



## FLASH MARCHÉS : LA PROBABILITE D'UNE BAISSSE DES TAUX EN MARS DIMINUE

- *Les taux souverains ont rebondi cette semaine, portés par des volumes élevés d'émissions et par des déclarations des banquiers centraux invitant à moins d'optimisme concernant l'assouplissement de leur politique monétaire.*
- *Aux États-Unis, Christophe Waller a également repoussé la nécessité pour la Fed d'abaisser rapidement et fortement ses taux directeurs en raison de la solidité de l'économie américaine et les risques de devoir faire machine arrière en assouplissant trop rapidement la politique monétaire.*
- *Dans ce contexte, nous restons investis sur les actifs risqués, sous-exposés au dollar, et conservons notre préférence pour le rendement offert sur les marchés de taux.*

Alors que la moitié de la planète devra se rendre aux urnes cette année, Taiwan a ouvert le bal en portant samedi à sa tête le candidat favorable à l'autonomie du pays du Parti démocrate progressiste (DPP), parti au pouvoir depuis 2016. La Chine a organisé de nouvelles manœuvres militaires autour de Taïwan cette semaine.

Aux Etats-Unis, Trump a remporté le caucus en Iowa avec 51% des votes, le premier rendez-vous pour déterminer le candidat républicain qui affrontera Biden lors des élections de novembre. Le shutdown (i.e. arrêt des services gouvernementaux non essentiels) craint pour le 20 janvier sera à nouveau évité, républicains et démocrates s'étant entendus au Congrès sur un budget provisoire pour prolonger le financement de l'Etat et de ses agences jusqu'aux 1er et 8 mars.

Les taux souverains ont rebondi cette semaine, portés par des volumes élevés d'émissions et par des déclarations des banquiers centraux invitant à moins d'optimisme concernant l'assouplissement de leur politique monétaire. Les responsables de la Bundesbank et de la Banque centrale autrichienne poussent pour attendre un retour vers les cibles d'inflation avant d'amorcer les premières baisses de taux. Les marchés espéraient un assouplissement plus proactif pour éviter un ralentissement trop marqué de l'économie européenne, alors que l'Allemagne voit sa contraction du PIB confirmée au 3ème trimestre.

Aux États-Unis, Christophe Waller, a également repoussé la nécessité pour la Fed d'abaisser rapidement et fortement ses taux directeurs en raison de la solidité de l'économie américaine et les risques de devoir faire machine arrière en assouplissant trop rapidement la politique monétaire. Il réitère la nécessité de s'en remettre aux publications macroéconomiques pour déterminer la politique monétaire.

Or les données d'enquêtes sont mitigées, avec une publication très alarmiste du côté de la Fed de New York mais une publication plus encourageante du côté de la Fed de Philadelphia. En revanche, les chiffres des ventes au détail, de la production industrielle et des inscriptions hebdomadaires au chômage attestent d'une économie américaine

**résiliente. Les marchés de taux montrent désormais une probabilité de baisse des taux directeurs en mars de seulement 50% alors qu'elle atteignait 80% la semaine précédente.**

**Dans ce contexte, nous restons investis sur les actifs risqués, sous-exposés au dollar, et conservons notre préférence pour le rendement offert sur les marchés de taux. Cette surexposition sur la durée nous paraît attractive et protectrice en phase de poursuite de la désinflation et de la montée du risque géopolitique.**

## ACTIONS EUROPÉENNES

Le marché des actions européennes clôture une semaine mitigée alors que les premiers résultats trimestriels sont communiqués par les sociétés. Le secteur des technologies a repris des couleurs notamment grâce aux annonces faites par la société de semi-conducteur taïwanaise, **TSMC**, citant l'intelligence artificielle comme un important contributeur, ce qui a entraîné ses homologues européens dans sa hausse. Le secteur de l'énergie pour sa part reste sous tension alors que les congestions portuaires s'intensifient suite aux instabilités en mer Rouge, le groupe pétrolier **Shell** a affirmé qu'il allait détourner l'ensemble de sa flotte maritime de cette route jusqu'à nouvel ordre.

Le début de l'année 2024 a été marqué par des opérations de financement et de croissance externe. C'est le cas cette semaine du groupe français d'établissements d'hébergement pour personnes âgées, **Orpéa**, qui a annoncé une augmentation de capital de 390 millions d'euros avec émission de droits dans le but de financer son plan de refondation et restaurer sa marge.

En ce qui concerne les premiers résultats de la saison, le groupe de luxe **Richemont** a rassuré le secteur en publiant de très bons résultats, faisant état d'une dynamique de ventes supérieure aux attentes au dernier trimestre notamment aux Etats-Unis et en Chine, à contrecourant des dernières tendances dans un contexte de ralentissement de l'économie chinoise.

Mais les échos résonnants dans le secteur du luxe ne sont pas uniformes, comme en témoigne le détaillant britannique de montres **Watches of Switzerland** qui a averti sur ses résultats alors que la direction prévoit des conditions macroéconomiques difficiles pour l'année. D'autres commentaires plus prudents ont été faits notamment dans le prêt-à-porter par **Hugo Boss**, qui a publié un bénéfice d'exploitation décevant pour son dernier trimestre, pour cause d'importants investissements et opérations promotionnelles afin de compenser une demande fébrile. Enfin, des réductions d'activité ont été annoncées dans le secteur automobile notamment par **Michelin** et **Stellantis**, le premier citant un manque de matières premières causé par les tensions en mer Rouge et le second un manque de demande côté véhicules électriques.

## ACTIONS AMÉRICAINES

L'activité de M&A a été mouvementée cette semaine: la fusion attendue de **JetBlue** et **Spirit Airlines** a été bloquée par le tribunal du Massachusetts en raison de l'incidence qu'elle aurait sur la concurrence ; **Spirit Airlines** envisage donc une restructuration. De même pour l'achat de **iRobot** par **Amazon**, à nouveau bloqué par un tribunal européen. Le constructeur de maisons individuelles **MDC Holdings** annonce un accord d'achat avec le Japonais **Sekisui House** pour 4,95 milliards \$ et une prime de 19%.

Les assureurs santé ont été en baisse, après les résultats de **Humana**, qui a abaissé ses prévisions de bénéfice pour 2023 en raison de frais médicaux plus élevés que prévu. Les actions de semi-conducteurs ont profité des résultats de **TSMC** qui présagent une demande forte sur 2024, tandis qu'**AMD** atteint son plus haut point depuis 2021, après une note de **Barclays** témoignant d'une forte demande pour ses puces liées à l'IA. **Super Micro Computer** bondit après que l'entreprise rehausse son BPA attendu au Q2 de plus de 20%.

Les bancaires et financières ouvrent la saison des résultats : **Schwab** publie des résultats mitigés, les BPA sont supérieurs aux attentes mais le revenu reste décevant. **Morgan Stanley** et **Goldman Sachs** dépassent les attentes en termes de revenus tandis que **Citigroup** a légèrement manqué les attentes, notamment sur les revenus générés par le trading et la division Wealth Management, malgré de forts cost cutting. Les résultats de **JP Morgan** ont atteint un record historique. Les BPAs de **Bank of America** affichent une baisse de 7%, inférieure à celle prévue, notamment en raison de dépenses opérationnelles élevées et de revenus hors crédit plus faibles que les estimations. On retient de ces publications que la qualité de crédit reste très bonne, et qu'il y a peu de cas d'augmentation de provisions.

Les minières ont été sous pression après que **Barrick Gold** ait indiqué des coûts de production plus élevés que prévu pour le T4. Les licenciements continuent : **Citi** prévoit de se séparer de 8% de son personnel, **Macy's** de 3,5% et annonce la fermeture de 5 magasins, tandis que **Google** indique que de nouvelles suppressions de postes sont à prévoir cette année. La tourmente continue pour **Boeing** : le régulateur américain indique que les immobilisations et les inspections des 737 Max 9 sont prolongées.

## ACTIONS JAPONAISES

Les indices NIKKEI 225 et TOPIX ont gagné 1,19% et 0,37%, respectivement. Dans un premier temps, ils ont continué à bénéficier d'un afflux de nouveaux capitaux, en particulier de la part d'investisseurs étrangers, qui s'attendent 1) à des bénéfices solides des entreprises japonaises, 2) à la mise en œuvre d'une réforme de la gestion des entreprises, conscientes des ratios cours/valeur comptable élevés, et 3) à un intérêt croissant des investisseurs individuels nippons avec le déploiement du nouveau programme NISA (programme d'exonération fiscale pour les investisseurs individuels) à partir du mois de janvier. Les deux indices ont fini par céder du terrain les jours suivants, les investisseurs préférant prendre leurs bénéfices en raison des inquiétudes suscitées par les records enchaînés jour après jour sur un court laps de temps.

Les secteurs du Transport maritime et de l'Exploitation minière ont progressé respectivement de 8,38% et de 2,24%. Le premier a bénéficié de l'augmentation des taux de fret des conteneurs et le second de la remontée des prix du pétrole brut, dans le sillage des tensions croissantes en mer Rouge. Le secteur du Commerce de gros a gagné 2,80% grâce à la progression des actions des sociétés de négoce après les commentaires du Directeur général de **Sumitomo Corporation** selon lesquels **Berkshire Hathaway** a renforcé de manière régulière sa participation dans les cinq plus grandes sociétés du secteur. En revanche, les secteurs du Textile/de l'Habillement et du Transport aérien ont chuté respectivement de 2,43% et de 2,01% en raison de la dépréciation du yen, qui va augmenter le coût des matières premières du premier et les dépenses en carburant du second. Le secteur Pharmaceutique a reculé de 2,24% en raison de prises de bénéfices, les valeurs défensives ayant été globalement délaissées sur fond d'appétence pour le risque.

**Mitsubishi Corp**, société de négoce généraliste, s'est envolée de 7,32% pour la raison expliquée ci-dessus. Le géant du prêt-à-porter **Fast Retailing Co., Ltd** et l'opérateur de supermarchés **Aeon Co., Ltd** ont gagné respectivement 5,93% et 5,38%, à la faveur d'une révision à la hausse de leurs prévisions de bénéfices pour 2024. Par ailleurs, **M3 Inc.**, opérateur de plateforme dans le secteur de la santé, a perdu 8,40% en raison de l'incertitude entourant le succès du rachat de **Benefit One**. Le groupe pharmaceutique **Eisai Co., Ltd.**, a cédé 7,70% pour la raison expliquée ci-dessus. **Shimano Inc.**, fabricant de composants pour vélos, a chuté de 6,02%, probablement en raison de prévisions décevantes pour 2024.

Sur le marché des changes, la parité USD/JPY a augmenté, passant d'environ 145,2, à près de 148,2, en raison de la hausse des taux d'intérêt américains. Le gouverneur de la Fed, Christopher Waller, a en effet déclaré que la Fed avait encore du temps pour assouplir sa politique monétaire, ce qui a réduit l'anticipation par le marché d'une baisse précoce des taux.

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a cédé 3,4% cette semaine (à la clôture des marchés jeudi). **L'Inde** et la **Corée** ont surperformé les autres pays, qui ont quasiment fait du surplace sur la semaine, à l'exception de la **Chine** et du **Brésil** qui ont terminé la période en territoire négatif, (-5,1% et -1,22% en USD, respectivement).

En **Chine**, la croissance du PIB au quatrième trimestre a été globalement conforme aux estimations, à 5,2%, ce qui porte sa croissance pour l'année 2023 à 5,2% en glissement annuel (contre 3,0% en 2022). La production industrielle a légèrement augmenté en décembre, passant de 6,6% en novembre à 6,8%, tandis que les ventes de détail ont été légèrement inférieures aux attentes (7,4% en glissement annuel contre 8 %). Les investissements en capital fixe ont augmenté de 3% au cours de l'année. Le taux de chômage dans les zones urbaines est ressorti à 5,1% en décembre. Quant au taux de chômage des jeunes, il s'est établi à 14,9% en décembre (hors étudiants). Les autorités vont accorder aux ressortissants suisses une exemption unilatérale de visa. Le secteur du tourisme a enregistré un essor marqué à l'approche de la Fête du printemps, avec une multiplication par plus de dix en glissement annuel des voyages à destination et en provenance de l'étranger pour la période des vacances du Nouvel An lunaire. La banque **Ping An** a publié une « liste blanche » en matière de refinancement, comprenant 41 promoteurs immobiliers appartenant à l'État, quasi publics et privés n'étant pas en difficulté financière.

À **Taïwan**, le candidat du Parti démocrate progressiste (DPP), Lai Ching-te, a été élu président, marquant ainsi la troisième victoire consécutive du parti, un record. Le gouvernement va de nouveau autoriser les voyages de groupe vers la Chine à partir du 1er mars. **TSMC** a annoncé un bénéfice net supérieur aux prévisions, grâce au succès persistant des puces de 3 nanomètres, qui dominent le secteur, et au maintien de ses prévisions d'investissement pour 2024. Elle a toutefois annoncé un nouveau retard dans la construction de son usine en Arizona (**États-Unis**) dont le prix s'élèvera à 40 milliards de dollars.

En **Inde**, l'inflation est ressortie à 5,7% en décembre, un chiffre inférieur aux attentes de 5,9%. Le gouvernement prélève actuellement un droit de douane de 50% sur les exportations de mélasse et va prolonger la baisse des droits de douane sur les importations d'huile comestible jusqu'en mars 2025. La RBI a proposé de durcir sa réglementation pour les sociétés de financement du logement et celles acceptant des dépôts du public seront soumises à un plafond supérieur. **Foxconn** et **HCL Group** vont créer une entreprise

commune d'emballage et de test de puces en Inde. La banque **HDFC** a fait état d'un trimestre mitigé, avec des résultats ajustés conformes aux prévisions, mais une croissance des dépôts inférieure aux prévisions. **Asian Paints** a annoncé un chiffre d'affaires inférieur aux attentes mais a dépassé celles relatives à son BPA grâce à une marge d'EBITDA de 22,6%, au plus haut depuis plusieurs trimestres, liée à la baisse des coûts des facteurs de production et de son levier opérationnel.

Au **Mexique**, la croissance des salaires réels reste soutenue : les salaires du secteur officiel déclarés à la sécurité sociale ont augmenté de 10,5% en glissement annuel en décembre 2023. Le salaire minimum a augmenté de 20% (depuis le 1er janvier 2024), après une forte révision à la hausse en 2023 (20%) et 2022 (22%). **Banorte** a publié des résultats contrastés, avec une croissance du BPA légèrement inférieure aux attentes (1%) ainsi qu'une marge nette d'intérêt et des créances douteuses stables en variation trimestrielle. Ses prévisions pour 2024 se sont toutefois révélées rassurantes.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

Semaine marquée par une certaine volatilité sur les taux, non pas en raison d'incertitude sur leur direction à terme, mais davantage lié au questionnement sur le timing des baisses à venir tant côté FED que BCE. Le chiffre d'inflation UK légèrement au-dessus des attentes a notamment pesé sur les taux qui ont dans l'ensemble continué à se tendre. Le taux 5 ans allemand prend près de 16bp sur la semaine passant de 2,07% vendredi à 2,25% vendredi matin, même trend constaté sur les marchés de taux USD avec le 5 ans repassant au-delà des 4% (de 3,82% à 4,04%), avec un mouvement de pentification marquée de la courbe.

Les marchés de crédit sont plutôt stables dans ce contexte avec des primes toujours autour de 135bp sur les bonnes notations alors que le segment du haut rendement subit un écartement modeste d'une dizaine de bp à 383bp après la très forte performance la semaine précédente. Sur les obligations **Coco bancaires** en Euro, les primes se stabilisent également depuis une grosse semaine autour de 635-640bp légèrement au-dessus de leur moyenne à 5 ans de 620bp.

Après deux premières semaines pléthoriques, le marché primaire est resté dynamique mais sans commune mesure en terme de volume. Coté corporate **ENEL** est sorti à 3,875% de coupon sur les deux maturités 2028 et 2035 pour un total de 1,75 milliard. À noter également la nouvelle émission hybride de **ENBW** à 5,25% callable en 2029 pour 500 millions, soulignant de nouveau l'intérêt accru de la classe d'actif après celle **Iberdrola** plus tôt dans le mois. Sur les financières le flux de primaire commence également à se tarir avec l'arrivée de la période de publication des résultats. Nous avons cependant participé à la nouvelle **Santander T2 2034** callable 29 à 5% de coupon 1,25 milliard, ainsi qu'à la nouvelle **Eurobank T2 6,25% 2034** callable en 2029. Il convient de noter que la tendance à la hausse des notations continue dans le secteur aérien, **Lufthansa** passe intégralement en Investment grade (BBB-).

Dans ce contexte stable sur les primes mais plus volatile sur les taux, les performances de la semaine sont négatives sur l'obligataire : les signatures de qualité perdent 0,58% sur la semaine (-1,16% depuis le début de l'année). De même le haut rendement perd 0,4% effaçant ainsi le gain des semaines précédentes

## CONVERTIBLES

Cette semaine, le marché des obligations convertibles affiche une performance négative pour toutes les zones géographiques. La baisse des actions, l'écartement du crédit et la hausse des taux ont en effet pesé sur la performance de la classe d'actif.

D'un point de vue microéconomique, nous avons eu quelques mauvaises nouvelles. En Europe, le fabricant de panneaux solaires Suisses **Meyer Burger Technology** a perdu plus de 50% sur la semaine suite à un changement de stratégie avec la possible fermeture d'un site de production en Allemagne et la levée de nouveaux capitaux. La société a également annoncé un résultat opérationnel négatif pour 2023.

Du côté des Etats Unis, l'action **Spirit Airlines** baisse de plus de 60% suite à l'annonce par le tribunal du blocage de la fusion avec **Jetblue**. Compte tenu du niveau de la dette qui s'élève à 5,5 milliards de dollars, la société explore les options de restructuration. L'obligation convertible a perdu 30 points pour s'échanger sous les 40%.

Dans un environnement moins favorable, le marché primaire est resté relativement calme. Nous mentionnerons le retour de la société taiwanaise de semi-conducteurs **GlobalWafers** via sa filiale européenne avec une nouvelle émission pour un montant de 350 millions d'euros maturité 2029 avec un coupon de 1,5% et une prime de 30%.

*Achévé de rédiger le 19/01/2024*

## 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