



FLASH MARCHÉS : PHASE DE TRANSITION

- *Nous pensons toujours que la désinflation va se poursuivre du fait du ralentissement économique, d'une normalisation du marché immobilier, d'une détente du marché de l'emploi et d'un moindre soutien budgétaire.*
- *En pratique, la BCE veut poursuivre la réduction de son bilan et mieux maîtriser la circulation des liquidités.*
- *Dans ce contexte, nous restons investis sur les actifs risqués, notamment les actions US et européennes, sous exposés au dollar, et conservons notre préférence pour le rendement offert sur les marchés de taux.*

On note davantage de signaux de ralentissement économique outre-Atlantique, avec des ventes au détail qui surprennent à la baisse, notamment la composante « control group » et la dégradation de l'indice de confiance NFIB des petites entreprises. Le consommateur américain montre des signes d'essoufflement, même si le marché de l'emploi résiste bien pour le moment. En revanche, les derniers chiffres d'inflation sont moins convaincants, avec une inflation noyau dur en hausse de 0,4% en février, toujours tirée par les services, ainsi qu'une petite remontée des prix à la production.

Cela ne remet pas en cause le mouvement tendanciel de désinflation, mais ralentit la cadence potentielle de baisse des taux directeurs. Ainsi, les taux à 10 ans américains progressent de 15 bps sur la semaine, tandis que les marchés actions se stabilisent sur leurs points hauts. Nous pensons toujours que la désinflation va se poursuivre, du fait du ralentissement économique, d'une normalisation du marché immobilier, d'une détente du marché de l'emploi et d'un moindre soutien budgétaire.

De son côté, la BCE a communiqué sur le long processus de revue de sa politique monétaire. De ces mesures très techniques, on retiendra surtout la réduction de l'écart de rémunération entre ses taux directeurs dès le 18 septembre, et un pilotage en douceur des réserves des banques commerciales. En pratique, la BCE veut poursuivre la réduction de son bilan, et mieux maîtriser la circulation des liquidités.

Au Japon, les premiers résultats sur les négociations salariales affichent des progressions de plus de 5% sur un an, soit plus du double du niveau moyen de ces trente dernières années. Cela devrait conforter la Banque du Japon de mettre enfin un terme à sa politique de taux négatifs, à contre-courant des autres banques centrales. Ces perspectives alimentent la hausse du Yen et créent de la volatilité sur la bourse nippone.

En Chine, la récente hausse du CPI à 0,7% suscite l'espoir d'une fin de la déflation, même si elle provient en partie du rebond de la consommation pendant les vacances du nouvel an lunaire.

Dans ce contexte, nous restons investis sur les actifs risqués, notamment les actions US et européennes, sous exposés au dollar, et conservons notre préférence pour le rendement offert sur les marchés de taux. Cette surexposition sur la duration, principalement européenne, nous paraît attractive suite à l'ajustement à la baisse du scénario de croissance/inflation de la BCE.

ACTIONS EUROPÉENNES

Dans la continuité de la semaine précédente, les marchés ressortent une nouvelle fois en hausse sur la semaine. Le mouvement haussier sur les taux ainsi que l'incertitude liée aux débats entre les membres dovish et hawkish de la BCE ne semble ne pas avoir influencé outre mesure les marchés actions dont le catalyseur principal reste la saison de résultats toujours en cours avec plus de 70% des entreprises ayant publié dorénavant. Il est intéressant de noter que si en absolu les résultats s'avèrent relativement décevants (44% des entreprises ont dépassé les attentes sur les BPA, vs 53% en moyenne sur ces dernières années), entraînant par ailleurs des révisions baissières des consensus, les réactions boursières s'avèrent positives avec une surperformance importante constatée au lendemain de leur publication.

D'un point de vue sectoriel, on notera la surperformance du secteur de la distribution spécialisée portée par quelques acteurs comme **Inditex** (qui porte plus largement l'IBEX35 à la hausse) et **Zalando** qui annonce une forte hausse de ses niveaux de marges. Les banques ressortent également en nette augmentation, on peut citer **BNP Paribas** qui après avoir été plusieurs fois sanctionné en bourse ces derniers mois aura rassuré les investisseurs suite au relèvement de son objectif d'économies et la perspective d'un retour aux actionnaires cumulé de 20 milliards sur les 3 prochaines années. Le secteur de l'énergie ressort également en nette hausse suite à l'augmentation du prix du Brent sur fonds de regain de tensions géopolitiques lié au conflit en Ukraine. En bas de peloton on retrouvera naturellement l'immobilier, impacté par le mouvement haussier sur les taux, ainsi que la technologie.

Plus en détail, **Inditex** publie un résultat 2023/2024 en ligne avec le consensus à 35,95 milliards (soit +10,4%), l'EBITDA lui ressort à 9,85 milliards (+13,9%) vs 9,83 milliards attendus. Un dividende de 1,54 euro sera proposé au vote des actionnaires, contre 1,57 euro attendu, preuve que de bons résultats, même si parfaitement en ligne avec les attentes sont particulièrement bien accueillis dans le contexte actuel.

Enfin le secteur de l'automobile se montre plus en difficulté, en témoigne le groupe **Volkswagen** qui se retrouve sanctionné en ayant indiqué que ses bonnes performances de 2023 seront difficilement répliquables en 2024, compte tenu d'une baisse de la demande et d'une concurrence féroce des chinois. **BMW** fait passer le même message, mettant en avant des coûts de production plus élevés conjugués à des prix de vente sous pression en raison de la concurrence.

ACTIONS AMÉRICAINES

Ce fut une semaine relativement calme sur les marchés américains, malgré la publication de deux données économiques majeures concernant l'inflation : le CPI et le PPI, parus tous les deux au-dessus des attentes, de +10bps et +30bps respectivement (en glissement mensuel). De plus, les ventes de détail ont aussi été décevantes et compliquent le scénario sur l'évolution des taux.

Malgré ces données contrariantes concernant la trajectoire du processus de désinflation, le S&P500 affiche un gain de +0,63%, tiré à la hausse par le secteur de l'énergie notamment. Ce dernier réalise l'une de ses meilleures performances depuis le début de l'année, s'appréciant de +3,54% sur la semaine, globalement en ligne avec la hausse du Brent.

Deux entreprises importantes au sein de la tech ont publié leurs résultats en décalé cette semaine. Le géant **Oracle** continue dans sa bonne tendance et confirme ses prévisions à

horizon 2026, grâce à la forte demande dans sa partie cloud, motivée par les dépenses liées à l'IA. En revanche, **Adobe** corrige malgré des résultats convenables : les investisseurs s'attendaient à un relèvement des prévisions pour 2024, qui n'a pas eu lieu.

Du côté de la consommation, **William Sonoma** bondit en bourse grâce à un très bon T4, et annonce une hausse du dividende, accompagnée d'un plan de rachat d'actions pour 1 milliard de dollars.

La crise de **Boeing** continue, et affecte les résultats des compagnies aériennes américaines : **Southwest Airlines** abaisse ses prévisions pour la deuxième moitié de l'année, suite aux délais supplémentaires concernant la livraison d'avions. **American Airlines** abaisse ses prévisions en bénéfices pour le T1, mais maintient son résultat prévu pour l'année complète.

Les réseaux sociaux ont connu une semaine mouvementée sur le plan légal : lundi, Donald Trump laissait entendre qu'il pourrait réguler **Meta** s'il retournait au pouvoir. Mercredi, la Chambre des représentants a adopté une proposition de loi prévoyant l'interdiction de **TikTok** si celui-ci ne rompt pas ses relations avec **ByteDance**, sa société mère chinoise. Sur cette même thématique, nous suivrons avec attention l'IPO du réseau social **Reddit**, attendue jeudi prochain.

ACTIONS JAPONAISES

Les indices NIKKEI 225 et TOPIX ont cédé 2,00% et 2,09%, respectivement. Le NIKKEI 225 a oscillé entre 38 800 et 39 600 points, mais dans une tendance baissière. La semaine dernière, l'ambiance était à la fête sur le marché, le NIKKEI 225 ayant dépassé pour la toute première fois le seuil des 40 000 points. Mais cette semaine, le marché actions a consolidé en raison des tensions régnant parmi les investisseurs. Le marché a intégré l'abandon potentiel des taux d'intérêt négatifs par la Banque du Japon lors de sa réunion de politique monétaire des 18 et 19 mars. Lors des négociations salariales du printemps, les syndicats ont réussi à obtenir de fortes hausses des salaires. Les conditions sont désormais réunies pour que la Banque du Japon modifie radicalement sa politique d'assouplissement monétaire. Les trois principaux facteurs à l'origine de la hausse du NIKKEI 225 sont les suivants : les cours élevés des actions aux États-Unis, la dépréciation du yen, et la politique d'assouplissement monétaire de la Banque du Japon. En outre, le rééquilibrage des portefeuilles des investisseurs institutionnels en fin de trimestre pourrait exercer des pressions sur le marché.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY est restée aux alentours de 147 yens cette semaine mais a touché 148,30 le 14 mars. Aucun mouvement majeur n'a été observé car les investisseurs ont préféré attendre la décision monétaire de la Banque du Japon la semaine prochaine, et aucun signe ne laisse présager une appréciation du yen.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM (en USD) a progressé de 1,21% cette semaine (à la clôture des marchés jeudi) et a ainsi surperformé les marchés développés, dans le sillage du bond de 4,31% de la **Chine**. Le marché coréen a gagné 1,09%. **Taïwan** et le **Brésil** ont clôturé la semaine sur des niveaux quasiment inchangés. L'**Inde** a quant à elle sous-performé, avec un repli de 2,3% sur la semaine.

En **Chine**, l'IPC a dépassé les attentes en s'établissant à 0,7% (contre -0,8% en février), tandis que l'IPP a été légèrement inférieur aux anticipations, à -2,7%. Le Conseil d'État a publié un plan d'action visant à promouvoir un renouvellement massif des équipements et un système

de reprise des biens de consommation. Les villes de Hangzhou et de Guangzhou ont encore assoupli leur politique immobilière, tandis que **China Vanke** serait en pourparlers avec des banques pour un échange de dettes, qui lui éviterait le premier défaut de son histoire sur une obligation. La **Chine** a proposé de lever les droits de douane élevés sur le vin australien, ce qui pourrait mettre fin à un différend commercial qui dure depuis trois ans, alors que les deux pays cherchent à renforcer leurs liens. La Chambre des représentants des États-Unis a adopté un projet de loi qui imposerait des ventes forcées d'actifs à **TikTok** ou une interdiction totale aux **États-Unis**. Le groupe **Wuxi Biotech** n'est plus membre de la **BIO** (Biotechnology Innovation Organization), cette dernière ayant annoncé qu'elle soutiendrait une législation restreignant les activités de **Wuxi AppTec** aux **États-Unis**. **Li Ning** envisagerait une sortie de la cote. **BYD** prévoit de construire une usine de véhicules électriques au **Mexique**. Selon **Kanzhun**, la plateforme chinoise de recrutement en ligne, l'activité devrait bien se tenir au printemps, ce qui laisse augurer un rebond de la dynamique de l'offre et de la demande en matière de recrutement.

À **Hong Kong**, **Samsonite** a publié des résultats conformes aux attentes au quatrième trimestre 2023. La société a annoncé le versement d'un nouveau dividende et a revu à la hausse ses prévisions pour 2024, grâce à l'impact de la vigueur du tourisme en Asie sur ses perspectives. En **Corée**, les actionnaires de **Samsung C&T** ont rejeté les propositions de fonds activistes qui souhaitaient une augmentation du dividende et des rachats d'actions.

En **Inde**, le gouvernement a signé un pacte de libre-échange avec quatre pays européens qui permettra d'investir 100 milliards de dollars dans le pays sur une période de 15 ans et de créer un million d'emplois. L'inflation de l'IPC est restée stable à 5,1% en février, tandis que l'inflation sous-jacente est retombée à son plus bas niveau depuis 2012. Le Conseil des ministres a validé l'ouverture de deux lignes supplémentaires dans le métro de Delhi. Le ministère a annoncé un nouveau programme visant à promouvoir la mobilité électrique dans le pays. **Tata Motors** va ouvrir une usine de construction de véhicules d'une valeur de 1,1 milliard de dollars dans le sud de l'**Inde**. **Paytm** a obtenu l'autorisation de devenir une plateforme de paiement numérique grand public, ce qui permet à la fintech - actuellement en difficulté - de poursuivre une grande partie de ses activités, même si sa filiale bancaire est en cours de liquidation.

Au **Brésil**, un projet de loi visant à renforcer la réglementation anti-corruption dans le secteur privé est désormais arrivé au Congrès. Le gouvernement a annoncé 10 milliards de BRL d'investissements dans le port de **Santos**. **Natura** a publié des résultats supérieurs aux attentes, grâce à l'augmentation de sa marge d'excédent brut d'exploitation (Ebitda). **Lojas Renner** a également fait état d'une amélioration des tendances dans le secteur du commerce de détail, mais son activité crédit éprouve toujours des difficultés. Les résultats d'**Eletrobras** ont été inférieurs aux attentes, en raison de provisions, essentiellement non récurrentes, plus élevées que prévu. L'entreprise cherche à réduire ses coûts.

Au **Mexique**, la production industrielle a été plus élevée que prévu en janvier. **Funo** a proposé à **Terrafina** de fusionner leurs portefeuilles dédiés à l'immobilier industriel.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Les taux repartent à la hausse cette semaine des deux côtés de l'Atlantique avec encore des indicateurs macro qui continuent de souligner la résilience de l'économie américaine comme les PPI, et les *jobless claims*. Ce matin nous atteignons quasiment les plus hauts niveaux de l'année sur le taux 10 ans US à 4,29%. Par sympathie la courbe euro se tend également de nouveau avec des attentes de baisse de taux repoussées pour juin. Le taux 2 ans prend 16bp cette semaine à 2,92%, le taux 5 ans 18bp à 2,46%, et le taux 10ans 16bp à 2,43%.

Les marchés de crédit restent très forts avec des flux massifs qui continuent de pousser les primes vers des niveaux plus bas. Le crossover s'ancre toujours à 300bp, et les primes sur les bonnes notations touchent un plus bas depuis deux ans à 110bp. Même son de cloche sur les primes de signature haut rendement dont le niveau s'établit à 335bp soit déjà 60bp plus serré que fin décembre 2023. Sur les dettes financières subordonnées, les **Coco Bancaires Euro** connaissent également une semaine très robuste avec des primes repassant sous les 600bp à 550bp.

La dynamique du marché primaire reste intacte, toujours largement sursouscrite. On notera notamment la nouvelle émission hybride de **Arkema** 4,80% pour 400 millions d'euros. Coté financière notons les émissions de **Banco BPM** (5% 2034 en Tier 2), et **Virgin Money UK** en senior (4% 2028). A noter également **Stellantis** (3,5% 2030) pour 750 millions d'euros, **Heathrow** (6,625% 2031) pour 400 millions de livres sterling, et **Elis** (3,75% 2030) pour 400 millions d'euros.

Du 7 au 14 mars, les segments obligataires ont absorbé, grâce à la vigueur du crédit, l'impact négatif des mouvements de taux. Les obligations de bonnes notations perdent seulement 0,01% et restent en territoire légèrement négatif (-0,25% YTD), alors que le haut rendement performe, en hausse de 0,41% et de 1,91% début de l'année, en raison de la très bonne tenue des primes.

CONVERTIBLES

Semaine volatile sur les marchés mondiaux des obligations convertibles, marquée par le recul de certains groupes technologiques et un rebond des valeurs énergétiques qui avaient précédemment sous-performé.

En Europe, **Zalando** s'est inscrit en forte hausse après la publication de ses résultats. Les investisseurs ont salué ses projets visant à accroître sa rentabilité et à conquérir des parts de marché, l'entreprise ayant pour objectif de couvrir à long terme l'équivalent de 15% du marché européen de la mode. Le marché primaire a encore été atone cette semaine.

Aux États-Unis, les entreprises liées aux cryptomonnaies ont été scrutées de près après les nouveaux records historiques du bitcoin. **MicroStrategy**, éditeur de logiciels d'intelligence économique qui a fortement investi dans le bitcoin, a procédé à une nouvelle émission de dette convertible qui devrait lui permettre d'acheter davantage de bitcoins. **Coinbase**, la plateforme d'échange de cryptomonnaies, a émis des obligations convertibles à échéance 2030 pour un montant de 1,1 milliard de dollars. Le produit de cette émission servira à refinancer la dette convertible et ses obligations senior en circulation. Ces nouvelles opérations portent à plus de 2 milliards de dollars les nouvelles émissions réalisées ces deux dernières semaines par des sociétés liées aux cryptomonnaies.

Plug Power, entreprise spécialisée dans les énergies renouvelables, a réussi à négocier un échange de ses obligations convertibles senior arrivant à échéance en 2025 et offrant un rendement de 3,75%. **Fisker**, constructeur de véhicules électriques, a chuté en bourse ce jeudi après avoir annoncé un manque de liquidités et le recrutement de spécialistes en restructuration.

Achevé de rédiger le 15/03/2024

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