



## FLASH MARCHÉS : LA CHINE EST DE RETOUR !

- *La volonté chinoise de relancer l'activité économique semble l'emporter sur les considérations sanitaires*
- *La Fed réitère sa volonté de procéder à des hausses de taux plus mesurées mais exclut toute baisse au titre de 2023*
- *Nous adoptons une position tactiquement défensive sur les actions, et sur le crédit, nous privilégions les stratégies de portage*

Décidément, la Chine ne cesse de nous surprendre dans sa gestion du Covid. La stratégie tant décriée du zéro Covid et son lot de confinements stricts ont soudainement été remplacés par une réouverture débridée et une totale saturation du système de santé. Selon des sources officielles chinoises, 70% de la population de 25 millions d'habitants de Shanghai aurait déjà été infectée. A court terme, les indices PMI chinois se dégradent, en particulier pour la composante services qui chute à 41.6 vs 45 attendu. Mais la volonté de relancer l'activité économique semble l'emporter sur les considérations sanitaires et cela devrait se traduire par un rebond de la demande de matières premières et une normalisation prochaine de l'activité.

En Europe, du fait d'un hiver anormalement doux et des économies d'énergie, le prix du gaz spot s'effondre et retrouve ses niveaux pré-guerre en Ukraine, mais la problématique structurelle d'approvisionnement demeure comme l'illustre l'échéance décembre 2023 du gaz qui vaut encore le double. Ainsi, les PMI européens s'améliorent un peu avec un indice composite qui se rapproche de la zone d'expansion à 49.3 vs 48.8 attendu.

L'inflation européenne surprend à la baisse, avec un CPI allemand qui reflue à 9.6% vs 10.2% attendu, aidé notamment par les mesures temporaires en faveur de l'énergie. En France, grâce à l'énergie, l'inflation recule à 5.9% alors que les économistes anticipaient une accélération à 6.4%, mais la composante services continue de croître de 0.3% sur un mois.

Outre-Atlantique, les *minutes* du dernier FOMC prennent acte du reflux de l'inflation et d'une dégradation des perspectives de croissance, mais insistent sur la nécessité d'être vigilant face au risque d'inflation de second tour avec un marché du travail aussi robuste. La Fed réitère sa volonté de procéder à des hausses de taux plus mesurées mais exclut toute baisse au titre de 2023 contrairement au *pricing* de marché.

Cette série de bons chiffres sur l'inflation alimente localement la hausse des marchés actions européens, et une baisse des taux souverains. Nous pensons néanmoins que l'excellente santé du marché du travail confirmée par les créations d'emplois aux Etats-Unis devrait inciter la Fed et la BCE à maintenir des taux restrictifs pendant longtemps, ce qui devrait peser sur les marges des entreprises.

Dans cet environnement, nous adoptons donc une position tactiquement défensive sur les actions, avec une préférence pour les actions des pays émergents, et une sous-pondération des actions de la zone euro. Sur le crédit, nous privilégions les stratégies de portage. Sur les taux gouvernementaux, nous préférons l'obligataire américain à celui de la zone euro.

## ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés d'actions européens ont retenu les bonnes nouvelles en ce début d'année, continuant leur tendance de surperformance de leurs pairs américains à l'œuvre depuis septembre dernier. L'effondrement des prix de l'énergie a surtout entretenu les espoirs d'une crise énergétique dont le pire serait déjà dépassé et d'une détente des pressions inflationnistes, avec des conséquences sur la croissance européenne qui seraient finalement bien plus limitées qu'initialement craint. Le virage opéré par les autorités chinoises sur la question sanitaire et les espoirs d'un rebond significatif de la croissance en cas de reprise du moteur de l'immobilier ont également participé à cette vue constructive. Les indicateurs continuent en outre de refléter l'amélioration des chaînes logistiques et d'approvisionnement. Enfin, Vladimir Poutine a annoncé un cessez-le-feu de 36 heures à l'occasion des fêtes de Noël orthodoxe et réitéré son appel à négocier avec l'Ukraine.

Symbolisant ce regain d'optimisme, ce sont des secteurs et des valeurs ayant le plus souffert en 2022 qui ont été particulièrement recherchés en ce début d'année, à l'image de l'automobile (**Faurecia**), des industrielles (**Kion**) ou de la distribution (**Zalando**), tandis que les secteurs défensifs sont restés relativement délaissés. Le secteur Pétrole & Gaz a été de son côté pénalisé par la baisse des cours des hydrocarbures. D'un point de vue spécifique, **Atos** a fait part de discussions avancées avec **Airbus** qui pourrait prendre une participation minoritaire au capital d'Evidian, l'entité amenée à être scindée en 2023 qui regroupe les activités de cybersécurité et de transformation digitale. **Interparfums** a fait part d'une activité meilleure que prévu à la fin de l'année 2022, compte tenu d'une demande toujours aussi élevée, combinée au récent accord de licence de 15 ans avec Lacoste qui entrera en vigueur au début de l'année 2024. **Ryanair** va de son côté enregistrer une perte au quatrième trimestre mais souligne une forte reprise de la demande de voyages sur la saison de vacances pour la première fois en trois ans. Notons enfin **Trigano** qui a publié un chiffre d'affaires pour le premier trimestre en baisse, encore fortement impacté par les problèmes d'approvisionnement.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Le début d'année est mitigé pour les indices américains malgré une année 2022 difficile. En quelques statistiques : le MSCI World a perdu 20% en 2022, sa 3ème pire année depuis 1974 ; le S&P a chuté de -19%, 5ème pourcentile de l'histoire ; la volatilité réalisée sur l'année est de 24%, 92ème pourcentile de l'histoire ; les Big Tech (Apple, Microsoft, Google, Amazon, Tesla, Facebook, Nvidia) ont collectivement perdu \$4.9tr de capitalisation l'an dernier, soit la capitalisation totale de tous les secteurs du S&P ex IT et Healthcare... et plus que la perte totale du Nasdaq pendant la bulle Internet.

Côté macroéconomie, en ce début 2023, l'ISM manufacturier a surpris par la décélération de la composante prix payés (39.4 contre 43 le mois précédent).

Le ton du compte-rendu de la dernière réunion de la Fed a rassuré les investisseurs. Le FOMC prévoit des taux élevés tant qu'il n'y aura pas de progrès significatifs concernant la lutte contre l'inflation, et aucun membre n'attend de baisse de taux en 2023. La banque centrale souligne néanmoins sa volonté de ralentir le rythme des hausses de taux d'intérêt tout en voulant conserver une flexibilité sur leur évolution.

Après la publication jeudi de l'enquête ADP qui a montré que le secteur privé avait créé plus d'emplois qu'attendu en décembre, les traders sont désormais partagés sur les probabilités d'une hausse de taux de 25 et 50 points de base en février.

Du côté des sociétés, les annonces de plans sociaux se poursuivent : **Amazon** supprime 18.000 emplois, **Salesforce** réduit de 10% ses effectifs de 80.000 employés et rationalise son parc immobilier. **Microsoft** était également sous pression en raison de craintes entourant l'évolution des ventes de licences sur ses activités de cloud computing. **Apple** reculait pour sa part de 3.4% avec une capitalisation repassant sous les 2000 milliards de dollars en raison de craintes sur les ventes d'iPhone 14 Pro liées au développement de la crise sanitaire en Chine. **Tesla** accusait un recul de plus de 12% suite à la publication de livraisons de voitures au quatrième trimestre inférieures aux attentes du marché. Le constructeur a d'ailleurs annoncé une baisse de 10% du prix de vente de ses véhicules Model 3 et Y en Chine afin de stimuler les ventes. Pour les mêmes modèles, l'écart de prix entre la Chine et les Etats-Unis atteint désormais 40%.

Le fabricant d'équipements médicaux **GE Healthcare** gagnait 8% pour sa première séance de cotation à la suite de sa scission avec la maison mère General Electric.

## ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX se sont inscrits en baisse de 1.05% et 1.39% sur la période. Les marchés actions japonais ont continué de baisser pendant la période en raison 1) de l'éventualité d'un ralentissement économique mondial et 2) d'un yen plus fort en raison du changement de politique monétaire de la Banque du Japon (BoJ).

Le secteur bancaire a gagné 1.34% grâce à la hausse des taux d'intérêt mondiaux, y compris au Japon, laquelle bénéficie aux activités de prêt et d'investissement. Les secteurs du verre et de la céramique et des titres et matières premières ont légèrement progressé, de 0.79% et de 0.16% respectivement, en raison d'un ajustement des positions.

Le secteur minier et le transport maritime ont chuté de 6.38% et de 6.17%, respectivement, face aux craintes liées à l'éventualité d'un ralentissement économique mondial. Le secteur pharmaceutique a perdu 4.76%, principalement pénalisé par **Ono Pharmaceutical** et **Eisai**, pour les raisons exposées plus bas.

**Z Holdings Corp**, un fournisseur de plateforme Internet, et **Tokyo Electron Ltd.**, un fabricant d'équipements de production de semi-conducteurs, ont progressé respectivement 2.26% et 2.15%, à la faveur d'un mouvement de rachat des actions de croissance à grande capitalisation, reflétant le rebond de l'indice Philadelphia Semiconductor (indice SOX).

**Shiseido Co., Ltd**, un fabricant de cosmétiques, a maintenu sa progression de 2%, soutenu par les attentes d'augmentation des ventes grâce à l'afflux de voyageurs entrant dans le pays et par la réouverture de l'économie chinoise.

**Ono Pharmaceutical Co., Ltd.** a cédé 9.65% après la dégradation de sa note par l'une des maisons de titres. **Unicharm Corp**, un fabricant de produits de soins personnels, s'est replié de 6.76% en raison de sa valorisation élevée. **Eisai Co., Ltd.** a plongé de 6.73%, plombé par des prises de bénéfices, tandis que la décision d'approbation de son nouveau médicament pour le traitement de la maladie d'Alzheimer devrait bientôt être annoncée.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY a plongé et rebondi au cours de la période (de 133.03 yens à 133.30 yens selon Bloomberg), atteignant un temps le seuil des 129, son niveau le plus bas depuis juin, en raison des craintes d'un éventuel relèvement des taux par la BoJ après l'élargissement de la fourchette de négociation des obligations d'État japonaises à long terme.

Le Premier ministre Kishida a déclaré que le Japon allait renforcer les mesures de contrôle aux frontières du Covid-19 pour les voyageurs en provenance de Chine à compter de dimanche, pour faire face à la hausse des infections en Chine. Suite à cette déclaration, le gouvernement a annoncé mercredi que les passagers embarquant sur des vols directs depuis la Chine seront tenus de présenter un résultat de test négatif au coronavirus effectué dans les 72 heures.

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a progressé au cours de la semaine (+2.9%, cours de jeudi à la clôture), porté par la Chine, en hausse de 7.5% la première semaine de l'année. L'Inde est restée quasi-inchangée, en légère baisse de 0.4%, tandis que le Brésil a sous-performé les autres marchés, en repli de 3.9%.

En **Chine**, l'indice PMI manufacturier de décembre s'est encore affaibli à 47, contre 48 précédemment, sous l'effet de goulets d'étranglement côté offre, dans le contexte de la flambée des cas de Covid lors de la réouverture. L'indice PMI des services a également cédé du terrain à 41.6, contre 45 prévu. Dans le secteur immobilier, le gouvernement a annoncé plusieurs mesures pour soutenir la demande immobilière, y compris un assouplissement potentiel de la « politique des trois lignes rouges » sur l'endettement. La banque centrale de Chine et la Commission de réglementation des secteurs bancaire et de l'assurance chinois (CBIRC) ont annoncé leur intention d'abaisser les taux immobiliers planchers pour les achats de premiers logements. La Chine va rouvrir ses frontières à compter du 8 janvier, supprimant ainsi le dernier obstacle à une réouverture complète. Les autorités discutent de plans pour reprendre en partie les importations de charbon australien après une interdiction de plus de deux ans. La Chine et les Philippines ont convenu de reprendre les discussions en matière d'exploration pétrolière et gazière et de discuter à l'amiable des questions maritimes. Du côté des entreprises, **Ant Group** a reçu l'approbation de la CBIRC pour lever 1,5 milliard de dollars. GSK a conclu un accord de licence avec **Wuxi Biologics** pour un anticorps bispécifique pré-clinique activateur de cellules T.

À **Taïwan**, **Hon Hai** a publié un chiffre d'affaires en décembre supérieur aux prévisions, indiquant un retour à la normale de la production et des opérations.

Les exportations de la **Corée** en décembre ont chuté de 9.5% sur un an contre une baisse de 11.1% attendue par les analystes. Les importations ont quant à elles baissé de 2.4%, contre une prévision de -2.2%.

L'activité du secteur manufacturier en **Inde** a continué de croître en décembre, avec une augmentation de l'indice PMI à 57.8, contre 55.7 en novembre, son niveau le plus élevé en 26 mois. L'indice PMI des services a également progressé pour atteindre 58.5, contre 56.4 en novembre. Le gouvernement a dévoilé sa politique sur l'hydrogène vert, avec une enveloppe de 2.3 milliards de dollars et un objectif de production de 5 millions de tonnes d'ici 2030.

**HDFC** a présenté les chiffres préliminaires de son troisième trimestre 2023, qui font apparaître une forte croissance des prêts et des dépôts. **Baja Finance**, en revanche, a fait état d'une certaine modération dans la croissance de ses actifs sous gestion, de 31% sur un an au dernier trimestre à 27%.

Au **Brésil**, le président Lula a signé la prolongation de l'allégement fiscal sur le carburant pour 60 jours supplémentaires.

En ce qui concerne la relocalisation des chaînes d'approvisionnement, le gouvernement coréen a dévoilé d'importants allègements fiscaux destinés aux fabricants de semi-conducteurs et autres entreprises technologiques afin de stimuler leur investissement dans le pays. Le plan global pourrait réduire la charge fiscale des entreprises de plus de 2.8 milliards de dollars.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

Les marchés sont ressortis en ordre dispersés pour cette première semaine de l'année avec des tendances opposées entre l'Europe et les États-Unis. L'Europe a bénéficié d'une part d'un ralentissement de l'inflation plus élevé qu'attendu en Allemagne ainsi qu'en France et d'autre part de la décreue du prix des énergies notamment du gaz et du pétrole. Outre Atlantique la tendance fut moins prolifique avec un marché de l'emploi une nouvelle fois plus dynamique qu'attendu et une communication des membres de la réserve fédérale demeurant peu accommodante. Entre les journées de lundi et de jeudi, l'indice de dette Haut Rendement libellé en euro imprime un rebond de +0.83% contre +0.93% pour l'indice Investment Grade qui a bénéficié d'un assouplissement sur les taux longs de l'ordre de -13 points de base. Les primes de risques se sont resserrées de -25 points de base sur le Xover et de -4 points de base sur le Main.

A défaut d'émission sur le marché primaire du crédit haut rendement, l'actualité fut dense tout au long de la semaine côté émetteurs. En premier lieu, la foncière commerciale **Unibail-Rodamco-Westfield** a réalisé la cession de deux actifs non stratégiques aux Etats-Unis pour une valeur de \$196Mn. Cette opération permet ainsi d'atteindre le montant de \$1.3 milliard de dollars de cessions d'actifs depuis 2021 dans le cadre de sa stratégie de réduction de son exposition financière aux Etats-Unis (24% de son portefeuille actuel).

En Italie, notons que le décret sur la privatisation de la compagnie aérienne **ITA** (ex Alitalia) est paru en début de semaine, ouvrant la voie à la remise des offres officielles de rachat. **Lufthansa** semble être le principal candidat à la reprise de cette compagnie qui lui permettrait d'acquérir des slots stratégiques sur plusieurs grands aéroports européens.

Toujours dans l'aérien, la compagnie low cost **Ryanair** s'est envolée avec la revue à la hausse de sa prévision de résultat net pour son exercice 2022-2023. Celui-ci est désormais attendu entre €1.325 et €1.425md, en augmentation d'environ 10 à 20% par rapport à la précédente prévision (entre €1 et €1.2md). Ryanair explique avoir bénéficié d'une demande plus forte que prévu pendant les fêtes de fin d'année, ce qui lui a permis d'appliquer des tarifs élevés durant les pics de Noël et du Nouvel an.

Enfin, notons au sein du gisement, que le dossier **Casino Guichard** continue d'alimenter l'actualité avec l'annonce de la réorganisation juridique de ses activités de distribution en France. Cette opération vise à regrouper toutes ses enseignes sous une même société holding détenue à 100% par Casino, ce qui permettra d'accroître la lisibilité pour les investisseurs et pour les banques.

Concernant les financières, nous nous attendions a une première semaine de l'année sur les chapeaux de roues en termes d'émissions primaires et nous n'avons pas été déçus. 3 Mds€ de CoCo ont été émises (**Crédit Agricole, BNP, Sabadell**), 2.2 Mds€ equiv. de Tier 2 et surtout 25 Mds€ equiv. de dette senior. Evidemment, de tels volumes d'émissions ont pesé sur les valorisations secondaires, même s'ils ont été partiellement contrebalancés par des

annonces positives, comme le call d'un Tier 2 **Barclays** (avec un refinancement seulement partiel), et surtout l'émission CoCo de Sabadell qui laisse pressentir une annonce prochaine d'un call sur un ancien instrument qui lui n'avait pas été rappelé à première date de call. Ce refinancement à condition non économique est un bon signal quant-au pragmatisme du régulateur européen. Les spreads des dettes CoCo \$ et € se sont resserrés respectivement de 11 points de base (636pb) et 38 points de base (800pb).

## CONVERTIBLES

Cette première semaine du millésime 2023 fut particulièrement propice à la performance des obligations convertibles. En effet, le mouvement de détente sur les taux s'est traduit par un appétit plus marqué des investisseurs pour les valeurs appartenant au spectre croissance que nous trouvons en grande majorité dans le gisement des obligations convertibles. Ainsi, au cours de la semaine, les indices Obligations Convertibles Monde et Obligations Convertibles Europe progressent de respectivement +0.70% et +1.23% quand le MSCI World gagne +1.16% sur cette même période. A défaut de nouvelles émissions sur le marché primaire des obligations convertibles au cours de la semaine, notons que la banque française **BNP Paribas** a procédé à une augmentation de la taille de sa souche émise en juin dernier (€450Mn à l'émission) de l'ordre de €75Mn.

*Achévé de rédiger le 6 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