



FLASH MARCHÉS : DÉCRYPTER LA TENDANCE DES MARCHÉS MALGRÉ LE BRUIT AMBIANT

- *La dernière publication de l'indice d'inflation américain perturbe le narratif consensuel de la désinflation.*
- *Le réajustement correctif des attentes excessives du marché concernant les baisses des taux directeurs par les banques centrales ayant déjà eu lieu les semaines précédentes, les marchés de taux n'ont finalement quasiment pas évolué au cours de la semaine.*
- *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.*

La dernière publication de l'indice d'inflation américain perturbe le narratif consensuel de la désinflation. Après la série de chiffres sur la résilience de l'économie américaine, c'est au tour de l'inflation de montrer des signes de résistance, avec une inflation cœur en janvier qui ressort à 0,4% au lieu de 0,3% attendu. Mais ce sont surtout les composantes « super cœur » (services ex immobilier) et immobilier qui surprennent fortement, à +0,7% et +0,6% respectivement, tandis que les composantes biens et énergie poursuivent leur décrue.

Une donnée ne fait pas la tendance, mais les doutes sur la normalisation de l'inflation resurgissent, et les anticipations de baisse des taux directeurs se décalent dans le temps. Nous pensons toujours que la désinflation va se poursuivre, du fait d'une normalisation du marché immobilier, d'une détente du marché de l'emploi et d'un moindre soutien budgétaire.

D'ailleurs en Europe, les derniers chiffres d'inflation continuent de surprendre à la baisse. Ainsi, l'inflation en janvier s'inscrit à 0,2% vs 0,6% attendu en Suisse, à 1,5% vs 2% en Tchéquie, et en repli à -0,6% vs -0,3% attendu au Royaume-Uni.

Le réajustement correctif des attentes excessives du marché concernant les baisses des taux directeurs par les banques centrales ayant déjà eu lieu les semaines précédentes, les marchés de taux n'ont finalement quasiment pas évolué au cours de la semaine.

Côté croissance, le Royaume-Uni et le Japon entrent officiellement en récession « technique » avec deux trimestres consécutifs de croissance négative du PIB. Néanmoins, l'inflexion à la hausse des PMI, l'amélioration des conditions d'octroi du crédit et la hausse en décalé des salaires réels devraient soutenir la croissance de la zone euro et du Royaume-Uni.

Outre-Atlantique, la croissance est toujours résiliente, même si l'on discerne quelques signes de faiblesse via les chiffres des ventes au détail ainsi que l'enquête NFIB sur les petites entreprises qui dégradent leurs perspectives de vente. Néanmoins, la consommation de services demeure robuste.

En l'absence d'une dégradation des risques géopolitiques, les marchés actions poursuivent leur progression.

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 durée nous paraît attractive et protectrice en phase de poursuite de la désinflation et d'instabilité géopolitique.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les actions européennes terminent la semaine dans le vert alors que la saison de publication bat son plein et que près de la moitié des sociétés a publié ses résultats. Ces derniers sont assez disparates, on notera en moyenne de bons résultats dans les secteurs cycliques comme les matériaux et les financières, alors que la consommation discrétionnaire et l'immobilier ont plutôt été sous les attentes.

Plus spécifiquement cette semaine, du côté des bonnes nouvelles, le groupe de tourisme **TUI** fait état d'une forte demande et publie des bénéfices supérieurs aux attentes, tout en prévoyant de prochains trimestres solides malgré une conjoncture économique difficile. Dans les services technologiques, **Capgemini** publie une forte hausse des bénéfices grâce à une solide dynamique de la demande liée à l'intelligence artificielle et des besoins des clients d'intégrer ces solutions. Tout roule dans l'automobile : **Stellantis** et **Renault** publient de très bons résultats et une marge opérationnelle solide, tout en se montrant optimiste pour 2024, à l'instar du fabricant de pneus **Michelin** qui publie de bons résultats, mais qui se montre plus prudent sur ses prévisions et implique une génération de trésorerie en baisse, ce qui ne semble pas avoir dérangé les marchés qui ont salué les bons résultats. Même constat pour l'agence d'emploi **Randstad** qui publie de bons résultats tout en retournant du cash aux actionnaires.

A l'inverse, déception du côté du brasseur hollandais **Heineken** impacté par des volumes sous pression, qui n'ont pas été compensés par des hausses de prix. Le groupe affiche des prévisions prudentes pour l'année. Même constat pour l'ascensoriste **ThyssenKrupp** : le groupe allemand réduit encore ses prévisions de résultats sur fond de demande morose et de baisse des prix de vente.

Les vendeurs à découvert font encore parler d'eux : **Temenos** était le suivant sur la liste. En effet, **Hindenburg** a publié un rapport suite à différents entretiens avec des anciens employés du groupe, partenaires et clients, faisant état « d'irrégularités comptables et produits défaillants ».

La dynamique de retrait de cote continue d'être bonne en ce début d'année : **Cegedim** a annoncé jeudi l'acquisition de **Visiodent**, le leader des solutions de gestion pour les cabinets dentaires et les cliniques de santé en France, pesant 10 millions d'euros de chiffre d'affaires. Sur la même tonalité, l'entreprise de musique **Believe** a été approchée par un consortium incluant le fondateur et PDG. Cette annonce a été favorablement reçue par le conseil d'administration. L'offre valorise le groupe à 1,2x les ventes 2024 estimées. Enfin, le groupe de mode **Tod's** a reçu une offre de rachat de la famille **Della Valle**, qui est encore sujette à l'approbation des actionnaires, et valoriserait le groupe à 2,1x les ventes 2024 estimées.

ACTIONS AMÉRICAINES

La saison des publications touche bientôt à sa fin, celle-ci a été très favorable puisque près de 70% des entreprises du S&P500 ont dépassé les attentes de bénéfices.

La surprise de la semaine est la hausse historique de **Shake Shack** : la chaîne de fast-food dépasse les prévisions pour chaque métrique, et relève ses estimations pour l'année. **Toast**, qui fournit ses services à l'industrie de la restauration, a également dépassé toutes les attentes, grâce notamment à une croissance de ses nouvelles implantations et à des rationalisations de coûts. Cette tendance à la rationalisation des coûts est toujours d'actualité : **Cisco** prévoit de se séparer de 5% de son personnel et abaisse ses prévisions annuelles, avec pour cause une baisse de la demande de la part des clients liée à l'environnement économique. Constat partagé par Deere, qui effectue un profit warning pour l'année, lié à une faiblesse du pouvoir d'achat des agriculteurs, affectés par la forte baisse du prix du maïs notamment.

L'opérateur d'immobilier commercial **CBRE** bondit en bourse grâce à des résultats rassurants et meilleurs que prévus, porté par une croissance à l'international notamment, tandis que le secteur de l'immobilier commercial demeure globalement une source de préoccupation pour les investisseurs.

Au sein du secteur technologie, **Akamai** publie de bons résultats et prévisions, laissant entrevoir une croissance de 8% YoY du chiffre d'affaires en 2024.

L'activité de M&A est toujours forte : le leader en fabrication de portes **Masonite** a été racheté par **Owens Corning** avec une prime de près de +50%. Il y a également une nouvelle consolidation au sein du secteur de l'énergie : **Diamondback Energy** rachète le producteur **Texan Endeavor Energy**, afin de devenir le plus grand opérateur du Bassin Permien.

Nous avons appris qu'Elon Musk a acheté des actions **Tesla** durant le quatrième trimestre, remontant sa participation au-dessus des 20%. Cela le rapproche donc du seuil des 25% qu'il pose comme condition nécessaire pour développer des produits d'Intelligence Artificielle au sein du fabricant automobile.

La nouvelle économique de la semaine était l'inflation aux US ; le core CPI est paru au-dessus des attentes à 3,9%, à cause notamment d'une hausse des prix des loyers, ainsi que la forte hausse des coûts d'assurance sur l'année. La donnée a surpris les marchés qui ont corrigé, mais la tendance haussière sur le marché des actions a rapidement repris son cours.

ACTIONS JAPONAISES

Les indices NIKKEI 225 et TOPIX ont gagné respectivement 3,42% et 1,33%,. À la clôture des marchés le 14 février, les deux indices affichaient un record sur 34 ans. Le PIB du Japon s'est contracté de 0,1% au quatrième trimestre en variation trimestrielle, après une révision des données du trimestre juillet-septembre, témoignant d'une baisse de 0,8%. En entrant en récession, le Japon a perdu sa place de troisième économie mondiale. Néanmoins, un sentiment haussier règne sur le marché actions et les investisseurs semblent prêts à se positionner à l'achat en cas de repli. De nombreux investisseurs attendent la moindre baisse pour se positionner à l'achat. Autrement dit, tout ajustement des cours sera de courte durée et les actions devraient vraisemblablement atteindre de nouveaux sommets. Cette tendance

hausnière est soutenue par des résultats meilleurs que prévu, le comportement des entreprises et l'impact des réformes du TSE sur les cours de bourse.

Le secteur de l'Assurance a bondi de 11,64% sous l'impulsion de **MS&AD Insurance Group**, **Tokio Marine Holdings** et **Sompo Holdings**. L'Autorité des services financiers a demandé aux quatre principales compagnies d'assurance non-vie d'accélérer la vente de leurs participations croisées. Outre la cession des participations croisées, les achats en bourse ont été dopés par la volonté d'accroître la rentabilité pour les actionnaires via des rachats d'actions. Le secteur du Transport maritime a gagné 4,36% en raison des tensions sur le plan logistique et de l'augmentation des coûts du fret. Le secteur du Commerce de gros a progressé de 2,54% grâce à **Mitsubishi Corporation**, qui a pris des mesures précoces favorables à la rentabilité des actionnaires. En revanche, le secteur de la Pâte à papier/du Papier a chuté de 7,18%, pénalisé par **OJI Paper** et **Nippon Paper Industries** qui ont revu à la baisse leurs prévisions de bénéfices. Le secteur de l'Immobilier a perdu 2,93%, plombé par **Mitsubishi Estate** qui a annoncé des résultats financiers décevants. Le secteur des Mines a cédé 2,58% en raison de prises de bénéfices.

Les deux sociétés holding actives sur les segments non liés à l'assurance **MS&AD Insurance Group Holding** et **Tokio Marine Holding**, ont gagné respectivement 25,24% et 13,34%, comme indiqué précédemment. **Tokyo Electron** a progressé de 18,33% en raison du potentiel de croissance de l'intelligence artificielle et de l'envolée des titres des sociétés américaines liées aux semi-conducteurs. Par ailleurs, **Bandai Namco Holdings**, multinationale intervenant dans les secteurs des jeux vidéo et du divertissement, a chuté de 13,33% en raison de résultats décevants sur la période d'octobre à décembre 2023 **Shiseido**, le spécialiste des cosmétiques, a perdu 8,03% en raison de prises de bénéfices, après l'annonce de résultats médiocres marqués par une baisse de 76,1% de son bénéfice net en glissement annuel sur la période entre octobre et décembre 2023 **Orimbus Corp**, fabricant d'équipements optiques et électriques, a reculé de 6,08% sous l'effet de prises de bénéfices, et ce après la révision à la baisse de ses prévisions de bénéfices pour l'année entière.

Sur le marché des changes, la parité USD/JPY s'est renforcée, passant de 149,5 à 150,5, atteignant même ponctuellement 150,80. Les investisseurs particuliers japonais achètent des actifs étrangers pour profiter du programme NISA (mécanisme d'exonération fiscale), ce qui contribue à la légère dépréciation du JPY. Toutefois, c'est lorsque la parité atteint ce seuil que les investisseurs commencent à se méfier d'une intervention de la Banque du Japon.

MARCHÉS EMERGENTS

La semaine a été raccourcie en **Asie** et au **Brésil**. La plupart des marchés asiatiques étaient fermés jusqu'à mardi/mercredi pour le Nouvel An lunaire et le marché brésilien avait fermé ses portes pour le carnaval.

En **Chine**, le marché a nettement rebondi grâce à des données préliminaires publiées après le Nouvel An lunaire relatives à l'augmentation des dépenses de consommation pendant les vacances. Les voyages à Macao ont atteint un niveau record et les livraisons de produits alimentaires ont augmenté de plus de 30% en glissement annuel. Les données concernant le secteur immobilier chinois ont été contrastées. Les volumes de ventes aux particuliers en janvier ont été décevants, en baisse de 14% en glissement mensuel. Des statistiques plus précises seront publiées après les vacances, en mars.

À **Taiwan**, le marché a également rebondi et a rattrapé son retard, sous l'impulsion des valeurs liées à l'IA. Le chiffre d'affaires de **Quanta** pour le mois de janvier a été inférieur aux attentes et la société a revu à la baisse ses prévisions. Les concepteurs de solutions **CoWoS** (Chip-on-Wafer-on-Substrate) ont gagné du terrain car les capacités en la matière de **TSMC** devraient rester limitées au deuxième semestre 2024.

En **Inde**, l'inflation est retombée à 5,1% en janvier en glissement annuel (contre 5,7% en décembre et 5,3% selon le consensus). La croissance de la production industrielle a encore accéléré, passant de 2,4% en novembre à 3,8% en décembre. Selon des informations de la presse locale, le constructeur automobile électrique américain **Tesla**, dirigé par Elon Musk, pourrait faire son entrée sur le marché indien. Le gouvernement entend en effet augmenter la réduction des droits de douane sur les voitures électriques dépassant 3 millions de roupies (environ 36 000 dollars) pendant 2 à 3 ans. Sur le front des publications de résultats, **Amber** a annoncé un chiffre d'affaires et des bénéfices inférieurs aux attentes, en raison de la faiblesse des revenus de son activité de Réfrigération et Climatisation, de l'augmentation des paiements d'intérêts et de dépréciations d'actifs. **Hero** a publié de bons résultats, conformes au consensus, avec une croissance de 20% du chiffre d'affaires et de 47% de l'Ebitda. **Eicher** a aussi dépassé le consensus grâce à une augmentation des prix pratiqués et à la baisse de ses dépenses marketing. Son Ebitda s'est envolé de 27% et son bénéfice net de 34% en glissement annuel.

Plusieurs élections (présidentielles, parlementaires et régionales) ont eu lieu en Indonésie le 14 février. Les résultats officiels ne sont pas encore connus, mais selon certains décomptes préliminaires non officiels, Prabowo Subianto serait en tête avec 58% des voix, dépassant largement les 50+1% des voix nécessaires pour remporter le scrutin.

Au **Mexique**, les investissements directs ont atteint 36,1 milliards de dollars en 2023, soit 27% de plus qu'en 2022. La production industrielle s'est contractée de 0,7% en décembre (alors que le consensus tablait sur -0,3%). Le fabricant chinois de véhicules électriques **BYD Co** a annoncé qu'il envisageait de construire une nouvelle usine au **Mexique**. La direction de **Banorte** a indiqué que la banque avait connu un mois de janvier solide, avec une demande de crédit soutenue et une bonne qualité des actifs.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Malgré des chiffres de l'inflation US qui ont semé le doute, la semaine est restée porteuse sur le crédit avec des taux qui finissent relativement stables et un indice crossover qui s'est resserré de 10pb. Les signatures de bonne qualité, les obligations à haut rendement, tout comme les « **CoCo** » financières ont toutes délivré un rendement autour de 0,25% sur la semaine.

Coté financières, les craintes sur l'immobilier commercial ne faiblissent pas, mais restent toujours cantonnées aux banques les plus exposées à l'immobilier américain et allemand, sans plus de contagion. Le marché primaire reste un facteur de soutien, puisque **BNP Paribas** a tiré le marché en émettant une AT1 USD à 8% de coupon, avec un carnet d'ordres atteignant les 11 milliards de dollars. Les banques continuent de communiquer des perspectives encourageantes quant à leurs fondamentaux pour 2024.

Sur le marché du haut rendement, la saison des résultats bat son plein et met en pause le marché primaire, qui devrait reprendre à la fin du mois de février. Sur les Corporates, les résultats 2023 de **Renault** sont de bonne facture et plaident en faveur d'un retour des notations en catégorie investissement. La société de semi-conducteurs **Ams OSRAM** a publié de bons résultats 2023 et rassure le marché avec ses perspectives pour l'année 2024. La foncière suédoise **Balder** a annoncé une augmentation de capital dont le produit ira au remboursement par l'intermédiaire d'un *tender* de son obligation hybride subordonnée.

Nous notons deux dégradations de notations de S&P avec **Atos** dégradé à CCC négatif (précédemment B-) et **Eutelsat** dégradé à B stable (précédemment B+ stable). La société **Atalian** a trouvé un accord, presque unanime, avec ses créanciers pour allonger les maturités de sa dette (plus de 90% d'acceptations pour les offres d'échange).

CONVERTIBLES

La correction du marché actions déclenchée par un indice des prix à la consommation plus élevé que prévu aux États-Unis a été de courte durée. Les grands indices boursiers se sont redressés tout au long de la semaine avant la publication des données sur les prix à la production aux États-Unis. Dans ce contexte, les obligations convertibles ont enregistré des performances positives au cours de la semaine et l'activité a surtout été influencée par les publications de résultats. Cette semaine, **Uber** a encore marqué l'actualité de notre univers d'investissement. Récemment intégrée dans l'indice S&P 500, la société a également annoncé son premier bénéfice annuel le 7 février et, le 14 février, son conseil d'administration a validé un plan visant à restituer jusqu'à 7 milliards de dollars aux actionnaires. A l'inverse, **Airbnb** a chuté après l'annonce d'une perte nette d'environ 1 milliard de dollars au quatrième trimestre, malgré un nouveau programme de rachat d'actions de 6 milliards de dollars maximum.

En Europe, l'action **TUI** a progressé à la faveur de bénéfices supérieurs aux attentes et d'un maintien de ses prévisions. Sa notation de crédit a récemment été relevée de B à B+ par S&P. Au Japon, **Sony Group Corp.** a subi sa plus forte correction en deux ans après avoir revu à la baisse la prévision de chiffre d'affaires de la console de jeux PlayStation 5. L'entreprise a également confirmé la scission partielle de son activité financière en octobre 2025, afin de privilégier la croissance de ses autres activités, notamment le divertissement.

Le marché primaire est resté atone tout au long de la semaine.

Achévé de rédiger le 16/02/2024

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