



## FLASH MARCHÉS : LES BANQUIERS CENTRAUX DEVRAIENT DURCIR LE TON

- *Aux Etats-Unis, si les chiffres macroéconomiques sont encore très bons, les publications de résultats des entreprises montrent des signes de ralentissement de la demande*
- *En zone euro, le redressement des enquêtes PMI montre que le Vieux Continent a évité le pire*
- *Nous prenons des profits sur les actions après leur très beau parcours des dernières semaines et nous restons constructifs sur les taux et le crédit*

De part et d'autre de l'Atlantique, l'inflation continue de montrer des signes de ralentissement tandis que les chiffres d'activité se montrent encore très résilients, permettant aux marchés financiers de prolonger leur tendance haussière.

Si les chiffres macroéconomiques sont encore très bons, les publications de résultats des entreprises américaines montrent des signes de ralentissement de la demande (Microsoft, 3M) et de détérioration de leur profitabilité du fait de pression sur les marges. Les banques s'attendent à un rebond des taux de défaut, mais sur des niveaux encore très bas.

L'économie américaine a crû de 2.9% en rythme annualisé au 4<sup>ème</sup> trimestre, tirée par la consommation des ménages. Ces très bons chiffres laissent néanmoins entrevoir un ralentissement en 2023, du fait d'un secteur immobilier en recul et d'un essoufflement de la consommation (chiffre inférieur aux attentes et contribution positive du restockage de la part des entreprises). Les politiques budgétaires ne pourront plus venir en soutien de la croissance, le plafond de la dette (31400 MM\$) ayant été atteint le jeudi 19 janvier. L'Etat fédéral se voit contraint de limiter la hausse de ses dépenses pour éviter de faire défaut sur sa dette en attendant un accord au Congrès. La proposition des Républicains de passer d'un plafond en dollar à un plafond en pourcentage du PIB sera sans doute repoussée par les démocrates du fait de son caractère pro cyclique : les dépenses gouvernementales pourraient augmenter dans les conjonctures favorables tandis que des coupes budgétaires devraient être mises en œuvre en cas de contraction du PIB.

En zone euro, le redressement des enquêtes PMI montre que le Vieux Continent a évité le pire. La réouverture des centrales nucléaires en France et le retour du vent en Angleterre, permettant le rebond de la production d'énergie éolienne, a permis d'échapper aux pénuries d'énergie. Les soutiens budgétaires ont repoussé le ralentissement attendu de la consommation. La division par deux des prix du gaz en un mois devrait permettre de détendre les craintes sur l'inflation (dont la moitié est attribuable à l'énergie). Les prix à la production continuent de refluer.

En amont des réunions de la Fed et de la BCE, les gouverneurs des banques centrales auraient aimé voir les indicateurs d'activité et d'emploi montrer des signes de ralentissement afin de corroborer leur décision de ralentir leur rythme de hausse des taux. Nous nous attendons à ce que les banquiers centraux durcissent le ton pour contrecarrer l'assouplissement des conditions financières que représente la hausse récente des marchés financiers.

**Au Japon, les tensions inflationnistes se confirment et devraient perdurer au vu des annonces d'augmentation salariale de la part des entreprises japonaises. La politique monétaire accommodante de la Banque du Japon paraît de plus en plus anachronique et inadaptée. Le successeur de Kuroda devra normaliser les mesures de soutien monétaire, à commencer par la fin des taux directeurs négatifs et la poursuite de l'assouplissement du contrôle de la partie longue de la courbe des taux.**

**En amont des réunions de la Fed et de la BCE, qui devraient réitérer la priorité donnée à la lutte contre l'inflation, et de la publication des résultats des « megatech » américaines dont nous attendons une normalisation des ventes et des marges, nous prenons des profits sur les actions après leur très beau parcours des dernières semaines. Nous restons constructifs sur les taux et le crédit.**

## ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés actions européens reprennent leur rallye mis en pause la semaine précédente. La perspective d'un atterrissage en douceur sur le plan économique alors que l'inflation ralentit a soutenu les marchés. Le rebond des PMI de janvier suggère en effet un excès de pessimisme l'année dernière en zone euro. En revanche, au Royaume-Uni, les signes de récession s'amplifient, comme en atteste la dégradation de l'indice PMI composite de janvier qui atteint un point bas depuis janvier 2021, pénalisant la livre sterling.

La semaine a également été marquée par l'accélération des publications de résultats qui dans l'ensemble surprennent positivement, mais mettent en lumière des perspectives prudentes. **STMicroelectronics**, la société de semi-conducteurs, se démarque particulièrement, publiant d'excellents résultats tant concernant son chiffre d'affaires que ses marges. L'entreprise est exposée par ses clients à de nombreuses industries cycliques, ce qui permet d'apprécier la résilience de l'économie mondiale et la demande toujours soutenue à ce stade. Dans le secteur du luxe, **LVMH** est confiant dans sa capacité à poursuivre la croissance observée en 2022. L'Europe, les Etats-Unis et le Japon ressortent en forte hausse, bénéficiant de la demande soutenue des clients locaux et de la reprise des voyages internationaux, alors que l'Asie est restée stable en raison de l'évolution de la situation sanitaire en Chine. Le voyageur **TUI** fait état d'une hausse sensible de la demande pour les voyages haut de gamme au cours des premières semaines de janvier, avec des niveaux de réservations déjà supérieurs à ceux qui prévalaient avant la pandémie, soulignant le dynamisme du secteur touristique. Les perspectives sont plus timides dans la consommation, à l'image de **Primark** qui publie des ventes, bien que solides à Noël, qui pourraient subir la baisse de pouvoir d'achat des consommateurs en 2023 selon la maison-mère Associated British Foods. Sur le plan énergétique, le gestionnaire du réseau électrique britannique **National Grid** active pour la 1<sup>ère</sup> fois un mécanisme visant à rémunérer les foyers qui réduiront leur consommation d'énergie, alors qu'une nouvelle vague de froid touche actuellement le Vieux Continent. Signalons enfin la prudence de beaucoup d'entreprises compte tenu des incertitudes macro-économiques, à l'image de **Signify** qui préfère ne pas donner de perspectives quant à sa croissance organique.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Les données macroéconomiques récentes sont mitigées avec un fort ralentissement notamment dans l'immobilier. En revanche, le PIB nominal du quatrième trimestre a été plus élevé que prévu, stimulé par les dépenses de consommation mais aussi les inventaires. Les

indices américains clôturent les cinq dernières séances en territoire positif (+4.1% pour le S&P, +6.1% pour le Nasdaq). Le marché se focalise surtout sur la perspective de fin du cycle de restriction monétaire et d'un scénario de soft landing. Les futures sur les Fed funds anticipent à 99% un relèvement de 25 points de base des taux le 1er février prochain.

Dans le même temps, le marché de l'emploi reste toujours extrêmement solide, malgré les annonces de licenciements dans le secteur technologique, mais qui semblent s'y cantonner (Microsoft, Google, Amazon, Salesforce, Spotify).

Du côté des sociétés, plus de 25% des sociétés du S&P ont publié leurs résultats au cours de la semaine, avec un taux de bonnes surprises moins élevé et dans une proportion plus faible qu'historiquement.

**Microsoft** voit la plus faible croissance en 6 ans (à +2%), avec une forte décélération dans le Cloud. La société a dans le même temps confirmé son plan d'investissement de 10Mds\$ dans l'éditeur de logiciels OpenAI qui a développé le moteur d'intelligence artificielle ChatGPT. Le leader des logiciels CRM, **Salesforce**, progressait de 3% suite à la montée dans son capital du fonds activiste Elliott Management. Un secteur qui ne connaît pas la crise : les acteurs de la défense **Raytheon** et **Lockeed Martin** affichent des hausses d'Ebit au titre du 4<sup>ème</sup> trimestre de respectivement +127% et +7%.

**Tesla** progressait de 7% après que le constructeur de voitures électriques a annoncé des bénéfices supérieurs aux prévisions et a déclaré être en bonne voie pour livrer environ 1,8 million de véhicules cette année. Les analystes ont noté que l'objectif de production du leader du marché des véhicules électriques semble prudent, car les nouvelles usines de Berlin et d'Austin devraient accroître leur capacité cette année.

**AT&T** gagnait plus de 6% après avoir dépassé les estimations de bénéfices des analystes, même si les perspectives de la société pour 2023 n'ont pas atteint les objectifs de Wall Street. Selon Bloomberg, le Département de la Justice US serait sur le point de lancer une enquête à l'encontre d'**Alphabet** pour abus de position dominante sur le marché de la publicité digitale.

## ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX se sont inscrits en hausse de 3.63% et 3.28% respectivement. Les places boursières japonaises ont enregistré de solides performances durant la période, sur fond d'attentes à l'égard du plafond atteint par les hausses de taux d'intérêt notamment aux États-Unis, de la réouverture de l'économie chinoise suite à l'abandon de la politique « zéro Covid » du pays et du maintien d'une politique monétaire accommodante par la Banque du Japon.

Le secteur du fer et de l'acier et l'industrie minière ont progressé de 6.78% et 4.70% respectivement, les prix des matières premières ayant continué à augmenter. Les instruments de précision ont gagné 5.20% du fait des anticipations liées à la réouverture de l'économie chinoise. Aucun secteur ne s'est replié au cours de la période.

**Suzuki Motor Corp** a bondi de 11.51%, les investisseurs anticipant de solides résultats pour l'exercice 2023 après que la société a fait part d'un bénéfice net trimestriel (d'octobre à décembre 2022) multiplié par 2,3 sur un an pour sa filiale indienne Multi Suzuki.

**Oriental Land Co., Ltd.**, un exploitant de parcs d'attraction et d'hôtels, s'est de nouveau

inscrit en hausse de 7.92% compte tenu des anticipations d'une augmentation du nombre de visiteurs, alors que le gouvernement va déclasser le Covid-19 au même rang que la grippe. **Mitsubishi Electric Corporation** a gagné 7.91%, les valeurs cycliques ayant fait l'objet d'un courant acheteur sur fond d'attentes à l'égard de la réouverture de l'économie chinoise.

**M3 Inc.**, une plateforme de fourniture d'informations médicales, a chuté de 2.41%, pénalisée par les prises de bénéfices des investisseurs.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY a évolué entre 129 et 131 yens pour un dollar, influencée par la fluctuation des taux d'intérêt japonais et étrangers (le dollar américain s'appréciant avec un creusement des spreads et se dépréciant avec une contraction des spreads).

La présidente du Rengō, la confédération des syndicats ouvriers japonais et la plus grande organisation syndicale du Japon, et le président du Keidanren, la Fédération des organisations économiques japonaises et le principal lobby des entreprises, se sont rencontrés lundi pour discuter du marché du travail du pays, alors que le shuntō (les négociations salariales annuelles entre les syndicats et les entreprises) vient de s'ouvrir. Les deux parties se sont entendues sur le besoin d'une hausse prononcée des salaires afin de compenser l'inflation élevée. Le Rengō a déclaré vouloir obtenir une hausse d'environ 5% à l'occasion du shuntō de cette année, soit le pourcentage le plus élevé demandé par l'organisation syndicale depuis 28 ans. D'après l'organisation, la hausse moyenne des salaires lors du shuntō de l'an dernier était de 2.07%.

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a terminé la semaine à l'équilibre (cours de jeudi à la clôture), la plupart des marchés asiatiques étant fermés à l'occasion du Nouvel An lunaire. Le Brésil a surperformé les autres régions (+4.4%), tandis que l'Inde a sous-performé (-1.6%).

En **Chine**, les réservations d'hôtels et de spectacles dans le pays ont dépassé le niveau enregistré avant la pandémie de Covid-19 en 2019, alors que les ventes des boutiques hors taxes de Hainan se sont également redressées et ont augmenté de 20% sur un an durant les cinq premiers jours de congés. Selon certaines informations, **BYD** serait en pourparlers avec Ford en vue d'acquérir son usine en Allemagne, ce qui représenterait une étape particulièrement importante pour le secteur chinois des véhicules électriques à l'étranger. Par ailleurs, la Chine a annoncé la reprise des voyages de groupe organisés par l'OTA (Online Tourism Agency) pour les citoyens chinois vers certaines destinations à compter du 6 février.

En **Corée du Sud**, le PIB s'est de nouveau contracté au quatrième trimestre 2022 (-0.4%) sous l'effet de la baisse des exportations, le pays enregistrant ainsi son premier repli depuis le début de la pandémie. **POSCO Chem** a reçu l'approbation du gouvernement en vue d'exporter sa technologie liée à la production de cathodes, l'un des principaux composants utilisés dans les cellules de batterie pour les véhicules électriques.

En **Thaïlande**, la banque centrale a relevé son taux directeur à 1.5%, conformément aux attentes, alors que l'économie thaïlandaise continue à bénéficier du tourisme. Le nombre de touristes intérieurs s'est établi à 11 millions de personnes en 2022, dépassant ainsi les

estimations. Le gouvernement ambitionne d'accueillir 25 millions de voyageurs étrangers en 2023, dont 10 millions en provenance de Chine.

En **Indonésie**, les investissements directs étrangers se sont envolés de 44% sur un an en 2022, notamment dans les secteurs des métaux de base, de l'industrie minière, du transport, de l'entreposage et des télécommunications.

En **Inde**, les entreprises du groupe **Adani** ont lourdement chuté après qu'un investisseur américain, Hindenburg Research, a publié un rapport succinct dans lequel il formulait des accusations de manipulation de marché et de fraude comptable. **ICICI Bank** a rendu compte de résultats supérieurs aux attentes au troisième trimestre de l'exercice 2023, à la faveur d'une amélioration de ses marges et d'une baisse de la croissance des dépenses. **Axis Bank** a également publié de solides résultats, la société ayant fait part d'une amélioration de la marge nette d'intérêts supérieure aux estimations. **Reliance Industries** a enregistré de bons résultats dans le sillage de sa division O2C. **Maruti Suzuki** a annoncé des résultats meilleurs que prévu, sous l'effet de l'amélioration de sa gamme de produits et du ralentissement de la hausse des prix des matières premières.

Au **Brésil**, le taux d'inflation de l'IPCA-15 s'est inscrit à 0.55% en glissement mensuel à la mi-janvier, un chiffre légèrement inférieur aux attentes du marché. Toutefois, l'inflation sous-jacente s'est établie en deçà des prévisions. Le réal brésilien a continué de tirer parti de la hausse des prix du minerai de fer (un signe de la réouverture de la Chine) et de l'effet de portage attractif, le Brésil affichant l'un des taux d'intérêt réels les plus élevés parmi les marchés émergents. Les discussions entre **Americanas** et ses créanciers ont de nouveau dominé l'actualité du marché de la distribution. **MercadoLibre** devrait profiter de la chute d'**Americanas**, après que celle-ci a fait part d'incohérences comptables.

Au **Mexique**, **Banorte** a rendu compte de résultats positifs conformes aux attentes, avec un revenu net d'intérêt solide et une croissance accrue des prêts. La société a annoncé des prévisions pour ses résultats 2023 en ligne avec la fourchette basse du consensus.

En ce qui concerne la relocalisation des chaînes d'approvisionnement, **Tesla** prévoit d'investir 3,6 milliards de dollars américains en vue d'agrandir sa giga-usine dans le Nevada. **Texas Instruments** a accumulé 350 millions de dollars américains supplémentaires liés aux crédits d'impôt pour les investissements dans les puces, et en compte désormais 400 millions. Au Japon, les commandes mensuelles de machines-outils destinées à être exportées en Inde se sont envolées en décembre 2022 (+175% sur un an), atteignant ainsi un sommet historique.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

Sur les marchés obligataires, la semaine reste bien orientée mais se traduit par une légère pause depuis le début de l'année après le rallye sur les primes de crédit. Ces dernières s'établissent à des niveaux de 440 points de base sur le Haut Rendement senior et de 150 sur l'Investment Grade senior. La tendance positive continue sur les instruments bancaires les plus juniors, avec des primes de Coco Euro se resserrant de 40 points de base à 640 points de base. En effet, les résultats des banques restent solides avec notamment la banque

espagnole **Sabadell** annonçant une hausse sur l'année de 11% de sa marge d'intérêt, et de 35% de ses profits avec une position de capital toujours solide à 12.5% de CET1.

Sur le segment des financières, cette période de « black-out » traduit peu d'émissions sur le marché primaire. En revanche, sur le Haut Rendement, les émetteurs profitent de l'accalmie des marchés et de la compression des primes de janvier pour émettre. Après Telecom italia et Tereos la semaine précédente, c'est au tour de **Verisure** (7.125% 2028), et **Italmatch** (10% 2028) de réaliser deux émissions.

Dans ce contexte, le marché des obligations Investment Grade a délivré +0.11% entre les journées de lundi et de jeudi, soit une performance depuis début janvier de +2.30%. L'indice Haut rendement s'inscrit en hausse de +3.15% après une contribution positive de +0.2% entre les séances de lundi et jeudi.

## CONVERTIBLES

La semaine a été positive pour les obligations convertibles, qui ont profité du rebond des marchés actions et du crédit. Les principaux moteurs des flux ont été des annonces spécifiques d'entreprises, principalement en Europe et aux États-Unis. En Europe, parmi les valeurs phares citons notamment **LVMH**, dont l'action sous-jacente a atteint un niveau record, une fois de plus soutenue par la performance de son cœur de métier de la mode. **STM** a publié des perspectives de ventes meilleures que prévu, anticipant des ventes au premier trimestre et sur l'ensemble de l'année supérieures aux estimations, déjouant ainsi une tendance au ralentissement dans l'ensemble du secteur des semi-conducteurs.

Sur une note plus modérée, l'action **Rémy Cointreau** a chuté, car les résultats ont mis en évidence un ralentissement de la demande américaine pour les spiritueux haut de gamme, dans un contexte d'inflation élevée et d'affaiblissement de la croissance économique.

Aux États-Unis, les compagnies aériennes se sont retrouvées en ligne de mire, notamment **Southwest Airlines**, dont les résultats ont pris de court le marché en ressortant nettement en deçà des anticipations, malgré une mise à jour des prévisions publiée au début du mois. À l'inverse, le ton est plus optimiste chez **American Airlines**, qui table sur un bénéfice supérieur aux estimations cette année, tandis que la reprise du secteur se poursuit en 2023, grâce à une demande alimentée par les déplacements professionnels et personnels.

Sur le marché primaire, **Borr Drilling** a procédé à une émission d'obligations convertibles d'un montant de 250 millions USD et d'une durée de 5 ans, assorties d'un coupon à 5% et d'une prime de 32.5%, qui seront utilisées pour refinancer en partie les 350 millions USD d'obligations convertibles en circulation arrivant à échéance le 23 mai 2023.

*Achévé de rédiger le 27 janvier 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