



## FLASH MARCHÉS : LA PRISE EN COMPTE DES FORCES DÉSINFLATIONNISTES

- *La Fed a relevé ses taux de 25 points de base à 4.75% et a réitéré son message que des hausses supplémentaires de taux seraient appropriées*
- *La BCE a fait état des pressions inflationnistes persistantes et de la nécessité de relever les taux de 50 points de base supplémentaires en mars*
- *Nous continuons de privilégier le crédit par rapport aux actions et sur les taux, nous sommes constructifs sur les stratégies de portage en total return*

La semaine a été dominée par le tournant des banques centrales dans leur communication et non dans leurs actes. Comme attendu, la Fed a ainsi relevé ses taux de 25 points de base à 4.75% et a réitéré son message que des hausses supplémentaires de taux seraient appropriées.

Cependant, c'est véritablement durant la conférence de presse que Jerome Powell s'est dévoilé, en reconnaissant être dans un processus de désinflation ouvrant potentiellement la voie à un scénario de « soft landing » justifiant une pause prochaine dans la politique de hausse des taux.

Ce revirement s'est aussitôt traduit par une forte baisse des taux d'intérêt et une hausse rapide des actions. Cette bascule à venir de la politique monétaire nous incite à prendre des positions à la pentification de la courbe des taux, c'est-à-dire une baisse relative plus importante des taux à 5 ans vs les taux à 30 ans.

La Banque d'Angleterre a également communiqué sur les pressions déflationnistes à l'œuvre dans les économies développées et s'est montrée prudente sur la suite de sa politique monétaire étant donné la faiblesse de l'économie. Le marché a aussitôt anticipé la fin prochaine du cycle de resserrement monétaire et le taux 10 ans UK a baissé de 30 points de base.

De son côté, la BCE a fait état des pressions inflationnistes persistantes et de la nécessité de relever les taux de 50 points de base supplémentaires en mars, sans pour autant convaincre le marché de sa détermination à rester restrictive.

Au niveau macro-économique, les derniers chiffres US traduisent un ralentissement de l'inflation des pressions salariales, avec un indice du coût de l'emploi qui décélère à 4.1% annualisé et un recul de l'activité anticipé via les indices de confiance PMI. Le marché du travail US est particulièrement résilient avec des destructions d'emplois dans le secteur de la tech largement compensées par des embauches dans le tourisme. On a ainsi des données contradictoires entre l'enquête Jolt qui s'inscrit en forte hausse tandis que les données via ADP et le site Indeed dépeignent un net ralentissement des créations d'emplois.

Au niveau microéconomique, les résultats sont légèrement en dessous des attentes, mais les entreprises dégradent leurs prévisions, en particulier dans le secteur technologique, Apple et Alphabet notamment.

**Dans cet environnement de pivot des banques centrales mais de dégradation du cycle économique, nous continuons de privilégier le crédit par rapport aux actions, segment sur lequel nous préférons les marchés émergents aux marchés développés.**

**Sur les taux, nous sommes ainsi constructifs sur les stratégies de portage en total return. Concernant les taux gouvernementaux, nous préférons l'obligataire américain à celui de la zone euro.**

## ACTIONS EUROPÉENNES

La fin de semaine sur le marché des actions européennes a été marquée, sans surprise, par une nouvelle hausse des taux directeurs de la BCE de +50 points de base à 2.5%, niveau le plus haut depuis 2008. Christine Lagarde en a profité pour confirmer qu'une autre hausse de +50 points de base devrait suivre à la réunion de mars, sans s'engager au-delà. Ce mouvement couplé à la hausse concomitante de +50 points de base de la BOE ont alimenté l'espoir d'une fin de cycle imminente et entraîné une forte hausse jeudi des marchés actions. Ces messages viennent en soutien aux chiffres de l'inflation, avec un ralentissement plus rapide qu'attendu (+8.5% annuel vs 8.9%) et une croissance du PIB légèrement au-dessus des attentes. Cette croissance est principalement portée par une amélioration du solde extérieur et non par une amélioration de la consommation qui reste pénalisée par la vigueur de l'inflation.

Du côté microéconomique, le secteur bancaire a publié de bons résultats notamment **Santander** et **UniCredit** qui a signé le meilleur résultat annuel depuis 10 ans accompagné d'un retour aux actionnaires en hausse de +1.5Mds€. Certains concurrents ont cependant été pénalisés par un message de prudence pour 2023 notamment **UBS**, **ING** et **Deutsche Bank**. Concernant le secteur technologique, l'éditeur de logiciel français **Dassault Systèmes** publie de bons résultats 2022 qui ont été salués par le marché. Mi-figue mi-raisin dans le secteur de la santé avec d'un côté **Roche** qui publie des résultats décevants et une guidance en ligne alors que **Novartis** s'est montrée plus résiliente au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre. Enfin, le constructeur automobile **BMW** prend le contrepied de ses concurrents Tesla ou Xpeng et fait état d'une hausse de prix sur certains modèles en Chine en raison de la hausse des coûts des matières premières et de la logistique. Cette décision démontre le nécessaire arbitrage entre volumes et rentabilité dans un contexte où l'inflation se mêle au ralentissement économique.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Une semaine chargée sur les marchés américains avec la publication de près d'un tiers du S&P500 et les discours des banquiers centraux.

Du côté de la Fed, les propos de Jerome Powell ont été moins restrictifs que ceux tenus lors de ses dernières interventions. Il a notamment mentionné que la banque centrale avait « réalisé des progrès dans sa bataille contre l'inflation » et que le « processus de désinflation avait désormais débuté », tout en soulignant la nécessité de réaliser encore « quelques relèvements de taux supplémentaires dans les prochains mois ».

Le marché a apprécié la perspective d'un soft landing, notamment à l'heure où de plus en plus de données macroéconomiques semblent se détériorer : un ISM à 42.5, la confiance des ménages en deçà des attentes, les salaires qui ralentissent plus vite que prévu à +1% par rapport au trimestre précédent.

En janvier, l'indice Nasdaq a progressé de 10.7% enregistrant son meilleur début d'année depuis 2001.

Du côté des sociétés, beaucoup de prudence également, notamment chez les géants de la tech : **Apple**, **Amazon** et **Alphabet** ont enregistré un ralentissement généralisé de la demande sur l'électronique grand public, l'e-commerce, les activités de « cloud computing » et la publicité digitale.

**Apple** a enregistré son plus faible niveau d'activité en 4 ans pour la saison des fêtes (difficultés sur les chaînes d'approvisionnements et faiblesse des ventes d'iPhones et de Macs). C'est la première fois depuis 2015 qu'Apple rate les attentes du consensus au 4<sup>ème</sup> trimestre. **Amazon** a pointé du doigt un ralentissement des dépenses de consommation et de ses activités dans le « cloud computing » AWS qui étaient jusqu'à maintenant un important moteur de croissance. **Alphabet** a souffert d'un recul des dépenses de publicité en ligne au 4<sup>ème</sup> trimestre. Les activités de moteur de recherche utilisant l'intelligence artificielle vont devenir centrales pour le groupe afin de mieux répondre à la concurrence de ChatGPT.

Quelques titres ont surtout souffert de déceptions spécifiques : **Electronic Arts** accuse une baisse de -10% à cause d'un report de jeu, **Snap** de -16% en raison d'une forte baisse des dépenses publicitaires sur sa plateforme au 4<sup>ème</sup> trimestre et pour la première fois de son histoire une prévision de revenus en baisse.

Le rallye le plus impressionnant reste celui de **Meta Platforms**. La maison mère de Facebook progressait de 20% suite à l'annonce d'un programme de rachat d'actions de 40Mds\$ et d'un ton offensif de son CEO, Mark Zuckerberg, sur l'amélioration attendue de la rentabilité du groupe en 2023.

## ACTIONS JAPONAISES

L'indice Nikkei 225 a légèrement progressé de 0.14%, tandis que le TOPIX a reculé de 0.67%. Les places boursières japonaises sont restées quasi inchangées durant la période, l'actualité positive à l'égard du plafond atteint par les hausses de taux d'intérêt à l'échelle mondiale, de la réouverture de l'économie chinoise et du maintien d'une politique monétaire accommodante par la Banque du Japon a été contrebalancée par la publication de résultats trimestriels inférieurs aux estimations par les fabricants japonais, en raison du ralentissement de l'économie mondiale et de la vigueur du yen.

Le secteur de l'électricité et du gaz a grimpé de 3.81%, dans le sillage de **Tokyo Gas** et **Chubu Electric Power** qui ont annoncé, contre toute attente, une révision à la hausse de leurs prévisions de bénéfices pour l'exercice 2022. Les appareils électroménagers ont gagné 0.89%, alors que les fabricants d'équipements de production de semi-conducteurs ont fait l'objet d'un courant acheteur du fait de l'envolée de l'indice Philadelphia Semiconductor (SOX). Le secteur de la papeterie a légèrement progressé de 0.81%, les analystes anticipant un recul des coûts des matières premières compte tenu de l'appréciation du yen.

En revanche, le secteur minier et celui des produits du pétrole et du charbon se sont repliés de 4.24% et 4.12% respectivement, sur fond de baisse des prix des matières premières. Les produits pharmaceutiques ont reculé de 4.13%, alors que l'ensemble des secteurs défensifs ont été pénalisés par les prises de bénéfices des investisseurs.

**Tokyo Gas** et **Chubu Electric Power** se sont inscrits en forte hausse (+9.46% et +9.23% respectivement) à la faveur de la baisse des prix du GPL et du pétrole brut ainsi que de la révision à la hausse de leurs prévisions de bénéfices. **Tokyo Electron**, un fabricant d'équipements de production de semi-conducteurs, a progressé de 4.26% face à l'envolée de l'indice SOX.

**Ajinomoto**, une société spécialisée dans l'agroalimentaire, et **Chugai Pharmaceutical** ont cédé 7.98% et 5.45% respectivement, les valeurs défensives ayant globalement été pénalisées par les prises de bénéfices des investisseurs. **East Japan Railway** a chuté de 5.52%, alors que la société a publié des résultats trimestriels (d'octobre à décembre 2022) inférieurs aux attentes du marché.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY a perdu du terrain, passant de 130,22 yens pour un dollar à 128,66 yens (selon Bloomberg), le ton adopté par le président de la Réserve fédérale américaine Jerome Powell à l'issue de la réunion de janvier du FOMC n'ayant pas été aussi ferme que prévu.

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a terminé la semaine passée à l'équilibre (cours de jeudi à la clôture), alors que Taïwan et la Corée du Sud ont surperformé, que la Chine est restée inchangée et que le Mexique et le Brésil ont légèrement reculé. L'Inde a de nouveau sous-performé, affichant une baisse de 1.5% en raison des inquiétudes persistantes à l'égard d'**Adani Group**.

En **Chine**, les indices PMI manufacturier et des services ont fortement rebondi en janvier, terminant à 50.1 et 54.4 respectivement, contre des niveaux de 47 et 41.6 en décembre. Les autorités chinoises ont annoncé que le nombre de séjours en clinique liés au Covid-19 avait atteint un sommet en décembre 2022. La Commission de réglementation des valeurs mobilières prévoit d'étendre le système d'introduction en bourse basé sur l'enregistrement, ce qui marquerait un grand pas vers la réforme du marché des capitaux chinois. Les provinces de Shanghai et de Zhejiang, ainsi que d'autres, ont publié de nouvelles politiques visant à soutenir les achats de véhicules électriques ou l'investissement dans la chaîne d'approvisionnement des véhicules électriques. L'indice des prix des résidences secondaires dans les 50 plus grandes villes du pays a de nouveau progressé, enregistrant ainsi sa première croissance positive en glissement mensuel depuis 17 mois. Les ventes des boutiques hors taxes de Hainan ont augmenté de 20% sur un an durant les cinq premiers jours de congés à l'occasion du Nouvel An lunaire. Le Japon et les Pays-Bas s'apprêtent à imiter les États-Unis en vue de limiter l'accès de la Chine aux machines de semi-conducteurs de pointe. Selon certaines informations, **Baidu** serait sur le point de lancer un outil d'intelligence artificielle similaire à ChatGPT en mars. Par ailleurs, **CATL** prévoirait de lever 5Mds\$ US par le biais de la cotation de GDR en Suisse.

En **Corée du Sud**, **LG Chem** a rendu compte de bénéfices inférieurs aux attentes pour l'exercice 2022, la faiblesse de son activité dédiée aux produits pétrochimiques ayant contrebalancé la croissance de celle axée sur les matériaux pour batteries. **SK Hynix** a fait part de pertes nettes au 4<sup>ème</sup> trimestre 2022 en raison de la forte baisse de son chiffre d'affaires et des prix des puces mémoire. La société anticipe un redressement de la demande au second semestre 2023 et a maintenu son plan de réduction des dépenses d'investissement. **Samsung** a fait part d'un résultat opérationnel conforme aux estimations

au 4<sup>ème</sup> trimestre 2022, la hausse des bénéfices de ses activités dédiées aux écrans et aux téléphones mobiles ayant été contrebalancée par la baisse des bénéfices de celle axée sur les puces mémoire. La croissance des dépenses d'investissement restera toutefois inchangée en 2023 par rapport à 2022.

En **Inde**, le gouvernement a dévoilé un budget de 550Mds\$ US, l'une des augmentations des dépenses en capital les plus importantes de son histoire pour stimuler la croissance économique et la création d'emplois, tout en visant à faire diminuer le déficit budgétaire avant les élections qui se tiendront l'année prochaine. **Adani Group** a retiré son offre publique de suivi de 2,5Mds\$ US en raison de la sursouscription de son titre. Le nombre de véhicules de tourisme a augmenté de plus de 20% en janvier, à la faveur d'un faible effet de base. **Tata** et **M&M** ont enregistré une croissance de 18% et 65% sur un an, dans le sillage de la solide dynamique observée avec les lancements récents. **Titan** a publié des résultats conformes aux estimations au 3<sup>ème</sup> trimestre de l'exercice 2023. La société reste optimiste sur le front de la demande en joaillerie à court et moyen terme.

Au **Brésil**, le Réal s'est apprécié pour s'établir à un plus haut depuis le mois de juin, après que la banque centrale a laissé les taux d'intérêts inchangés et a fait part de son inquiétude quant à la hausse des estimations d'inflation pour 2024. **Santander Brasil** a fait état de résultats largement inférieurs aux attentes, avec un BPA en deçà de 45% des prévisions des analystes, en raison de la hausse des provisions, ce qui est probablement lié à **Americanas**. De plus, la croissance des prêts a été inférieure à celle de ses concurrents.

Au **Mexique**, le PIB a progressé de 0.44% au 4<sup>ème</sup> trimestre 2022, soit une croissance de 3% sur l'année. Les transferts de fonds des travailleurs se sont établis à 5,36Mds\$ US en décembre, soit un chiffre supérieur aux attentes. Le ministre des Affaires étrangères Marcelo Ebrard a déclaré que **Tesla** annoncerait prochainement un nouvel investissement au Mexique.

En ce qui concerne la **relocalisation des chaînes d'approvisionnement**, **Jabil**, un fournisseur d'Apple, a commencé à envoyer des composants pour la production d'AirPods depuis l'Inde vers la Chine et le Vietnam, ce qui représente une étape importante pour le géant américain dans le cadre de la diversification de sa chaîne d'approvisionnement.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

La dette obligataire privée a connu la semaine précédente de très belles performances, portées à la fois par les taux et les primes de crédit. Les obligations privées Investment Grade ont délivré +1.2% entre les séances de lundi et jeudi amenant la performance depuis début janvier à +3.4%. Le marché des obligations de Haut Rendement a atteint +4.3% depuis le 1<sup>er</sup> janvier après une contribution positive la semaine précédente de +1%.

Sur le segment des obligations financières, c'est une semaine positive en tous points. En premier lieu, les résultats du 4<sup>ème</sup> trimestre continuent d'être très solides, boostés par l'environnement de taux plus élevés. A noter, les très belles publications de **Santander** et **BBVA**. De son côté, le groupe **Raiffaisen** a bien terminé l'année 2022 avec un CET1 de 13.5% après la dépréciation de son exposition russe. Portés par de bonnes nouvelles, des flux de nouveaux positifs et les discours plus rassurants des banques centrales, les obligations financières subordonnées notamment les CoCo € se sont appréciées de 1.35% au cours de la

semaine, avec des spreads au call qui se sont resserrés de 60 points de base. Enfin, à noter également le regain d'intérêt pour les nouvelles émissions, avec la banque grecque **Alpha Bank** sortant un AT1 de 400m€ avec un coupon semi-annuel de 11.875%, un niveau très agressif qui a tiré à la hausse toutes les obligations périphériques de Haut Rendement.

Sur le marché du Haut Rendement, la dynamique fut semblable et très porteuse avec un indice Crossover porté à la baisse de 400 points de base pour la première fois depuis avril 2022. Le marché primaire reste attractif. Notons deux nouvelles émissions la semaine précédente : **Stena** BB (7.25% 2028) et **Foncia** B (7.75% 2028).

## CONVERTIBLES

Une semaine très active sur le marché des obligations convertibles, soutenues par les bénéfices des entreprises et un marché primaire dynamique. Du côté des bénéfices des entreprises, la semaine qui vient de s'écouler s'est révélée plus difficile, marquée par le repli de certaines valeurs en Europe telles que **Sanofi** qui a cédé du terrain après avoir anticipé un ralentissement de la croissance de ses bénéfices. Aux États-Unis, les bénéfices de **Ford** au 4<sup>ème</sup> trimestre sont ressortis en deçà des attentes dans un contexte de ralentissement de la croissance dans le secteur émergent des véhicules électriques (VE). Dans la même veine, dans le secteur technologique, **Bill.com** a pris le marché de court en indiquant un affaiblissement de sa clientèle pour des raisons macroéconomiques.

Sur le marché primaire, les nouvelles émissions ont continué d'être actives dans toutes les régions. En Europe, **Rheinmetall**, le groupe allemand de défense et d'ingénierie, a lancé une émission à double tranche de 1Md€ assortie d'un coupon de 1.875% arrivant à échéance en 2028 et d'un coupon de 2.25% arrivant à échéance en 2030. Aux États-Unis, **Integer Holding**, un fabricant d'appareils médicaux, a émis pour 435m\$ US d'obligations convertibles senior assorties d'un coupon de 2.125% arrivant à échéance en 2028. En Asie, la société d'investissement singapourienne **Straits** a émis une obligation convertible d'un montant de 370m\$ SGD (dollars de Singapour) d'**ESR Group**, une société basée à Hong Kong, spécialisée dans l'immobilier et la logistique.

*Achevé de rédiger le 03 février 2023*

## **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**

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