



EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT

FLASH MARCHÉS : CYCLOPE OU LA TENTATION DE L'ANGLE UNIQUE

- Le rebond des actifs risqués après les tensions au Moyen-Orient relève avant tout d'un repositionnement technique plutôt que d'une amélioration fondamentale. Il illustre un réflexe de marché devenu quasi pavlovien : racheter systématiquement les phases de repli.
- Derrière la hausse des indices, les fondamentaux se dégradent, notamment sous l'effet d'un choc énergétique durable qui pénalise surtout l'Europe et l'Asie. Ce décalage entre marchés financiers et économie réelle est une source majeure de fragilité, les investisseurs ne regardant plus qu'un horizon de rebond.
- Le cycle se poursuivant, rester exposé aux actifs risqués ne relève pas d'un optimisme excessif mais d'un constat pragmatique. Cette exposition doit toutefois s'accompagner d'une vigilance accrue, d'une sélectivité renforcée, et d'un biais plus marqué en faveur des États-Unis et de la Chine.

Les dernières semaines ont renoué avec une mécanique bien connue des investisseurs : celle d'un balancier oscillant entre excès de crainte et soulagement précipité. Après un épisode de tensions géopolitiques aiguës au Moyen-Orient, les actifs risqués ont rebondi avec une vigueur et une rapidité qui surpassent les statistiques habituelles. L'intensité du mouvement, concentrée sur quelques séances, rappelle moins une réévaluation fondamentale qu'un repositionnement technique, alimenté par des flux de rachat et une sous-exposition initiale des fonds d'investissement.

Cette réaction traduit un comportement dit « *finance behaviour* » désormais ancré : celle d'une capacité des marchés à absorber rapidement les chocs, quels qu'ils soient et à racheter systématiquement durant les phases de repli. De la pandémie aux tensions commerciales, en passant par les crises énergétiques, chaque épisode a renforcé l'idée d'un retour rapide à la normale. Mais cette lecture, devenue quasi-pavlovienne, tend aujourd'hui à masquer une réalité plus contrastée.

Car derrière le rebond des indices, les fondamentaux économiques se sont, eux, progressivement dégradés. Le choc énergétique en cours ne se résorbe pas, bien au contraire, il se diffuse dans les économies les plus dépendantes, en particulier en Europe et en Asie, où la hausse prolongée des prix du gaz et des matières premières pèsera directement sur la croissance et sur les marges des entreprises. Ce décalage entre la dynamique des marchés financiers et celle de l'économie réelle constitue sans doute la principale fragilité du régime de marché actuel, comme si les investisseurs, à l'image d'un cyclope, ne regardaient le monde qu'à travers un seul prisme, en écrasant la complexité du réel.

Dans ce contexte, fin mars, nous avons ainsi choisi de réallouer progressivement nos portefeuilles vers les actifs risqués (actions et crédit), considérant que le marché surinterprétait un scénario de crise durable. Nonobstant cette faculté du marché « à voir à travers », il serait tout aussi imprudent aujourd'hui de se laisser emporter par l'euphorie. Le rebond actuel n'est pas une validation du scénario optimiste mais reflète la dématérialisation du risque extrême de destructions de capacités de production pétrolières. C'est bien cela qui a poussé les volatilités actions à la baisse et entretenu le rally des marchés.

Si le cycle global ne semble pas remis en cause à ce stade, il en va différemment de la hiérarchie entre les grandes zones économiques. Les États-Unis apparaissent aujourd'hui comme les principaux bénéficiaires relatifs de cet environnement, portés par leur indépendance énergétique, la résilience de leur demande interne et la dynamique toujours soutenue de l'investissement technologique, notamment autour de l'intelligence artificielle. La Chine, malgré un ralentissement structurel, conserve des marges d'ajustement importantes grâce à son pilotage étatique et à une moindre exposition directe au choc énergétique. À l'inverse, l'Europe et le Japon cumulent les vulnérabilités : dépendance aux importations d'énergie, contraintes budgétaires et marges de manœuvre monétaires plus limitées. Cette divergence n'est pas conjoncturelle ; elle redessine progressivement la carte des gagnants et des perdants dans un monde plus fragmenté.

Pour l'avenir, nous relevons trois fissures potentielles. Primo, le choc énergétique, d'une ampleur exceptionnelle, pourrait s'inscrire dans la durée. Tant que les flux restent perturbés et que les capacités d'ajustement demeurent limitées, les tensions sur les prix de l'énergie continueront d'alimenter l'inflation et d'éroder le pouvoir d'achat. Deuxio, la montée du levier et des fragilités financières constitue un second point d'attention. Dans un contexte de taux plus élevés, la soutenabilité de la dette - publique comme privée - devient plus sensible, tandis que certaines poches du crédit privé US pourraient amplifier un éventuel choc. Tertio, la concentration sectorielle accentue le risque de déséquilibre. La dépendance croissante des indices actions à un nombre restreint de secteurs, en particulier la technologie et l'intelligence artificielle, nourrit une dynamique où la croissance ne se diffuse plus de manière homogène, au risque de renforcer une économie en « K » comme reflété dans la publication des résultats trimestriels.

Dans ce contexte, l'impression de stabilité qui émane des marchés apparaît en grande partie illusoire. Elle repose sur l'hypothèse d'un choc transitoire et d'un soutien durable des banques centrales, alors même que les déséquilibres énergétiques, budgétaires et financiers persistent et se déplacent.

Rester exposé aux actifs risqués ne relève donc pas d'un optimisme excessif, mais d'un constat pragmatique : le cycle se poursuit. Toutefois, cette exposition doit désormais s'accompagner d'une vigilance accrue et d'une sélectivité renforcée, avec davantage d'investissements aux États-Unis et en Chine qu'en Europe ou au Japon. Le crédit reste un actif de référence, qu'il s'agisse de l'*Investment Grade*, de la dette hybride ou de la dette *High Yield* au sens large (européenne et émergente), ainsi que des dettes financières subordonnées.

ACTIONS EUROPÉENNES

Cette semaine, les marchés actions européens ont évolué dans un contexte toujours marqué par l'incertitude autour du conflit au Moyen-Orient et par une saison de résultats désormais

bien engagée. Sur le plan géopolitique, l'espoir de désescalade a rapidement laissé place à un risque d'enlisement dans un contexte de faibles avancées sur la reprise des négociations, de durcissement du ton américain et de maintien du blocus dans le détroit d'Ormuz. Cette séquence a poussé le Brent au-delà de 100 \$/b et renchérit le gaz européen, ravivant le risque inflationniste pour la zone euro, même si les contraintes économiques croissantes continuent de plaider pour un scénario de désescalade graduelle plutôt que pour un choc de rupture.

Sur le plan macroéconomique, les indicateurs d'activité PMI du mois d'avril en zone euro sont ressortis en deçà des attentes, notamment les services en Allemagne, reflétant à la fois la montée des inquiétudes des entreprises et les tensions inflationnistes liées à la situation au Moyen-Orient.

Sur le plan microéconomique, les investisseurs ont suivi avec attention une saison de résultats désormais entrée dans une phase d'accélération. Dans le luxe, les résultats ont été bien orientés : **L'Oréal** a publié un excellent premier trimestre, porté par la reprise en Chine et la bonne dynamique de ses divisions clés, tandis que **Moncler** a fait état de ventes solides, soutenues par la vigueur de la zone asiatique. Dans l'agroalimentaire, **Danone** et **Nestlé** ont délivré des résultats conformes aux attentes, avec pour Danone une bonne surprise sur la nutrition spécialisée en Asie, en croissance organique supérieure au consensus malgré les campagnes de rappel sur le lait infantile. Par ailleurs, les valeurs exposées à l'IA et aux semi-conducteurs demeurent également bien orientées : **STMicroelectronics** a confirmé le rôle clé des puces destinées aux centres de données, **Dassault Systèmes** a rassuré avec ses résultats et fait état d'un « tournant décisif » quant au développement de l'IA en passant à une phase d'industrialisation à grande échelle, tandis qu'**ASMI** a publié des résultats meilleurs qu'attendu et anticipe la poursuite de la dynamique. **ABB** a, de son côté, relevé ses prévisions après la publication d'un premier trimestre supérieur aux attentes, porté par la demande des produits d'électrification pour les *data centers*. Le secteur de la défense et de l'aéronautique demeure bien orienté, soutenu par un environnement géopolitique durablement plus tendu : **Saab**, **Safran** et **Thales** ont confirmé une bonne dynamique opérationnelle, avec une croissance soutenue dans la défense et des objectifs 2026 réitérés, même si Thales a alerté sur la persistance de contraintes dans la chaîne de fournisseurs. À l'inverse, certains groupes commencent à communiquer plus clairement sur les impacts du conflit au Moyen-Orient, à l'instar de **Reckitt** ou **Heineken**. Enfin, le tableau est resté contrasté dans la santé, avec **Biomerieux** et **Roche** pénalisés par des publications en deçà des attentes, tandis que **Sanofi** a présenté des résultats solides, toujours portés par Dupixent.

ACTIONS AMÉRICAINES

Sur la semaine, les actions américaines ont enregistré un léger repli après leur récent rebond. Le S&P 500 a reculé de 0,25 %, le Nasdaq Composite de 0,12 % et le Russell 2000 de 0,06 %.

Sur le plan macroéconomique et monétaire, les données restent globalement favorables aux actifs risqués. Les ventes au détail ressortent nettement au-dessus des attentes, confirmant la bonne tenue de la consommation, tandis que les statistiques continuent de refléter un marché du travail solide, sans signe de rupture. Les promesses de vente de logements se redressent, malgré un environnement de taux encore élevé. Les indices PMI surprennent positivement, en particulier le secteur manufacturier qui affiche sa plus forte progression des nouvelles commandes depuis 2022, alors que les services restent en territoire d'expansion. La Fed est en période de *blackout* avant sa réunion de début mai, et Kevin Warsh est resté très prudent lors de son audition au Congrès, sans s'avancer sur les prochaines décisions de taux.

Concernant les performances sectorielles, l'énergie (+3,47 %) domine largement. Il bénéficie de la hausse des cours du brut, d'un discours plus constructif des parapétrolières et d'une bonne visibilité sur les capex, illustrée par des publications solides comme pour **Halliburton** ou **Patterson-UTI** qui confirment un début de reprise de l'activité dans le schiste américain : la demande en forages onshore repart, surtout du côté des opérateurs privés, avec davantage de *rigs* en service, une légère hausse des *dayrates* et une activité attendue en hausse au second semestre 2026. Le secteur des technologies de l'information (+0,61 %) surperforme également, porté par le regain de la thématique IA / datacenters. Les semi-conducteurs enchaînent une série record de séances de hausse et des résultats comme ceux de **Texas Instruments** confortent l'idée d'une demande robuste dans les segments *datacenter* et industriel. En revanche, le *software* termine la semaine plus difficilement, avec des prises de bénéfices marquées sur certains dossiers après un fort rebond, notamment **ServiceNow**, fortement sanctionné après sa publication, tandis qu'**Adobe** est mieux orienté grâce à l'annonce d'un important programme de rachat d'actions. Les valeurs liées à la cybersécurité ou à l'identité numérique comme **CrowdStrike** ou **Okta** bénéficient d'un discours toujours très positif sur l'IA. Le secteur industriel (+0,32 %) tire parti du mouvement de rotation vers les cycliques de qualité : **United Rentals** surprend positivement par la vigueur de ses perspectives de croissance et de marges, alors que des groupes comme **Dover** profitent d'une amélioration de leurs carnets de commandes dans les équipements et l'instrumentation.

À l'inverse, plusieurs secteurs restent en retrait. La santé (-1,74 %) recule sur la semaine, avec de fortes divergences en fonction des segments. Du côté des assureurs, les publications d'**UnitedHealth** et **Molina Healthcare** sont bien accueillies ; les deux groupes surprennent positivement sur leurs ratios médicaux et confirment leurs objectifs, ce qui soutient la thématique *managed care*. En médecine de précision et dispositifs médicaux, des valeurs comme **Boston Scientific** et **Intuitive Surgical** publient des résultats solides, portés par la bonne dynamique des procédures. En revanche, plusieurs grands noms plus exposés aux outils, diagnostics et pharma pèsent sur le secteur : **Thermo Fisher** recule après l'annonce d'une croissance organique jugée décevante dans certains segments, tandis que des inquiétudes persistent autour des modèles de remboursement (notamment sur l'obésité et les GLP-1), ce qui limite l'appétit des investisseurs pour l'ensemble du secteur. Le secteur financier (-1,25 %) recule également, sous l'effet de déceptions ponctuelles sur les marges d'intérêt et la dynamique des dépôts dans certaines banques régionales comme **Zions** ou **BankUnited**, ainsi que de nouvelles spécificités défavorables sur des assureurs tels que **Prudential**. Les secteurs des services de communication (-1,64 %) et de la consommation discrétionnaire (-1,63 %) souffrent d'un environnement plus volatil pour les plateformes, les médias et les valeurs de consommation cyclique : **Meta** et **Snap** sont pénalisées par les préoccupations autour des coûts et de la gouvernance, tandis que **Lululemon** et **Tesla** reflètent une sensibilité accrue aux attentes de croissance et aux annonces stratégiques. Le secteur des biens de consommation de base (+1,59 %) affiche quant à lui une bonne tenue, soutenu par des publications rassurantes sur la croissance organique et les marges chez des acteurs comme **Keurig Dr Pepper** ou **Philip Morris**, et par un repositionnement partiel des investisseurs vers des profils plus défensifs.

MARCHÉS ÉMERGENTS

L'indice MSCI EM a progressé de 0,14 % en USD cette semaine. La Corée et Taïwan ont enregistré des hausses de 3,48 % et 3,21 %. Le Mexique, l'Inde, le Brésil et la Chine ont quant à eux reculé de 2,63 %, 2,14 %, 2,02 % et 1,85 %.

En **Chine**, les autorités ont maintenu le taux LPR inchangé, comme prévu. Le PIB de Shanghai a atteint 198,24 Mds \$ au premier trimestre, en hausse de 5,9 %. **DeepSeek** est en pourparlers pour lever au moins 300 M\$ à une valorisation d'au moins 10 Mds \$ et a déployé des versions préliminaires de ses modèles d'IA V4 Flash et V4 Pro. **New Oriental Education** a annoncé un chiffre d'affaires net en hausse de 20 %. À l'inverse, les résultats 2025 de **Naura Tach** ont déçu en raison de la baisse des marges des activités non stratégiques et de la hausse des dépenses de R&D.

En **Corée du Sud**, le PIB du premier trimestre a progressé de 3,6 %, nettement au-delà de l'estimation de 2,6 %. **SK Hynix** a annoncé un bénéfice multiplié par cinq au premier trimestre, atteignant un record de 27,28 Mds \$.

À **Taïwan**, les commandes à l'exportation ont bondi de 66 % en mars, soit leur rythme de croissance le plus rapide depuis 2010, et largement au-dessus des attentes (44 %). Le régulateur financier prévoit d'assouplir la limite d'exposition des fonds à une seule action : les fonds actions locaux et les ETF actifs pourront détenir jusqu'à 25 % de leurs actifs nets dans toute société cotée dont la pondération dépasse 10 % à la Bourse de Taïwan.

En **Inde**, la production des principaux secteurs industriels a reculé de 0,4 % en mars, contre 2,3 % précédemment. La participation a atteint près de 92 % lors de la première phase des élections législatives au Bengale occidental. Au quatrième trimestre, le bénéfice net d'**ICICI Bank** a progressé de 8,5 %, au-delà des prévisions, avec une accélération de la croissance des prêts à 16 %. Les résultats trimestriels de la banque **HDFC** sont conformes aux attentes, la direction mettant désormais l'accent sur l'amélioration du ROA. En revanche, la plupart des grandes sociétés de services informatiques ont manqué les attentes pour le quatrième trimestre de l'exercice 2026 et publié des prévisions prudentes.

Au **Mexique**, l'IPC bihebdomadaire d'avril a augmenté de 4,53 %, en ligne avec les estimations. **Banorte** a fait état d'une hausse de 10 % de son revenu net d'intérêts au premier trimestre ; la progression des provisions a été compensée par de meilleures performances opérationnelles, et la direction anticipe une amélioration des tendances. **Vesta** a publié des résultats solides, avec des revenus locatifs en hausse de 13 % sur un an, portés par la bonne dynamique à Monterrey, tandis que le taux d'occupation est resté stable à 89,7 %.

Au **Brésil**, le gouvernement demande au Congrès l'autorisation d'utiliser les recettes pétrolières exceptionnelles pour réduire les taxes sur les carburants tels que l'essence, le diesel, l'éthanol et le biodiesel. Le gouvernement s'est également mis d'accord avec les distributeurs de carburant pour maintenir le prix maximal du diesel à 28 pesos le litre. La société colombienne **Ecopetrol** a signé un accord en vue d'acquérir une participation de 26 % dans la société pétrolière brésilienne **Brava Energia**, avec l'intention d'en obtenir le contrôle. La direction de **Banco do Brasil** a réitéré ses prévisions pour 2026, tablant sur un rendement des capitaux propres (ROE) compris entre 10 % et 15 % et un bénéfice compris entre 22 et 26 milliards de réaux, ce qui implique une croissance de 6 % à 26 % en glissement annuel. La qualité du crédit dans le secteur agroalimentaire s'améliore légèrement.

DETTES D'ENTREPRISES

Cette semaine, les marchés du crédit ont affiché des performances contrastées. L'Investment Grade en euro recule de 0,38 %, pénalisé par la remontée des taux souverains, avec un Bund 10 ans en hausse de 8 pb, repassant au-dessus de 3 %. À l'inverse, les CoCos restent quasi stables à +0,01 %, tout comme le High Yield en euro à +0,02 %, traduisant une certaine résilience

du segment malgré l'élargissement des primes de risque. L'indice Crossover s'écarte de 17 pb pour atteindre 292 pb, tout en demeurant nettement en deçà des niveaux de stress observés fin mars (360 pb).

Sur le marché primaire, quelques émissions seniors ont été réalisées du côté des financières. On note également les émissions d'**Amprion**, **Abertis**, **Var Energi** et **Grand City** sur le segment des hybrides.

Trois opérations sont venues animer le marché du High Yield en euro : **TDC Brands** (fournisseur danois de services numériques) a refinancé une partie de sa dette existante à hauteur de 550 M€ (coupon 8 %, échéance 2031) ; **Lottomatica** (jeux en Italie) a refinancé sa dette à taux variable via une tranche à taux fixe de 765 M€ (coupon 4,625 %, échéance 2032), enfin, **Kiloutou** (location de matériel de chantier) a étendu la maturité de sa dette en émettant une tranche à taux fixe de 350 M€ (coupon 5,125 %, échéance 2032) et une tranche à taux variable de 450 M€ (coupon Euribor +300 pb, échéance 2033).

Achévé de rédiger le 24/04/2026.

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.
- 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).
- CTA : stratégie quantitative qui investit principalement via des contrats à terme (futures) dans une vaste palette d'actifs financiers : Indices Actions, Taux Courts, Taux Longs, Devises, Matières Premières
- 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.
- Les AT1 font partie d'une famille de titres de capital bancaire connus sous le nom de convertibles contingents ou « Cocos ». Convertibles parce qu'elles peuvent être converties d'obligations en actions (ou dépréciées entièrement) et contingentes parce que cette conversion ne se produit que si certaines conditions sont remplies, comme la solidité du capital de la banque émettrice tombant en dessous d'un seuil de déclenchement prédéterminé.
- Les RT1 : souches obligataires perpétuelles avec un rappel anticipé possible à 10 ans. Le paiement des coupons est discrétionnaire et non cumulatif.

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