois chargée, notamment dans le secteur des logiciels : plusieurs entreprises ont publié leurs résultats au sein de ce segment, et ont particulièrement déçu les investisseurs.

Ceux-ci commencent à s'interroger sur la capacité de création de valeur générée par la GenAI, qui pour l'instant se manifeste essentiellement sur les entreprises leur fournissant l'infrastructure (fabricants de semi-conducteurs, équipementiers et fournisseurs d'énergie). **MongoDB** abaisse ses prévisions pour l'année en raison des prévisions macroéconomiques, et chute considérablement en premarket. De même pour **Salesforce**, **UiPath**, **SentinelOne** : la cohorte software - cyber sécurité rend compte dans l'ensemble d'une décélération de l'activité, sanctionnée par les investisseurs dans une mesure qui rappelle les premiers trimestres de 2022. Au sein des équipementiers, **Dell** chute également après ses résultats, pour lesquels la barre était très haute au vu de son parcours récent en bourse. Dans la santé, **Veeva** témoigne des problématiques de financement des biotechs en raison des taux élevés, et abaisse légèrement sa guidance. **UnitedHealth** rend compte des difficultés actuelles liées au taux d'utilisation de **Medicare** et des effets de leur cyberattaque, rendant compliquée leur visibilité à court - moyen terme.

Un certain nombre de distributeurs ont publié des résultats contrastés, montrant une faiblesse au sein de la consommation, mais semblent indiquer des perspectives plus favorables : c'est le cas de **Best Buy**, **Gap**. Tandis que d'autres, plus spécifiques, continuent d'avoir des difficultés, à l'instar de **Kohl's** et **Nordstrom**. Les chiffres du PIB rendent compte de cette faiblesse de la consommation, mais sans surprise.

Concernant l'activité corporate, on constate un retour de l'activité cette semaine. **Merck** fait l'acquisition de **EyeBio**, une biotech ophtalmologique, pour 1,3 milliard de dollars. **T-Mobile** finalise son offre pour **USCellular** au sein des télécoms.

Dans ce contexte, le Nasdaq 100 corrige de -1,6%, derrière le S&P500 à -1,3%. On constate une certaine résilience des small caps, qui baissent de seulement 0,6%.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a baissé de 2,30% en USD cette semaine (en date de jeudi). Tous les principaux marchés boursiers émergents ont clôturé dans le rouge. La **Chine** (-1,70%) a surperformé. La **Corée**, **l'Inde** et **Taïwan** ont reculé respectivement de 2,70 %, 2,45 % et 2,22 %. Le **Brésil** et le **Mexique** ont terminé en baisse de 2,03 % et 2,02 %.

En **Chine**, l'indice PMI manufacturier officiel pour le mois de mai est retombé dans la zone de contraction à 49,5, en baisse par rapport aux 50,4 d'avril, et en deçà des attentes du marché. Trois des plus grandes villes chinoises, dont **Shanghai**, ont mis en place d'importantes mesures d'assouplissement pour les acheteurs de logements en réduisant le ratio d'acompte et les taux hypothécaires. Les ministres de la défense américain et chinois ont discuté de questions allant de **Taïwan** et de la mer de Chine méridionale à **l'Ukraine** et au conflit au Moyen-Orient, afin d'aider les deux parties à éviter tout malentendu. Les livraisons d'iPhone en **Chine** ont augmenté de 52 % en glissement annuel en avril, et les livraisons globales de smartphones ont progressé de 25,5 % en glissement annuel, mais toutes deux ont été stimulées par les rabais. La **Chine** a créé une troisième édition de son fonds pour les puces, affectant 47,5 milliards de dollars, soit plus que prévu, pour soutenir l'industrie. Le Conseil d'État a publié un plan d'actions pour la conservation de l'énergie et la réduction du carbone pour 2024-25. Les poids lourds de la technologie **Alibaba**, **JD.com** et **Lenovo** ont levé un total de 9 milliards de dollars en obligations convertibles cette semaine.

Les prévisions du PIB de **Taïwan** pour 2024 ont été relevées à 3,94 %, soit le taux le plus élevé depuis trois ans. La production industrielle d'avril a augmenté de 14,61 % en glissement annuel, contre des estimations de 11,25 %. Le cofondateur et CEO de **Nvidia**, Jensen Huang, se rendra à **Taïwan** pour assister au salon Computex la semaine prochaine.

En **Corée**, la production industrielle a augmenté de 6,1 % en glissement annuel en avril, soit plus que les 4,4 % attendus. Cependant, les ventes au détail et les investissements ont chuté pour le deuxième mois consécutif. Le président des **Émirats arabes unis** effectuera une visite d'État en **Corée**. Le premier ministre chinois Li a rencontré le PDG de **Samsung** à Séoul. Le syndicat des travailleurs de **Samsung** a annoncé sa toute première grève pour obtenir des augmentations de salaires.

En **Inde**, les producteurs ont ajouté 9,7 GW de capacité solaire au premier trimestre, soit une augmentation de 400 % en glissement annuel. Les compagnies d'électricité ont répondu à une demande d'électricité record de 250 GW. La première usine verte d'hydrogène de la Gas Authority of India a été inaugurée. En ce qui concerne les élections, ce week-end aura lieu la dernière phase de vote et de sondages à la sortie des urnes. Le dépouillement et les résultats auront lieu le 4 juin. **Google** va investir environ 350 millions de dollars dans **Flipkart**. **Havells** a formé une JV avec **KRUT LED** aux **États-Unis**. **Divis** a annoncé un chiffre d'affaires et des marges d'EBITDA supérieurs à la moyenne, tout en prévoyant une croissance à deux chiffres pour l'exercice 25. **Tata Steel** a annoncé une baisse de ses bénéfices, en raison de la baisse des prix et d'une perte exceptionnelle. Les bénéfices de **NTPC** ont chuté en raison d'une hausse des charges fiscales, même si les ventes d'électricité ont augmenté. **Apollo Hospitals** a fait état d'une croissance saine de 15 % de son chiffre d'affaires et d'une augmentation de 31 % de son excédent brut d'exploitation (EBITDA), grâce à un taux d'occupation plus élevé.

L'excédent budgétaire primaire du **Brésil** de 6,7 milliards de real en avril a été inférieur aux estimations de 15 milliards. Le chômage a légèrement baissé à 7,5 % en avril, contre 7,9 % en mars. L'encours total des prêts a légèrement augmenté en avril pour atteindre 5 890

milliards de real contre 5 870 milliards en mars. Le gouvernement a débloqué 7,2 milliards de real pour acheter du riz importé.

Le déficit des comptes courants du **Mexique** pour le premier trimestre était de 12,6 milliards de dollars, contre des estimations de 7,5 milliards de dollars. Le taux de chômage pour le mois d'avril était de 2,61%, contre 2,28% en mars. **Asarco** prévoit de redémarrer sa fonderie de cuivre mise en sommeil aux **États-Unis**. Tous les regards sont tournés vers les élections présidentielles de ce week-end. Claudia Sheinbaum Pardo reste la favorite des sondages et dispose d'une avance de 14%.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Le secteur financier a été animé cette semaine par une hausse des taux inattendue, en particulier suite à la publication du CPI allemand à 2,8% sur douze mois glissants. Le taux 10 ans allemand a gagné 10 points de base au cours de la semaine écoulée et atteint désormais 2,66%. Son homologue américain repasse au-dessus de 4,5% pour s'établir à 4,55%. Le marché continue cependant d'anticiper, avec certitude, une baisse des taux de la BCE lors de la prochaine réunion de juin. A contrario la première baisse outre-Atlantique est désormais prévue en fin d'année entre novembre et décembre.

Rien de véritablement nouveau sur le crédit avec des primes toujours soutenues sur des niveaux de moyenne basse à 105 points de base sur l'Investment Grade et 325 points de base sur le High Yield. Le rendement global se situe à 4% pour les notations de bonne qualité et à 6,60% pour le haut rendement, et reste vecteur de flux sur la classe d'actifs.

La semaine était plutôt calme sur le marché primaire en raison de la fermeture des marchés américain et londonien lundi dernier. Toutefois, certaines émissions notables dans le High Yield ont été réalisées, notamment par **Burger King** 2030 et **Bité Telecom** 2031. A l'heure actuelle, environ 40 milliards d'euros de titres à haut rendement ont trouvé preneur en Europe depuis le début de l'année, soit déjà près des deux tiers des échéances de 2025. Cela démontre l'efficacité du refinancement des entreprises pour écarter les craintes de défaut et les inquiétudes concernant le mur de maturité.

Au cours de la semaine écoulée, les taux sont repartis à la hausse, pénalisant le segment de l'Investment Grade qui a perdu 0,15% pour s'établir à -0,25% depuis le début de l'année. A noter cependant que les primes auront tout de même joué un véritable effet amortisseur sur la l'Investment Grade sur l'année car les taux seuls (indice souverain) en comparaison perdent près de 2,4% YTD. Plus court en sensibilité et porté par la bonne tenue des primes, le haut rendement s'inscrit dans le vert à 0,05% et reste un excellent performeur avec 2,60% depuis le début de l'année.

CONVERTIBLES

Le marché des obligations convertibles affiche une performance légèrement négative sur la semaine à l'image des actifs risqués

Aux Etats-Unis, l'action de la biotech **Insméd** a progressé de plus de 100% grâce aux résultats très positifs contre la brochectasie non-kystique qui ouvre la voie à l'homologation de son traitement du brensocatib. L'obligation convertible 0,75% 2028 gagne plus de 60% sur la semaine.

En Europe, le fonds d'investissement **Brookfield Asset Management** est entré en négociation exclusive avec les principaux actionnaires du producteur d'énergie renouvelable **Neoen** pour l'acquisition de leurs participations de 53,32% au prix de 39,85 euros par action, soit une prime de 26,9% et réalisera ensuite une Offre Publique d'Achat obligatoire sur le reste du capital. Le conseil d'administration de **Neoen** a accueilli favorablement l'offre. Lors de l'OPA, **Brookfield** rachètera les obligations convertibles au prix de 48,13 euros pour l'obligation 2025 et au prix de 101,086 euros pour l'obligation 2027.

Le marché primaire est resté dynamique avec une activité principalement concentrée aux Etats Unis. Nous mentionnerons la nouvelle obligation convertible de la part de **Microchip Technology** pour un montant de plus d'un milliard de dollars échéance 2030 avec un coupon de 0,75% et une prime de 27,5%.

Enfin, le groupe **Safran** a annoncé le remboursement anticipé de l'obligation convertible 0,875% 2027 sachant que les porteurs conservent la possibilité d'exercer leur droit de conversion jusqu'au 19 juin 2024.

Achevé de rédiger le 31/05/2024

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 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