



## FLASH MARCHÉS : RENFORCEMENT DES TENSIONS GÉOPOLITIQUES

• *Par discours interposés, Joe Biden puis Vladimir Poutine se sont rejetés la responsabilité du conflit en Ukraine. La Russie a décidé de suspendre sa participation au traité sur la non-prolifération des armes atomiques (Start).*

• *Si les facteurs externes de l'inflation (l'énergie et les difficultés d'approvisionnement) continuent de se replier, l'inflation « cœur » se montre plus persistante, en particulier en zone euro où elle continue d'accélérer.*

• *Nous augmentons d'un cran notre prudence sur les actifs risqués au profit du monétaire et conservons une vue constructive sur les obligations d'entreprises et neutre sur la duration.*

Les tensions géopolitiques se sont encore renforcées au cours de la semaine à l'approche de la date d'anniversaire du conflit entre la Russie et l'Ukraine, soutenant l'appréciation du dollar. Par discours interposés, Joe Biden puis Vladimir Poutine se sont rejetés la responsabilité du conflit en Ukraine. La Russie a décidé de suspendre sa participation au traité sur la non-prolifération des armes atomiques (Start). La Chine, tout en rappelant son soutien indéfectible à la Russie, a appelé à des négociations pour éviter un embrasement international du conflit. L'Assemblée générale de l'ONU a voté une résolution non contraignante, à 141 voix favorables (7 contre, 32 abstentions dont la Chine et l'Inde), réaffirmant l'intégrité territoriale de l'Ukraine et enjoignant la Russie au retrait de ses forces militaires.

Le secteur immobilier subit le contrecoup du resserrement monétaire. En Europe, c'est l'activité de construction qui se replie de 2.5% en décembre. Aux Etats-Unis, les ventes de logements existants ont baissé de 40% depuis leur plus haut de janvier 2021 entraînant les prix des logements à la baisse (-3.6% depuis leur plus haut de juin 2022).

Les indicateurs d'activité PMI repassent en territoire d'expansion aux Etats-Unis, en Europe et au Japon, tirés par un rebond dans les services, tandis que le secteur manufacturier reste en territoire de contraction, les nouvelles commandes étant toujours mal orientées. En Europe, la confiance des consommateurs mesurée par la Commission européenne continue son rebond en février mais reste cependant sur des niveaux très dégradés.

Si les facteurs externes de l'inflation (l'énergie et les difficultés d'approvisionnement) continuent de se replier, l'inflation « cœur » se montre plus persistante, en particulier en zone euro où elle continue d'accélérer. Tant que le marché de l'emploi reste vigoureux, le risque d'une boucle inflation salaire pousse les banques centrales à maintenir leur politique monétaire restrictive. Isabel Schnabel à la BCE et les Minutes du FOMC de la Fed ont rappelé qu'ils n'ont pas terminé leur cycle de resserrement des taux directeurs et restent très attentifs à la trajectoire du noyau dur de l'inflation. D'autant plus, si l'activité économique reste dynamique grâce aux soutiens budgétaires ou à la réouverture de l'économie chinoise.

Le futur gouverneur de la banque centrale du Japon, Kazuo Ueda, qui devrait prendre ses fonctions en avril prochain, devrait inscrire la future politique monétaire du Japon dans la continuité de celle menée par son prédécesseur, Kuroda. Il affirmait devant les

parlementaires « qu'il est nécessaire que la Banque poursuive l'assouplissement monétaire pour soutenir fermement l'économie et créer un environnement économique permettant aux entreprises d'augmenter les salaires ».

Devant la résilience de la conjoncture des économies avancées et devant la persistance de l'inflation, faisant craindre une nouvelle vague de hausse des prix, la révision mécanique du taux terminal compresse davantage les primes de risque, laissant peu de marges en termes d'attente de bénéfices. La récente force des chiffres de croissance et d'inflation salariale nous invite donc à augmenter d'un cran notre prudence sur les actifs risqués au profit du monétaire. Sa rémunération s'avère aujourd'hui suffisamment élevée pour patienter dans l'attente de nouvelles données avant de réévaluer notre position sur les actions et le crédit. Nous conservons une vue constructive sur les obligations d'entreprises et neutre sur la duration. Sur les taux gouvernementaux, nous préférons l'obligataire de la zone euro à celui des États-Unis.

## ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens restent stables sur la semaine, les messages encourageants des entreprises et leurs résultats moins négatifs qu'initialement, contribuent grandement à l'optimisme ambiant. Ces données sont d'ailleurs confirmées par les indices PMI de février. En zone euro, l'indice composite est ressorti à 52.3 vs 50.3 en janvier, avec une dichotomie néanmoins entre la composante services qui ressort plus forte que la composante manufacturière. Si ces données rassurent sur l'activité économique, elles encouragent également les banques centrales à poursuivre leur resserrement et surtout à l'inscrire dans la durée afin de lutter contre l'inflation sous-jacente et détendre les conditions sur le marché du travail. Le gouverneur de la Banque de France a notamment réagi durant la semaine indiquant que les attentes des investisseurs en termes de taux étaient trop agressives (trop faibles).

Sur le plan de l'énergie et malgré le discours belliciste de Vladimir Poutine, les prix du gaz en Europe passent en dessous des 50€/MWh, soit un prix équivalent (en termes d'énergie finale produite) à ceux du pétrole mettant fin à l'effet de substitution entre les deux sources d'énergie.

Du côté des publications de résultats, les ventes augmentent pour le sixième mois consécutif en Europe ce qui profite au groupe **Stellantis** qui étonne par de meilleurs résultats que ceux attendus ainsi qu'un plan ambitieux de rachat d'actions. Toutefois, l'entreprise se montre prudente sur ses perspectives soulignant des fortes pressions à venir sur ses marges. Du côté équipementier, **Forvia** (ex Faurecia) rassure quant à ses perspectives financières. Si l'entreprise s'attend à souffrir d'une hausse des coûts salariaux et énergétiques en 2023, elle anticipe aussi une plus faible inflation des prix des matières premières qui compenserait ces hausses. Dans la grande distribution, **Tesco** a annoncé augmenter les salaires de ses employés en magasins de 7%, la troisième augmentation en 10 mois pour la plus grande chaîne alimentaire britannique, témoignant des pressions persistantes sur le marché du travail. **Danone** rassure sur son pricing power avec des ventes résilientes malgré plusieurs hausses de prix et en profite pour rassurer sur ses perspectives.

**Zalando** a annoncé licencier des centaines d'employés pour faire face à la baisse des perspectives sur la consommation discrétionnaire dans le e-commerce. Enfin, dans le secteur énergétique, **ENI**, malgré des résultats records, déçoit sur sa nouvelle politique de

retour à l'actionnaire. À l'instar de **BP**, l'entreprise a décidé d'augmenter ses investissements dans la production de pétrole.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Les indices américains accusent un repli important au cours des cinq dernières séances : - 3.26% pour le S&P 500 et -3.98% pour le Nasdaq. Un repli porté par des craintes récurrentes sur l'évolution de la politique monétaire notamment après la publication d'indices PMI (*Manufacturier et Services*) supérieurs aux attentes et au plus haut en huit mois.

Les minutes de la Fed ont montré la volonté toujours intacte de la banque centrale américaine de combattre l'inflation.

Les données macro-économiques ont soufflé le chaud et le froid avec un recul des inscriptions hebdomadaires (192k vs. 200k attendus) illustrant un marché du travail toujours aussi soutenu et des chiffres de croissance du PIB au 4<sup>ème</sup> trimestre révisés à la baisse à +2.7% contre +2.9% en première lecture.

En revanche, du côté micro-économique, les distributeurs ont affiché des résultats plutôt décevants qui inquiètent sur la santé du consommateur américain. **Walmart** et **Home Depot** ont perdu plus de 7% et ont causé un repli important des indices ce jour-là.

L'indice de volatilité VIX progressait de 8%, revenant sur les plus hauts depuis mi-décembre, signalant la remontée de l'aversion au risque.

La société de conseil **McKinsey** annonce l'un de ses plus grands plans de réduction d'effectifs (-2000 postes), principalement sur ses fonctions centrales. Afin de faire un geste à destination des autorités de la concurrence, **Microsoft** a annoncé un accord avec **Nintendo** pour lui offrir l'accès au jeu « Call of Duty » pendant une période de 10 ans si le projet d'acquisition d'Activision Blizzard pour 75Mds\$ aboutit.

**Intel** a réduit son dividende à son plus bas niveau depuis 16 ans afin de préserver ses liquidités et de se concentrer sur un plan de redressement. **Netflix** a baissé le prix de ses abonnements dans plus de 100 pays, principalement dans les régions à faible revenu où la société a moins de clients. Le groupe de semi-conducteurs **Nvidia** progressait de 13% suite à des résultats meilleurs que prévu et à un relèvement des perspectives grâce à l'accélération de la demande de processeurs dans le domaine de l'intelligence artificielle et des moteurs de recherche de seconde génération, tels que **ChatGPT**.

## ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX se sont repliés de 2.14% et 1.29% respectivement. Les places boursières japonaises ont été affectées durant la période par la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, sous l'effet de la progression largement plus importante que prévue de l'indice américain des prix à la production en février et de la faiblesse du marché actions américain (pénalisé par la vente des titres de croissance et notamment des valeurs technologiques).

Les secteurs des produits en caoutchouc, du fer et de l'acier ainsi que de la papeterie ont progressé de 5.23%, 4.01% et 3.07% respectivement, les actions sous-évaluées et celles liées aux matières premières ayant fait l'objet d'un courant acheteur, sur fond d'attentes d'une solide croissance économique à l'échelle mondiale, en particulier aux États-Unis.

À l'inverse, les appareils électroménagers, les instruments de précision et les services ont reculé de 3.90%, 3.54% et 3.32%, plombés par la vente des valeurs de croissance du fait des craintes entourant l'éventuelle poursuite du relèvement des taux d'intérêt américains compte tenu de la solidité des données économiques du pays.

**Bridgestone** a gagné 5.02% suite à l'annonce de prévisions de solides bénéfices pour l'exercice 2023 et à l'augmentation de son dividende. **Asahi Group** a de nouveau grimpé (+4.53%), alors que ses prévisions de bénéfice net pour l'exercice 2023 ont atteint un niveau historique et que les attentes supplémentaires ont été alimentées par la bonne performance commerciale de ses concurrents européens. **Nippon Steel** a poursuivi sa progression (+3.76%), la société attirant toujours les investisseurs grâce à son rendement de dividende élevé, mais aussi à la faveur des attentes d'une solide croissance économique mondiale.

En revanche, **Tokyo Gas** a chuté de 6.95%, les investisseurs ayant très mal accueilli l'annonce de la révision à la baisse de son taux de distribution de dividendes de 50% à 40% dans son plan d'activité intermédiaire. La plateforme de fourniture d'informations médicales **M3** a plongé de 6.88% malgré l'annonce d'une augmentation de son dividende pour l'exercice 2022, sur fond de vente généralisée des valeurs de croissance. **Dai-ichi Life Holdings**, une compagnie d'assurance-vie, a cédé 5.39%, pénalisée par les prises de bénéfices des investisseurs en raison des incertitudes concernant la politique monétaire de la BoJ après la nomination du nouveau gouverneur.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY s'est de nouveau montrée solide durant la période, passant d'environ 134 yens pour un dollar à environ 135 yens, sur fond d'anticipations d'un relèvement prolongé des taux d'intérêt aux États-Unis compte tenu de la résilience des données économiques américaines

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a terminé la semaine en baisse (-1.2%, cours de jeudi à la clôture), plombé notamment par la Chine et l'Inde qui ont reculé respectivement de 1.6% et 2.3%. Le Brésil est resté quasi inchangé, tandis que Taïwan et la Corée du Sud ont à nouveau surperformé les autres marchés émergents.

En **Chine**, les tensions géopolitiques sont revenues sur le devant de la scène suite à la rencontre entre le secrétaire d'État américain Anthony Blinken et le ministre chinois des Affaires étrangères Wang Yi, dont l'issue ne s'est pas révélée productive. Le président américain Joe Biden s'est rendu en Ukraine, tandis que Wang Yi s'est déplacé en Russie, où le consul chinois a appelé à un cessez-le-feu entre Moscou et Kiev dans sa proposition de résolution du conflit en 12 points. Par ailleurs, la Chine va lancer un programme pilote pour les fonds d'investissement immobiliers de *private equity* afin de soutenir le marché immobilier. Les sociétés technologiques chinoises ne peuvent offrir un service semblable à **ChatGPT** sans avoir reçu d'autorisation officielle. **JD.com** a annoncé la mise en œuvre d'une campagne promotionnelle d'un montant de 10Mds de yuans (1,5Mds\$ USD) afin de concurrencer **Pinduoduo (PDD)**, un acteur du e-commerce *low cost*, tandis qu'**Alibaba** a fait part de résultats supérieurs aux attentes au 3<sup>ème</sup> trimestre de l'exercice 2023, avec une reprise dans plusieurs segments. **NetEase** a rendu compte de bénéfices légèrement inférieurs aux prévisions au 4<sup>ème</sup> trimestre en raison d'un paiement ponctuel de redevances, mais son activité de base reste intacte. À l'inverse, **Baidu** a enregistré des résultats supérieurs aux attentes à la faveur d'une bonne maîtrise des coûts.

En **Corée du Sud**, la banque centrale s'est abstenue de relever ses taux d'intérêt pour la première fois en un an, compte tenu du ralentissement de l'inflation des prix à la production qui s'est établie à un plus bas depuis deux ans. **LG Chem** s'apprêterait à acquérir une participation partielle dans un fabricant japonais de feuilles de cuivre pour véhicules électriques, **Nippon Denka**, afin d'avoir une meilleure maîtrise de sa chaîne d'approvisionnement.

À **Taïwan**, **Delta Electronic** a annoncé que son objectif de croissance restait inchangé à un TCAC supérieur à 10% pour les années à venir, à la faveur de la solidité de l'activité dédiée aux véhicules électriques.

En **Inde**, les exportations de panneaux solaires ont atteint un niveau historique à 171M\$ USD, dont la quasi-totalité était destinée à des acheteurs aux États-Unis. **Tata Motors** a signé un accord en vue de fournir 25 000 berlines électriques à **Uber India**. Le sommet du G20 s'est ouvert cette semaine et l'attention se concentrera sur la restructuration de la dette du Pakistan, du Sri Lanka et du Bangladesh.

Au **Brésil**, le gouvernement a décidé de reprendre la collecte de l'impôt sur le carburant à compter du mois de mars. **MercadoLibre** a rendu compte de résultats supérieurs aux attentes au 4<sup>ème</sup> trimestre, avec une accélération de la croissance du volume brut de marchandises au Brésil et au Mexique. Au **Mexique**, **FUNO** a publié des résultats du 4<sup>ème</sup> trimestre conformes aux prévisions. Le portefeuille industriel continue d'afficher la meilleure performance parmi les différentes classes d'actifs et demeure le principal contributeur au chiffre d'affaires. En ce qui concerne la relocalisation des chaînes d'approvisionnement, **Vedanta** et **Foxconn** ont annoncé la création d'une *joint-venture* en vue de construire la première usine de fabrication de semi-conducteurs à Gujarat en Inde.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

Cette fin de mois de février confirme la pause entamée il y a deux semaines dans le rallye obligataire, largement pénalisé par le mouvement haussier des taux sans risque. Le taux 10 ans allemand retrouve sensiblement son niveau de début d'année à 2.5% après avoir atteint 2% courant janvier. Du côté des primes de crédit, la semaine a été également marquée par un léger écartement tant sur les obligations que sur les indices synthétiques. L'indice crossover a approché les 425 points de base (soit +25 points de base sur trois jours) avant de revenir à 410 points de base en fin de semaine. Dans le même temps, les primes des obligations de Haut Rendement ont augmenté modérément, d'environ 15 points de base à 425 points de base, tandis que les primes des obligations Investment Grade restent stables autour de 140-145 points de base.

Dans un contexte un peu plus faible pour la classe d'actifs, les obligations privées Investment Grade ont perdu -0.22% sur la semaine amenant la performance depuis début janvier à +1.35%. Dans le même temps, le marché de Haut Rendement reste positif à +3.35% après une contribution négative de -0.43% au cours de la semaine. A ce jour, le rendement actuariel du marché obligataire Investment Grade s'établit à 4.15% et 7.15% pour le segment du Haut Rendement, ce qui reste de bons points d'entrée en terme de portage.

Du côté des financières, cette relative faiblesse de marché se concrétise par des primes qui ont pris 50 points de base au cours de la semaine sur les instruments les plus juniors (Coco

Euro). A noter cependant l'émission à 3 ans de **Monte Paschi** de 750 millions d'euros d'obligations senior avec un coupon de 6.75%. Quant à **Credit Suisse**, les nuages continuent de s'accumuler avec une enquête de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) sur le président de la banque helvète suite à des propos « trop rassurants » avant l'augmentation de capital. Les obligations juniors perdent 2 à 5 points au cours de la semaine.

Sur le marché primaire de la dette de Haut Rendement, aucune émission n'a été faite la semaine passée. Néanmoins, les publications de résultats restent solides notamment sur les secteurs du loisir et des transports avec **Accor**, **IAG**, **Cirsa** qui au-delà des attentes, dévoilent chacun des révisions et des perspectives positives.

### CONVERTIBLES

Le marché primaire a été très actif cette semaine aux États-Unis, avec près de 5Mds\$ de nouvelles émissions d'obligations convertibles.

Deux entreprises intégrées de services aux collectivités, **PPL** et **Southern Company**, ont émis respectivement 900M\$ et 1.5Md\$ en obligations convertibles arrivant à échéance en 2028 et 2029. Dans les deux cas, le produit sera affecté principalement au remboursement de la dette existante. **Liberty Broadband** a émis pour 1.1 Md\$ d'obligations échangeables en actions **Charter Communications**, dans le cadre d'une opération visant à racheter ses titres en circulation à échéance 2046 et 2050. Enfin, **ON Semiconductors** a annoncé une nouvelle émission d'obligations convertibles pour un montant de 1.1 Md\$ à échéance 2029, qui sera utilisée pour rembourser sa dette existante. Ces nouvelles opérations ont dopé l'activité sur le marché, outre celle découlant de la publication des résultats trimestriels. Une mention spéciale cette semaine pour **Palo Alto Networks**, dont l'action sous-jacente a gagné plus de 13%, la société ayant rehaussé ses perspectives pour l'année et anticipant des marges d'exploitation meilleures que prévues. Le marché européen a surtout été marqué par les publications de résultats, avec de bonnes performances pour **Amadeus** et **IAG** dans le secteur du voyage, ainsi que pour **BE Semi** et **STM** dans celui des semi-conducteurs. En Asie, le marché a été très actif sur les valeurs du secteur de la consommation après la publication des résultats d'**Alibaba**.

*Achevé de rédiger le 24 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