



## FLASH MARCHÉS : UNE ÉCONOMIE INSENSIBLE AUX TAUX ?

- *Le mouvement de désinflation qui prévalait depuis fin septembre 2022 s'essouffle, voire s'inverse en Europe.*
- *Aux Etats Unis, la situation inflationniste est moins problématique mais le « core PCE » ne baisse pas autant que prévu.*
- *Nous restons prudents sur les actions et conservons une vue constructive sur les obligations d'entreprises et neutre sur la duration.*

Le mouvement de désinflation qui prévalait depuis fin septembre 2022 s'essouffle, voire s'inverse en Europe. L'inflation remonte ainsi à 9,3% en Allemagne, à 6,1% en Espagne et continue même d'accélérer à 7,2% en France. L'inflation cœur inscrit un nouveau plus haut, atteignant 5,6% en Europe, ce qui complique la tâche de la BCE.

Ainsi, les anticipations à 10 ans de l'inflation européenne dérapent à 2,6%, en dépassant de 15 points de base celles des USA, traduisant la défiance des investisseurs. La BCE va devoir restaurer sa crédibilité et il est fort probable qu'elle poursuive sa politique avec des hausses de 50 points de base pour les deux prochaines réunions.

Aux Etats Unis, la situation est moins problématique mais le « core PCE » ne baisse pas autant que prévu et la composante prix de l'ISM repart à la hausse. Il reste néanmoins un potentiel de baisse supplémentaire avec la prise en compte décalée de l'évolution des loyers immobiliers.

Les taux s'ajustent à la hausse, le 10 ans US franchissant le seuil psychologique des 4%, tandis que le taux terminal de la Fed atteint 5,4% et celui de la BCE s'approche de 4%.

C'est pourquoi, l'optimisme affiché par le nouveau gouverneur de la BoJ qui anticipe un reflux naturel de l'inflation japonaise sous la cible des 2% en 2023 surprend. Il pourra difficilement faire l'impasse d'un assouplissement de la politique du « Yield Curve Control ».

Au niveau de la croissance, les chiffres sont beaucoup plus contrastés. D'un côté, nous constatons une dégradation des indicateurs ISM manufacturiers US et français anticipant une récession et de l'autre, les indices liés au services et les ventes au détail pointent une réaccélération de l'activité.

Cette résilience de l'économie mondiale s'explique en partie par la réouverture de la Chine. L'indice de confiance PMI manufacturier y établit d'ailleurs un nouveau record de 10 ans, salué par un fort rebond de plus de 5% du marché actions.

Nous pensons néanmoins que l'arrêt progressif des stimulus budgétaires, couplé au délai de transmission des politiques monétaires, devraient progressivement peser sur l'activité et les marges des entreprises.

Dans cet environnement d'inflation qui persiste à un niveau encore élevé et de hausse des taux terminaux, les primes de risques nous semblent insuffisamment attractives et nous incitent à la prudence sur les actions, notamment américaines. Nous avons néanmoins

**renforcé notre position sur les actions chinoises suite à la correction de plus de 10% de ce marché. Nous conservons une vue constructive sur les obligations d'entreprises et neutre sur la duration.**

## ACTIONS EUROPÉENNES

Une semaine mitigée pour les marchés européens qui ont été marqués en début de semaine par un indice de sentiment économique en zone euro ressorti à un niveau bien inférieur aux attentes (99,7 en février vs 101 attendu et 99,8 en janvier). Ce résultat est dû principalement à une dégradation de la confiance des chefs d'entreprises de l'industrie manufacturière et de services. À l'inverse, un signal favorable émerge du net ralentissement des perspectives des prix de vente de la part des entreprises.

D'autre part, les chiffres d'inflation provisoires en zone euro ont de nouveau jeté un froid sur les espoirs de sa rechute rapide. Que ce soit en France, en Espagne ou au Portugal, l'inflation totale a nettement rebondi en rythme séquentiel en février (respectivement +0,9%, +1% et +0,3% par rapport à janvier). Le détail est d'autant plus inquiétant que l'inflation sous-jacente (hors prix de l'énergie et alimentaires, la donnée la plus suivie par la BCE) ne montre pas de signe de modération et poursuit au contraire son accélération, portée par les services. Ces chiffres confortent les membres volontaires de la BCE à aller plus loin dans le resserrement monétaire comme l'a indiqué sa présidente, Christine Lagarde ce jeudi.

Dans ce contexte, deux thèmes restent clés: le marché du travail et le pricing power.

**Adecco** a, par exemple, souligné un ralentissement du marché du travail depuis plusieurs mois. L'agence d'intérim franco-suisse déplore des résultats en forte baisse au 4<sup>ème</sup> trimestre 2022 avec des embauches qui continuent de faiblir depuis le début de l'année. Un signal habituellement avant-coureur d'une baisse de l'activité économique dans les prochains mois.

Du côté du pricing power, les acteurs du luxe semblent toujours imperméables au ralentissement économique. **Moncler** et **Aston Martin** ont en effet tous deux fait état de perspectives bien supérieures aux attentes pour 2023. D'un côté, **Moncler** mise sur la résilience de la demande et le rebond de l'activité en Chine, de l'autre, **Aston Martin** sur une forte accélération de sa rentabilité, preuve de son pricing power. Le leader mondial de l'industrie brassicole, **ABInbev**, a également prouvé la résilience de son pricing power en annonçant des résultats mitigés en dépit de volumes de ventes inférieurs aux attentes au 4<sup>ème</sup> trimestre 2022, mais se rattrapant avec une rentabilité meilleure qu'attendue. A l'inverse dans la cosmétique, **Beiersdorf** après une année 2022 exceptionnelle, s'attend à un ralentissement de la demande en 2023. Afin d'envisager une amélioration de sa rentabilité au dépit une baisse de la demande, elle envisage une augmentation de ses prix. Le groupe constate, en revanche, une nette reprise de la consommation en février sur le marché chinois. Pour **Puma**, le constat est le même avec un manque de pricing power, l'entreprise s'attend à une année 2023 très compliquée. La hausse là-aussi attendue de la demande chinoise ne sera pas en mesure de compenser une rentabilité sous forte pression alors que le groupe voit ses coûts de matières premières, de transport et de marketing s'envoler.

D'autres publications de résultats clés ont animé la semaine notamment dans la grande consommation avec **Casino** et **Ocado** qui ont tous les deux fait état de résultats décevants dans le sillage d'une inflation élevée. Une forte inflation qui incite les consommateurs à surveiller leurs dépenses, se tournant ainsi davantage vers les enseignes à bas prix. Les géants de la logistique, eux, n'ont pas tous le même discours : **Kuehne+Nagel** est très optimiste quant à ses projections alors que **Hapag-Lloyd** s'attend à un effondrement des

bénéfices en 2023. A l'instar de **BASF** la semaine dernière, **Evonik** publie des perspectives peu encourageantes. Le secteur de la chimie est à nouveau pénalisé par la prudence de ses principaux acteurs au regard des anticipations de résultats pour 2023, que ni la détente des prix de l'énergie ni le rebond chinois n'ont su apaiser.

## ACTIONS AMÉRICAINES

L'indice S&P 500 a terminé en territoire négatif cette semaine et affiche une baisse de 0,77 % à la clôture jeudi, dans un contexte de marché volatil. Les enquêtes sur le sentiment des investisseurs continuent d'indiquer une tendance plus baissière (le bull-bear spread de l'AAll affiche la tendance la plus négative depuis décembre). Les investisseurs restent préoccupés par le risque potentiel de baisse des bénéfices, la détérioration de la liquidité et de la dynamique des flux, ainsi que par la montée des tensions géopolitiques. Les intervenants de marché continuent d'observer les indications des banquiers centraux concernant les taux d'intérêt futurs. Le président de la Fed d'Atlanta, Raphael W. M. Bostic, a déclaré jeudi qu'il était favorable à une hausse de 25 points de base, soulignant les récentes données économiques plus importantes fortes que prévues : les coûts unitaires de main-d'œuvre ont été révisés à la hausse pour le 4<sup>ème</sup> trimestre, l'indice ISM manufacturier de février était largement conforme aux attentes mais la composante prix payés est de nouveau en expansion après quatre mois de décélération. Les ventes de logements en attente pour janvier ont surpris à la hausse. Le marché des swaps prévoit désormais quatre hausses supplémentaires des taux d'intérêt d'ici juillet, ce qui porterait le taux maximal à 5,50-5,75 %.

Du côté des entreprises, le WSJ a rapporté que **Pfizer** serait en pourparlers préliminaires pour acquérir la société de biotechnologie **Seagen** pour plus de 30 milliards de \$ US. Seagen développe des produits anticorps-médicaments et a déjà approuvé quatre produits sur le marché.

La saison des résultats du 4<sup>ème</sup> trimestre touche à sa fin, 95 % des sociétés ayant publié leurs résultats aux États-Unis. La croissance des bénéfices par action a été beaucoup plus faible qu'au 3<sup>ème</sup> trimestre, les entreprises ayant enregistré une contraction de leurs bénéfices sur une base annuelle. La semaine dernière, de nombreux retailers ont publié leurs données du 4<sup>ème</sup> trimestre, l'exercice financier se terminant en janvier. Pour la plupart d'entre eux, les perspectives restent très prudentes : **Target** a indiqué qu'il lui faudrait deux ans pour retrouver le niveau des marges d'exploitation pré-Covid et **Lowes**, dans le segment du bricolage, a indiqué que la croissance est à l'arrêt. Quelques bonnes surprises sont venues des grands magasins **Macy's** et **Nordstrom** qui ont publié des ventes de début de printemps meilleures que prévues et des remises plus faibles.

## ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX se sont inscrits en hausse respectivement de 1,46% et 0,98%. Les places boursières japonaises ont enregistré de solides performances en début de période suite au rebond du marché actions américain et au discours du nouveau gouverneur de la Banque du Japon, Kazuo Ueda. Durant son discours, il a confirmé le maintien de la politique monétaire accommodante. Les actions japonaises sont par la suite restées stables à la faveur de la reprise des économies chinoise et occidentales ainsi que de la faiblesse du yen.

Les secteurs des appareils électroménagers, des machines et de l'immobilier ont progressé respectivement de 2,82%, 2,78% et 2,58%, les valeurs cycliques ayant fait l'objet d'un courant acheteur sur fond d'attentes d'une solide croissance économique à l'échelle mondiale.

À l'inverse, l'électricité et le gaz ainsi que les produits pharmaceutiques se sont repliés de 2,93% et 2,37%, alors que les investisseurs ont délaissé les titres défensifs pour se tourner vers les valeurs cycliques. Les contrats à terme sur titres et sur matières premières ont reculé de 1,31% en raison de la baisse du volume de trading d'actions et de la faiblesse de l'activité de banque d'investissement.

**SMC**, un fabricant d'appareils dédiés à l'automatisation industrielle, s'est inscrit en hausse de 7,19%, les entreprises de machines ayant globalement fait l'objet d'un courant acheteur suite à la publication d'un indice PMI manufacturier supérieur aux attentes en février en Chine.

**Ajinomoto**, une société spécialisée dans l'agroalimentaire, a gagné 7,02%, alors que ses prévisions de bénéfice net pour l'exercice 2022 ont été revues à la hausse et que les investisseurs ont apprécié son plan d'activité intermédiaire, selon lequel la société prévoit d'annuler ses actions de trésorerie et de mettre en œuvre une politique de dividende progressif. **Tokyo Electron**, un fabricant d'équipements, de production de semi-conducteurs a progressé de 5,02% à la faveur de la solidité de l'indice Philadelphia Semiconductor et des attentes d'une augmentation des ventes compte tenu de la construction d'usines de production de semi-conducteurs de pointe sur l'île de Hokkaido par Rapidus Corp, pour un montant estimé de 5 000 milliards de yens. En revanche, **Chugai Pharmaceutical**, **The Kansai Electric Power** et **Nitori Holdings** une chaîne de magasins de mobilier et de décoration intérieure, ont cédé respectivement 6,20%, 5,21% et 4,41%, pénalisés par les prises de bénéfices des investisseurs qui ont délaissé les titres défensifs pour se tourner vers les valeurs cycliques.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY s'est de nouveau montrée solide durant la période, passant d'environ 135 yens pour un dollar à environ 137 yens, sur fond d'anticipations d'un creusement de l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et le Japon et de relèvements prolongés des taux d'intérêt aux États-Unis.

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a terminé la semaine en hausse (+0,9%, cours de jeudi à la clôture), dans le sillage de la Chine et du Mexique qui ont gagné respectivement 2,7% et 3,2%. Taïwan est resté quasi inchangé, tandis que le Brésil a reculé de 2,3%.

En **Chine**, le PMI manufacturier s'est inscrit en hausse à 52,6 en février, contre 50,1 en janvier, soit son niveau le plus élevé sur les dix dernières années. Le PMI non manufacturier a également progressé à 56,3, dépassant ainsi les attentes. Les autorités chinoises ont dévoilé un plan national en vue de développer les secteurs de la transition numérique du pays. La Chine prévoit d'introduire 17 nouvelles mesures dans le secteur immobilier afin d'accroître le financement pour les locations de logement. **Haidilao**, chaîne de restauration, a fait part d'un avertissement positif sur ses résultats à la faveur d'une meilleure réduction des coûts. Du côté du secteur automobile, **Li Auto** a rendu compte de ses résultats pour le 4<sup>ème</sup> trimestre 2022, avec un bénéfice net positif supérieur aux attentes, la société annonçant par ailleurs être en avance sur son objectif de ventes au premier trimestre 2023. En revanche, **NIO** a publié des résultats inférieurs aux prévisions au 4<sup>ème</sup> trimestre 2022, en raison d'une marge de bénéfice brut plus faible, mais la direction reste optimiste et prévoit de doubler son volume de ventes en 2023. Dans le secteur technologique, **Tencent** a créé une équipe afin de développer un produit semblable à ChatGPT.

À **Hong Kong**, les règles à l'égard du port du masque en intérieur et en extérieur vont prochainement être abandonnées. **Techtronic** a publié des résultats conformes aux attentes

et a donné une explication convaincante quant aux affirmations récentes faites par un vendeur à découvert.

En **Inde**, le PMI des services s'est accéléré à un rythme inédit depuis 12 ans. La croissance du PIB indien a ralenti à 4.4% au 4<sup>ème</sup> trimestre (d'octobre à décembre), bien qu'elle ait été précédemment revue à la hausse pour 2021-2022, passant de 8,7% à 9,1%. Le président du conseil d'administration de **Foxconn** Young Liu et le Premier ministre indien Narendra Modi se sont rencontrés pour échanger sur l'écosystème indien en matière de technologie et d'innovation. Foxconn a par la suite annoncé son intention d'investir millions de \$ US en Inde afin d'accroître les capacités de production locales. Les actions d'Adani Group se sont nettement redressées vendredi après que la société basée en Floride GQG Partners a fait part d'un investissement de près de 1,9 milliard de \$ US.

Au **Brésil**, le PIB réel s'est établi à -0.22% en glissement trimestriel et ajusté des variations saisonnières (en rythme non annualisé) au 4<sup>ème</sup> trimestre 2022, contre des estimations de -0.2%, et le gouvernement a annoncé une reprise partielle de l'exonération de l'impôt sur les carburants ainsi que de nouvelles taxes sur les exportations de pétrole. **Meli** a rendu compte de solides résultats, alors que **Weg** a fait part d'un nouvel investissement au Brésil en vue de construire une usine, ce qui lui permettra d'accroître les capacités de production de batteries au lithium.

Au **Mexique**, le crédit nominal a progressé de 13% sur un an et de 0,6% sur un mois en janvier. Les chiffres de l'emploi ont gagné 5,1% en glissement annuel (2,82 millions de nouveaux emplois) en janvier, tandis que la population active a augmenté de 2,49 millions de personnes (4,3% sur un an). Le nombre d'emplois salariés s'est inscrit en hausse de 5,4% en glissement annuel. Le président mexicain et **Tesla** ont annoncé que la société américaine allait construire sa prochaine giga-usine dans le nord du Mexique, à Monterrey plus précisément, en investissant 5 milliards de dollars US.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

Chiffres à l'appui, la robustesse à la fois de l'inflation cœur et des économies continue d'alimenter les perspectives de hausses de taux supplémentaires par les banques centrales. Le taux 10 ans US s'est apprécié de 11 points de base et l'allemand de 15 points de base. Les primes de crédit quant à elles restent stables sur la semaine malgré le contexte de taux. Le marché de l'Investment Grade offre un rendement de 4,4% et celui du High Yield s'établit désormais à 7,3%. L'indice Crossover oscille lui entre 400 et 420 points de base.

Sur le segment des financières, nous notons principalement une dynamique sur le marché primaire avec trois CoCo émises, une dans chaque devise. **Barclays** a émis 1,5 milliard £ à 9.25%, **HSBC** a levé 2 milliards de \$ US à 8%, et la banque espagnole **Caixabank** a de son côté émis 750 millions € à 8,25%. Les spreads des CoCo € ont montré de la résilience en se resserrant de 10 points de base sur la semaine. Les résultats du 4<sup>ème</sup> trimestre sont toujours bien orientés, avec les banques telles que **Banco Comercial Portugais**, **Permanent TSB** ou **Ibercaja** qui ont toutes affiché de fortes croissances des marges.

Sur le segment du High Yield, malgré la volatilité des taux, les spreads de crédit sont restés très résilients. La première explication est une configuration technique très favorable : les

flux entrants dans la classe d'actifs sont nettement supérieurs au volume du marché primaire. Cette semaine, le laboratoire pharmaceutique israélien **Teva** (BB-) est venu refinancer 2 milliards d'obligations 2025/2026 avec des tranches en USD et en EUR sur des maturités 2029 (800 millions € 7,375%) et 2031 (500 millions € 7,875%). La prime attractive du deal s'est traduite par une demande très élevée, le deal performe également sur le marché secondaire.

## CONVERTIBLES

La semaine a été très active sur les marchés des obligations convertibles internationales, grâce à une activité essentiellement portée par un marché primaire solide.

Après le niveau exceptionnel des nouvelles émissions la semaine dernière aux États-Unis, cette semaine, c'était au tour de l'Asie de rattraper la tendance : **Iqiyi**, société chinoise de vidéo et de divertissements, a émis pour 600 millions de \$ US d'obligations convertibles à 5 ans avec un coupon de 6,5% afin de refinancer sa dette. Peu de temps après, **Wynn Macau**, l'exploitant d'hôtels et de casinos, a lancé une émission d'obligations convertibles à 4,875% arrivant à échéance en 2024 pour un montant de 600 millions de \$ US. Cette nouvelle émission d'obligations convertibles permet à Wynn Macau de réduire sa charge d'intérêts annuels et d'allonger la maturité de sa dette. Cette nouvelle émission a été bien accueillie sur le marché, qui considère 2023 comme l'année de la reprise, étant donné l'assouplissement des restrictions pesant sur les déplacements entre la Chine, Hong Kong et Macao, et la forte demande latente des consommateurs. L'activité sur le marché primaire des obligations convertibles est actuellement soutenue par deux facteurs principaux : les économies de coupons pour les entreprises par rapport à l'émission de dette directe, en contrepartie d'une option d'achat à des prix attractifs pour les investisseurs.

*Achevé de rédiger le 03 mars 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