



FLASH MARCHÉS : DATA, NOT DATE DEPENDANT !

- *Au vu du mouvement de désinflation en cours et du dernier comité de la BCE, nous renforçons nos positions longues duration sur des niveaux attractifs.*
- *Côté croissance, la dernière enquête trimestrielle du crédit de la BCE montre une nette amélioration de la demande et des conditions d'octroi, indicateurs traduisant généralement une amélioration du cycle.*
- *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.*

Les marchés de taux se sont fortement tendus depuis le début d'année, avec un taux 10 ans Bund qui est remonté de 30 bps, mettant un terme à son mouvement de baisse quasi ininterrompu depuis début novembre 2023.

Néanmoins, nous pensons qu'il s'agit simplement d'un réajustement correctif des attentes excessives du marché concernant les baisses des taux directeurs par les banques centrales. Au vu du mouvement de désinflation en cours et du dernier comité de la BCE, nous renforçons nos positions longues duration sur des niveaux attractifs.

En effet, lors de la conférence de presse, Christine Lagarde a salué la trajectoire baissière des projections d'inflation, tout en soulignant une orientation baissière des pressions salariales. En reconnaissant le caractère retardé des données salariales classiques, elle a insisté sur le besoin de suivre les données quasi en temps réel via les outils développés par le chef économiste Philip Lane.

Par la formule « Data and not date dependant », elle a ainsi affirmé la réactivité de la BCE aux données en temps réel et non aux dates d'échéance des données à basse fréquence. En clair, une baisse des taux est envisageable dès le mois d'avril si les données la justifient !

Côté croissance, la dernière enquête trimestrielle du crédit de la BCE montre une nette amélioration de la demande et des conditions d'octroi du crédit, indicateurs traduisant généralement une amélioration du cycle. Outre-Atlantique, les chiffres économiques reflètent une croissance résiliente, avec une amélioration des indicateurs PMI US qui repassent au-dessus de 50, et un PIB qui progresse de 3,3% au dernier trimestre.

Les premières publications de résultat des entreprises confirment ce scénario d'une croissance résiliente, avec davantage de surprises haussières et une surperformance notable de la technologie européenne.

Par ailleurs, la Chine a dévoilé un nouveau package de mesures de relance de la croissance et de stabilisation du marché actions, via des achats directs par un fonds de soutien et une relance timide du crédit par des mesures techniques. En l'absence d'une dégradation des risques géopolitiques, les marchés actions saluent ce scénario « goldilocks » avec une progression de 3% de l'EuroStoxx sur la semaine

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

ACTIONS EUROPÉENNES

Après un début d'année plutôt mitigé, les marchés actions européens reprennent des couleurs.

Les résultats d'entreprises publiés cette semaine sont globalement salués. Dans le même temps les mesures de soutien monétaire en Chine apportent un courant d'optimisme supplémentaire, parvenant à faire oublier la publication des indices PMI européens pourtant mitigés. L'attractivité du secteur manufacturier en Europe reste en territoire de contraction, cependant le rythme se montre plus modéré qu'attendu aussi bien en France qu'en Allemagne.

La conférence de la BCE n'aura quant à elle pas apporté de grandes nouvelles. Selon Christine Lagarde, les indicateurs à moyen terme suivent les prédictions et la diminution de l'inflation est d'ores et déjà visible. Toutefois la BCE confirme sa position prudente, « data driven » et laisse ses taux inchangés comme attendus. Globalement, les investisseurs auront davantage retenu l'absence de volonté de la part de Christine Lagarde de lutter contre les pricings agressifs de cut de taux attendus par le marché.

Le secteur de la technologie a largement tiré les indices par le haut, porté par les publications d'**ASML** et l'annonce **SAP** qui ont suscité un fort engouement de la part des investisseurs, contribuant nettement à la surperformance du secteur. Le fabricant néerlandais annonce un CA T4 23 à 7 237 millions d'euros, soit +8,5% vs T3, bien au-delà du consensus établi à 6 868 millions d'euros. La marge brute ressort également au-delà du consensus, tout comme le résultat net. Les prises de commandes quant à elles auront plus que triplé par rapport au T4, le management tient toutefois un discours prudent pour 2024 affirmant ne pas être certain de la reprise des semi-conducteurs en 2024.

De son côté SAP annonce un vaste plan de restructuration, affectant jusqu'à 8000 postes. L'objectif : repositionner le groupe sur des domaines de croissance clés, en particulier le cloud et l'IA générative pour les entreprises grâce à un investissement de près de 1 milliard d'euros.

De retour en France, c'est **LVMH** qui rassure tout un secteur. Le groupe publie des résultats pour l'exercice 2023 en ligne avec le consensus, avec une croissance de ses ventes de +10% contre +9% au T3. Bernard Arnault se montre particulièrement confiant pour 2024, affichant une volonté de maintenir une croissance stable et contrôlée tout en protégeant les niveaux de rentabilité actuels. Ces bonnes nouvelles sont saluées par les marchés, le titre affichant une performance avoisinant deux chiffres sur la matinée de vendredi. Plus globalement c'est la posture vis-à-vis du luxe qui est en train de changer. Si ces valeurs cycliques ont sous performé dernièrement, elles pourraient bien retrouver la faveur des investisseurs en 2024.

ACTIONS AMÉRICAINES

Cette deuxième semaine de période de résultats trimestriels a été très dense, puisque c'est une des semaines les plus chargées de cette saison en terme de nombre de publications. De nombreuses entreprises au sein du secteur des semi-conducteurs ont sorti leur résultat :

Lam Research a porté le secteur à la hausse, grâce à des résultats supérieurs aux attentes, notamment sur les bénéfices, ainsi qu'une guidance légèrement meilleure que prévu. A l'inverse, les publications des semis plus « old gen » ont déçu : c'est le cas d'**Intel**, qui fait mieux qu'attendu pour ce trimestre mais effectue un profit et sales warning pour le T1, divisant par 2 ses bénéfices attendus. De même pour **Texas Instrument** qui abaisse ses prévisions en raison d'un ralentissement de la demande sur le prochain trimestre, tandis que **KLA** abaisse ses prévisions pour le T3.

Les valeurs industrielles ont dans l'ensemble publié des résultats et des perspectives décevantes en raison d'inventaires qui demeurent élevés et de la faiblesse de la demande en Chine. Les déceptions ont été notables pour **3M**, **Dupont** et **GE**.

La surprise de la semaine est du côté d'**IBM**, qui bondit de 9% après de très bons résultats sur la croissance notamment, grâce à une forte hausse sur la partie conseil. L'action a atteint des niveaux franchis pour la dernière fois en 2014.

A l'inverse, les résultats de **Tesla** attendus comme décevants n'ont pas manqué : le constructeur automobile indique que la croissance de production en 2024 devrait être notablement inférieure à celle de 2023 et indique une baisse de ses marges.

Les résultats ont été positifs dans le secteur financier : **Blackstone**, **Raymond James** et l'assureur **PGR** sont en hausse après des chiffres supérieurs aux attentes, en termes de revenus et bénéfices. En revanche, **Visa** corrige suite à un léger abaissement des prévisions pour le deuxième trimestre.

Du côté de la défense, **General Dynamics** est en hausse malgré des résultats mitigés pour le T4, tandis que **Northrop Grumman** dévisse suite à des charges de 1.2Mds\$ liées au B-21.

Concernant les Telecoms, **Verizon** continue dans sa trajectoire haussière grâce à un solide T4 et relève les prévisions sur la partie wireless.

La donnée macro-économique de la semaine a été largement positive : le PIB des Etats-Unis croît davantage que prévu, de 3,3% pour le T4.

ACTIONS JAPONAISES

Les indices NIKKEI 225 et TOPIX ont gagné 2,17% et 1,60%, respectivement. Dans un premier temps, les marchés japonais ont poursuivi leur progression grâce à l'afflux de nouveaux capitaux, notamment de la part d'investisseurs étrangers. Toutefois, plus tard dans la semaine, leurs gains se sont effrités sous l'effet de l'appréciation du yen et de l'augmentation des taux d'intérêt japonais.

Le secteur Bancaire a progressé de 5,30% grâce à l'augmentation des taux d'intérêt japonais, qui est bénéfique à leur activité de prêt. Le secteur des Valeurs mobilières et Contrats à terme sur matières premières a gagné 3,34% dans le sillage de la progression des marchés actions et de l'augmentation des volumes quotidiens échangés en bourse. Le secteur des Appareils électriques s'est inscrit en hausse de 3,32% sous l'impulsion des valeurs liées aux semi-conducteurs qui ont profité de la hausse des marchés actions américains. En revanche, les secteurs des Produits pharmaceutiques et de l'Électricité/du Gaz ont perdu 0,91% et 0,86%, respectivement, les actions des secteurs défensifs ayant été délaissées dans un contexte marqué par une forte appétence au risque. Le secteur des Produits pétroliers/du Charbon a cédé 0,80% en raison des prises de bénéfices qui ont suivi la forte hausse des prix du pétrole brut au cours des dernières semaines.

M3 Inc., opérateur d'une plateforme de santé, a bondi de 11,23%. Sa valorisation était devenue très attractive après une correction brutale de son titre, à l'instar des valeurs de croissance à grande capitalisation. La banque **Resona Holdings Inc.** et **Tokyo Electron Ltd.**, fabricant d'équipements de production de semi-conducteurs, ont gagné respectivement 7,95% et 7,62%, pour les raisons expliquées ci-dessus. **Tokyo Gas Co., Ltd.** et **Chugai Pharmaceutical Co., Ltd.** ont à l'inverse chuté de 3,31% et 3,16%, respectivement. **Mitsubishi Estate Co., Ltd.** a perdu 2,94% en raison de la hausse des taux d'intérêt nippons après la réunion de politique monétaire de la Banque du Japon, qui a notamment mentionné la fin éventuelle des taux d'intérêt nuls.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY a évolué entre 148,2 et 146,8 environ. Le Yen s'est apprécié après la réunion de politique monétaire de la Banque du Japon (22 et 23 janvier) et la parité USD/JPY a terminé la période proche de 147,5.

MARCHÉS EMERGENTS

Sous l'impulsion notamment de la **Chine** (+5,5%), l'indice MSCI EM a rebondi de 2,8% cette semaine (à la clôture des marchés jeudi) et a surperformé les autres régions. L'**Inde** a cédé 1,1%, tandis que la **Corée** et le **Brésil** ont quasiment fait du surplace, en USD.

En **Chine**, comme prévu, le taux préférentiel des prêts (LPR) est resté inchangé. La PBOC a annoncé une baisse du taux des réserves obligatoires des banques (RRR) de 50 pb début février, en avance sur les attentes du marché, et a injecté près de 1 000 milliards de yuans de liquidités sur les marchés. Les autorités envisageraient une intervention d'urgence sur les marchés actions de plus de 270 milliards de dollars pour atténuer sa correction récente, même si aucune confirmation officielle n'a été donnée. Le Cabinet s'est engagé à prendre des mesures pour stabiliser les marchés financiers. Des mesures dédiées à l'immobilier ont également été annoncées plus tard dans la semaine, afin de soutenir les promoteurs en zone urbaine. La **NPPA** (National Press and Publication Administration) a annoncé l'approbation de 115 jeux vidéo, un chiffre supérieur aux lots précédents. La **Chine** et **Singapour** mettront en place un système réciproque d'exemption de visa au début du mois de février. La Chambre des représentants des États-Unis a proposé un projet de loi interdisant aux agences américaines de passer des contrats avec certains fournisseurs du secteur de la biotechnologie.

Les cofondateurs d'**Alibaba**, Jack Ma et le président Joe Tsai, ont racheté pour 200 millions de dollars d'actions de la société. Dans le secteur de l'éducation, **New Oriental** et **TAL** ont publié des chiffres d'affaires et des bénéfices opérationnels assez nettement supérieurs aux prévisions, et prévoient une expansion marquée de leurs capacités. **Sungrow** et **Roborock** ont annoncé à l'avance leurs résultats pour le quatrième trimestre, qui ont dépassé les estimations grâce à leur exposition importante aux marchés étrangers.

A Taïwan, les commandes à l'exportation de décembre ont chuté de 16% par rapport à l'année précédente, alors que le consensus tablait sur une baisse de seulement 1%.

Le PIB de la **Corée** au quatrième trimestre 2023 a augmenté de 2,2% en glissement annuel, légèrement au-dessus des prévisions. **SK Hynix** a fait état d'un bénéfice opérationnel élevé au quatrième trimestre 2023, grâce à la hausse des prix des mémoires DRAM/NAND.

Hyundai Motor a publié des bénéfices en baisse au quatrième trimestre 2023, en raison de la normalisation du secteur automobile, tout en maintenant sa politique de rémunération des actionnaires. La direction de **Hyundai** prévoit une hausse de 8,5% de sa marge opérationnelle (soit plus que le consensus) en raison de la baisse du coût des matières premières et d'une

optimisation de son mix produits. **LG Energy Solution** a annoncé des résultats en ligne avec les attentes, avec des subventions AMPC (crédits d'impôt américains) plus élevées que prévu.

En **Inde**, le gouvernement a mis en place un nouveau programme de financement pour permettre à 10 millions de familles d'installer des panneaux solaires sur leur toit. **Sony** a mis fin au processus de fusion de son unité indienne avec **Zee Entertainment**, qui portait sur un montant de 10 milliards de dollars. La **banque Axis** a enregistré des résultats mitigés, avec des marges en baisse malgré une croissance soutenue des prêts aux particuliers. **Hindustan Unilever** a publié des résultats trimestriels décevants, avec une croissance atone dans les zones rurales. Les bénéfices d'**Ultratech** au troisième trimestre ont dépassé les estimations, grâce au recul des coûts des facteurs de production. **Make-My-Trip** a enregistré une croissance dynamique et ses marges continuent à augmenter.

Au **Brésil**, le gouvernement a annoncé que le soutien de la BNDES à l'innovation et à l'industrie pourrait augmenter de 0,5% du PIB cette année. **General Motors** va investir 1,4 milliard de dollars dans ses activités au Brésil, en mettant l'accent sur les voitures électriques.

Au **Mexique**, le taux de chômage de décembre a été conforme aux attentes, à 2,6%.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

De nouveau de la volatilité sur les taux cette semaine, avec des publications macro qui ont dans l'ensemble surpris par leur vigueur avec notamment la résilience du PIB US. Côté européen les PMI s'améliorent, notamment sur le secteur industriel de 44,4 à 46,6, laissant entrevoir finalement une récession plus faible qu'attendue si cette dernière devait se matérialiser. L'emploi cependant commence à se détériorer et la baisse des taux directeurs continue d'être prévue d'ici la fin du premier semestre en raison des fortes baisses des publications d'inflation. Le taux 10 ans allemand oscille cette semaine entre 2,34% et 2,25% (vendredi matin) avec une fin de semaine orientée vers une détente à près de -10bp sur les deux dernières séances.

Les marchés de crédit restent très bien orientés avec des primes qui se resserrent sur les bonnes signatures à 130bp, leur point le plus bas depuis mars 2022. Même son de cloche sur le haut rendement où les primes atteignent 370bp, et sur la dette financière d'autre part où les primes des coco euro ont cassé à la baisse le niveau de 600bp, leur moyenne historique.

La saison des résultats commence cette semaine sur les bancaires avec les publications notamment de **Swedbank** et **Bankinter** qui dans l'ensemble restent bons mais montre quelques signes de légère décline. Coté émetteur non financier le marché primaire est resté bien actif avec notamment ZF 2029 BB à 4,75% pour 800 Millions, ADR 10% B- 2029 pour 300 millions, toutes deux largement sursouscrites, gage de l'appétit des investisseurs pour les produits à spread.

Dans ce contexte porteur sur les primes, la semaine est positive sur l'obligataire : les signatures de qualité gagnent 0,54% et effacent une grosse partie des pertes enregistrées depuis le début de l'année (-0,58% YTD). De même le haut rendement gagne 0,52% (+0,64% depuis le début de l'année).

CONVERTIBLES

La semaine s'est révélée très chargée sur le marché des obligations convertibles, notamment en raison de la saison de publication des résultats, qui bat son plein.

En Europe, la meilleure nouvelle en matière de bénéfices est venue d'**ASML**, dont l'action a bondi après la publication des résultats du quatrième trimestre 2023, largement supérieurs aux attentes, et qui ont fait état d'un niveau de facturation de 9,2 milliards d'euros, également nettement au-dessus des attentes, et qui témoigne de la reprise solide sur le segment des mémoires. **LVMH** s'est inscrit en forte hausse, les résultats de la société ayant rassuré les investisseurs sur la capacité de résistance du secteur du luxe. Sa division Mode et Maroquinerie a enregistré une croissance de 9% au quatrième trimestre, en ligne avec les attentes, tandis que les marges ont été plus élevées que prévu. L'entreprise a notamment bénéficié de la résilience de sa clientèle aux États-Unis et en Chine. Les résultats de **Remy Cointreau** ont également rassuré le marché. Malgré le statu quo des prévisions de chiffre d'affaires, l'entreprise prévoit de réduire encore ses coûts afin de protéger sa rentabilité et ne s'attend pas à une poursuite de la baisse des ventes en Chine.

Aux États-Unis, **Tesla** n'a pas atteint les prévisions de bénéfices du consensus et a averti que le ralentissement de la demande allait freiner son taux de croissance. L'entreprise a procédé à plusieurs baisses de prix au cours de l'année écoulée, qui ont pesé sur l'ensemble du marché américain des véhicules électriques. Les résultats des compagnies aériennes ont été positifs. Les résultats d'**American Airlines** et ses prévisions pour 2024 semblent solides, avec un contrôle rigoureux des coûts et un impact légèrement positif de l'évolution des prix du carburant. Les prévisions de BPA pour l'ensemble de l'année ont été supérieures aux attentes. Les résultats de **Southwest Airlines** ont dépassé les anticipations du marché et la direction prévoit une amélioration de la rentabilité en 2024 et une expansion des marges.

Sur le marché primaire, **BlackBerry Limited** a émis des obligations convertibles pour un montant de 175 millions de dollars à échéance 2029, alors que l'émission était prévue à hauteur de 160 millions de dollars.

En Asie, **SK Hynix** a publié des résultats solides et fait état de prévisions robustes en termes de chiffre d'affaires et de bénéfice opérationnel. Selon l'entreprise, les prix des mémoires DRAM et NAND devraient augmenter de plus de 10% au cours du prochain trimestre. En début de semaine, la Chine a pris de nouvelles mesures pour débloquer des financements et soutenir l'économie. Le ratio des réserves obligatoires des banques sera abaissé début février, ce qui devrait permettre d'injecter 1 000 milliards de yuans (139 milliards de dollars) de liquidités à long terme sur le marché. Le marché s'est inscrit en hausse à la suite de ces mesures, avant de caler en fin de semaine.

Achevé de rédiger le 26/01/2024

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