



FLASH MARCHÉS : RETOUR DE LA VOLATILITÉ

- *De nombreux indicateurs avancés de l'économie américaine sont en baisse et pointent toujours vers la récession*
- *La BoJ a de nouveau surpris les investisseurs, en étant plus accommodante qu'attendu alors que l'inflation continue de progresser*
- *Nous restons vigilants sur les marchés actions en gardant une stratégie défensive et sur le crédit, nous privilégions les stratégies de portage*

Si la confiance des consommateurs américains est remontée en ce début d'année, de nombreux indicateurs avancés de l'économie américaine sont en baisse et pointent toujours vers la récession. C'est le cas de l'Empire Manufacturing avec notamment une forte baisse des nouvelles commandes et de l'indicateur des services de la Fed de New York. Celui de la Fed de Philadelphie est en légère hausse mais continue d'indiquer un environnement compliqué. Cependant, dans plusieurs de ces indices, les composantes sur les attentes à 6 mois se redressent légèrement. La publication du Beige Book de la Fed confirme le ralentissement de l'économie que l'on voit aussi dans les ventes au détail ou la production industrielle. Les ventes au détail sont en baisse de 1.1% pour le mois de décembre et révisées à la baisse pour le mois de novembre. Il en est de même pour la production industrielle en baisse de 0.7% en décembre.

A l'inverse, en zone Euro, les publications sont au-dessus des attentes, avec une production industrielle pour le mois de novembre qui progresse de 1% et l'indicateur avancé ZEW du mois de janvier en hausse notable par rapport aux attentes (niveau de 16.7 après -23.6 en décembre).

En Chine, les attentes étaient très négatives pour la croissance du dernier trimestre 2022 en raison des perturbations liées à l'abandon de la stratégie « zéro covid ». Les données sont meilleures que prévues avec une stabilisation du PIB sur ce quatrième trimestre, aidé par un rebond de la consommation en décembre.

Au Japon, la banque centrale a de nouveau surpris les investisseurs, en étant plus accommodante qu'attendu avec une politique monétaire inchangée, alors que l'inflation continue de progresser et atteint 4% sur un an en décembre.

Après le rebond des actions en ce début d'année, les statistiques économiques décevantes aux Etats-Unis, le plafond atteint de la dette américaine, un début de saison de publications des résultats mitigés et des déclarations de banquiers centraux rappelant que la hausse des taux reste nécessaire, ont pesé sur les indices.

Dans ce contexte, nous restons vigilants à l'environnement technique des marchés actions. En effet, la divergence des indicateurs de volatilité entre les taux et les actions nous amène à être tactiquement plus défensif. Nous avons, en revanche, une vue plus positive sur les obligations d'entreprises. Sur les taux gouvernementaux, les hausses de taux de la BCE paraissent bien anticipées, ce qui nous incite à renforcer la duration en zone Euro.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens clôturent cette semaine sur une note prudente entre des anticipations d'une BCE plus hawkish, des premiers résultats d'entreprises en dessous les attentes et des prix de l'énergie toujours aussi volatils. Alors que le forum économique de Davos bat son plein, C. Lagarde a insisté sur le fait que l'inflation reste trop élevée, laissant présager d'autres hausses de taux possibles à l'avenir, message en ligne avec celui des membres de la Fed. Les secteurs défensifs étaient ainsi mis à l'honneur cette semaine contrairement à la tech. Côté énergie, le prix du gaz a signé une forte baisse en début de semaine de -15% à environ 55€/MWh, un point bas depuis début septembre 2021, tiré par des stocks chinois très élevés dirigeant les cargos de LNG vers l'Europe et une bonne dynamique de production éolienne en ce début d'année.

En ce qui concerne les messages des sociétés, **ADP** communique des statistiques encourageantes pour la reprise du trafic aérien en décembre qui se tient à 94% des niveaux de 2019. Certaines sociétés ont également fait part de leur enthousiasme concernant la réouverture de la Chine notamment l'équipementier pour l'industrie des semi-conducteurs **ASM International** ainsi que les groupes de luxe **Burberry** et **Richemont** en dépit de ventes décevantes. Des messages plus prudents côté consommation de base avec le PDG d'**Unilever** qui indique que les pressions sur les coûts vont persister ces prochains mois dans le sillage de l'**Americain Procter & Gamble** qui publie des ventes en berne au T4. Certaines sociétés ont pré-annoncé leurs résultats, c'est le cas de la chaîne de magasins **Fnac Darty** faisant état d'une nette dégradation de son FCF 2022 alors que l'éditeur de logiciels **Temenos** profite d'un meilleur momentum pour annoncer le départ de son CEO. Dans la Chimie, **BASF** a publié des chiffres préliminaires pour l'exercice 2022, prévoyant une perte annuelle en raison de la Russie, et **Covestro** a émis un avertissement sur résultats.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés clôturent la semaine dans le rouge : -1.78% pour le S&P500, -0.73% pour le Nasdaq, impactés notamment par la publication d'indicateurs économiques ternes et de messages restrictifs de la banque centrale américaine.

Les ventes au détail US ont notamment enregistré leur plus fort recul en un an à -1.1% MoM en décembre. Dans le même temps, la production industrielle s'est fortement dégradée à -0.7% MoM contre -0.1% attendu. L'indice des prix à la production a continué de se normaliser pour revenir à +6.2% y/y (contre +6.8% estimé).

Du côté macro-économique, les ventes de logements neufs ont enregistré un quatrième mois consécutif de repli tandis que les demandes d'allocation chômage sont retombées au plus bas depuis septembre illustrant un marché de l'emploi particulièrement fort, en dépit de nouvelles sur les licenciements.

Lael Brainard (vice-présidente de la Fed), qui a traditionnellement un biais accommodant sur la politique monétaire, indiquait jeudi 19 janvier que « les taux d'intérêts aux Etats-Unis devraient rester élevés pendant un certain temps afin de limiter la hausse des prix ».

Le responsable de la Fed de New York, John Williams, mentionnait pour sa part qu'avec « une inflation toujours élevée et des indicateurs montrant un déséquilibre persistant entre l'offre et la demande, il est clair qu'il y a encore du travail à réaliser sur la politique monétaire afin de ramener l'inflation vers l'objectif de 2% sur une base durable ».

D'après Refinitiv, les résultats des sociétés du S&P500 sont attendues en recul de 2.2% en moyenne pour la saison des résultats du 4^{ème} trimestre.

Les banques ont ouvert la marche des premières publications, avec des résultats mitigés. D'un côté, de bons résultats chez **JP Morgan**, **Bank of America**, **Wells Fargo**, ou encore **Citigroup**, portés par les taux, avec une remontée des provisions mais limitée. **Morgan Stanley** profite également de la résilience de ses activités de gestion d'actifs. En revanche, **Goldman Sachs** souffre nettement de la faible activité côté banque d'investissement et a par ailleurs licencié plus de 3,000 personnes.

Microsoft devrait également effectuer un important plan de réduction de ses effectifs, de l'ordre de 10,000 personnes (<5% de ses effectifs). Il annonce que la société va prochainement ajouter le moteur d'intelligence artificielle ChatGPT (développé par Open AI) à son activité de services cloud Azure.

Après Blackstone, c'est **KKR** qui limite les retraits de son fonds immobilier.

Netflix a enregistré un nombre d'abonnés supérieur aux attentes, et a annoncé dans le même temps la transition de son co-fondateur et co-CEO à un rôle de chairman.

ACTIONS JAPONAISES

L'indice Nikkei 225 a légèrement reculé de 0.17%, tandis que le TOPIX a gagné 0.39%. Les places boursières japonaises ont été volatiles durant la période, affichant dans un premier temps une certaine faiblesse, alors que le yen s'est apprécié sur fond de rumeurs d'un nouvel ajustement de la politique monétaire par la Banque du Japon (BoJ). Toutefois, les marchés ont nettement rebondi suite à la conférence de presse tenue par le gouverneur de la BoJ Haruhiko Kuroda après la réunion de politique monétaire, au cours de laquelle il a confirmé qu'aucun nouvel ajustement n'avait été décidé.

Le transport aérien s'est redressé de 2.20%, l'annonce négative de la suspension de la délivrance de visas par la Chine ayant été contrebalancée par la publication de chiffres du tourisme intérieur faisant état d'une amélioration. Les secteurs des produits du pétrole et du charbon ainsi que du fer et de l'acier ont progressé de 2.01% et 1.90% respectivement, sous l'effet du rebond des prix des matières premières. En revanche, les valeurs bancaires et l'assurance ont cédé 2.51% et 2.06%, pénalisées par les prises de bénéfices des investisseurs, ceux-ci jugeant que le plafond atteint par les hausses de taux d'intérêt à l'échelle mondiale était défavorable à leur activité. Le secteur des métaux non ferreux s'est replié de 1.33% en raison aussi des prises de bénéfices, après sa forte hausse et l'augmentation des prix du cuivre sur fond d'attentes à l'égard de la réouverture de l'économie chinoise.

Z Holdings Corp, un fournisseur de plateforme Internet, a rebondi de 6.49% alors que les valeurs technologiques ont été rachetées après avoir fait l'objet d'un courant vendeur considérable. **Oriental Land Co., Ltd.**, un exploitant de parcs d'attractions et d'hôtels, s'est inscrit en hausse de 4.10% compte tenu des anticipations d'une augmentation du nombre de visiteurs, alors que le gouvernement devrait vraisemblablement déclasser la Covid-19 au même rang que la grippe. **Ajinomoto Co., Inc.**, une société spécialisée dans l'agroalimentaire, a gagné 3.96%, le marché ayant privilégié les valeurs défensives. **Fast Retailing Co., Ltd.**, une société de prêt-à-porter, a chuté de 6.39% en raison d'un résultat opérationnel trimestriel inférieur aux attentes entre septembre et novembre 2022 compte tenu de la faiblesse des ventes en Chine. La banque **Resona Holdings Inc.** a reculé de 4.86%, pénalisée par les prises de bénéfices des investisseurs. **Aeon Co., Ltd.**, un exploitant de supermarchés, a cédé 3.69%

suite à sa forte hausse durant la pandémie le marché l'ayant considéré comme l'un des bénéficiaires de la consommation en période de confinement.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY a dans un premier temps perdu du terrain pour s'établir aux alentours des 127,50 yens pour un dollar, avant de se redresser à près de 131,50 yens suite à la réunion de politique monétaire de la BoJ, pour enfin clôturer à environ 128,50 yens du fait de la faiblesse des indicateurs économiques américains.

Selon les données publiées par l'Office national du tourisme japonais mercredi, le nombre de touristes étrangers au Japon s'est nettement amélioré en 2022 et a été multiplié par 15 par rapport à 2021, à 3,83 millions, dans le sillage de l'assouplissement des mesures de contrôle aux frontières. Ce nombre était néanmoins inférieur de 88% au record de 31,88 millions atteint en 2019 avant la pandémie. Toutefois, le nombre de visiteurs au Japon en décembre seulement était de 1,37 million, soit en nette hausse par rapport aux 12 084 visiteurs enregistrés l'année précédente.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a terminé la semaine inchangé (cours du jeudi 20 janvier 2023 à la clôture). La Chine a fait preuve de résilience, avec de solides afflux de capitaux étrangers, lors de la séance précédant le Nouvel An chinois. L'Inde a terminé la semaine en territoire positif, en hausse de 0.6%, tandis que le Brésil a sous-performé, reculant de 0.8%.

La **Chine** a enregistré une croissance de 2.9% du PIB au quatrième trimestre 2022, au-delà des prévisions de 1.6%, mais en légère baisse par rapport aux 3.9% du trimestre précédent. En décembre, les ventes au détail ont reculé de 1.8% sur un an, contre des estimations d'une lourde chute de 8.6% et un niveau de -5.9% en novembre. La production industrielle a augmenté de 3.6% en 2022, un chiffre supérieur aux attentes de 0.1%. À l'occasion de son discours à Davos, le vice-premier ministre chinois Liu He a confirmé que la Chine se recentrait désormais sur la croissance et se montrerait toujours ouverte à la coopération mondiale après trois ans d'isolement en raison de la Covid-19. **Didi** a repris l'enregistrement de nouveaux clients en Chine après une interdiction de 18 mois. **Tencent** et **NetEase** se sont largement distingués, alors que la Chine a accordé 88 nouvelles licences pour des jeux vidéo en ligne, après en avoir approuvé 128 en décembre. Selon une agence de logement locale, le nombre de transactions portant sur des résidences secondaires à Pékin a augmenté de 40% sur un an en janvier. Les données démographiques officielles ont confirmé la première baisse de la population chinoise depuis 1960. **Fosun Group** a reçu un prêt syndiqué de 12 milliards de yuans de la part de huit banques afin de promouvoir conjointement le développement de l'économie privée. **TAL** et **EDU** ont rendu compte de résultats trimestriels conformes aux attentes au quatrième trimestre 2022, avec le maintien d'une dynamique commerciale solide.

À **Taïwan**, **Makalot** a fait part de bons résultats au quatrième trimestre 2022, à la faveur de solides ventes auprès de ses clients japonais.

En **Corée du Sud**, le gouvernement a annoncé qu'il prévoyait d'assouplir l'obligation de port du masque en intérieur à compter du 30 janvier.

En **Inde**, **HDFC Bank** a publié de solides résultats au troisième trimestre de l'exercice 2023, avec une croissance du revenu net d'intérêt meilleure que prévu, à 9% en glissement trimestriel.

Havells a rendu compte d'une forte croissance de son chiffre d'affaires au troisième trimestre, mais d'une baisse de ses bénéfices plus importante que prévu, compte tenu de ses dépenses accrues en publicité, alors que le niveau élevé de l'inflation a pesé sur la demande des consommateurs. **Siemens** a gagné un contrat de 260 milliards de roupies indiennes (3,2 milliards de dollars américains) en vue de fournir des locomotives électriques à Indian Railways. **Asian Paints** a fait part de bénéfices inférieurs aux estimations en raison de la faible croissance des volumes. **Hindustan Unilever** a enregistré un chiffre d'affaires supérieur aux attentes et a indiqué que la demande agricole s'était stabilisée et que l'inflation avait atteint un sommet.

Au **Brésil**, le taux de chômage a continué de s'améliorer en novembre à 8.1%, soit son niveau le plus faible depuis avril 2015. L'économie brésilienne a progressé de seulement 0.1% en novembre par rapport au mois précédent et de 2% sur un an (FGV). **Cyrela** (immobilier) a publié de solides résultats opérationnels.

Au **Mexique**, **Banorte** a rendu compte de bons résultats au quatrième trimestre 2022, à la faveur d'une croissance des prêts supérieure aux prévisions et d'un coût du risque inférieur. La société a enregistré une hausse de 30% sur un an de ses bénéfices et de 19.4% de la rentabilité de ses capitaux propres.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Du côté de la dette d'entreprise la semaine écoulée continue, à l'instar du reste du mois de janvier, de souligner une bonne dynamique. Si le crossover s'est légèrement écarté d'une dizaine de points de base pour s'établir à 426bp vendredi 20 janvier, les cash bonds sont restés stables avec des primes toujours autour de 450bp. Les émetteurs ont profité de cette relative accalmie pour émettre de nouvelles émissions primaires – les premières de l'année sur le segment HY – avec notamment **Tereos** échéance 2028 à 7.5% et **Télécom Italia** le 20/01 sur lesquels nous avons investi.

Sur le segment des financières, la très forte dynamique sur le primaire a continué cette semaine avec de multiples émetteurs. Nous avons notamment participé à la nouvelle émission de dette junior Coco de **Ibercaja** émise le 18 janvier à 9.12% de coupon callable en 2028. Gage de cette bonne dynamique de flux acheteur sur le marché, les primes de risque sur les instruments les plus juniors sont revenus vers des niveaux de 680bp au call, soit déjà 200bp de resserrement depuis le début de l'année. Les résultats des banques favorisent d'ailleurs cette dynamique. En effet, les banques américaines ont dans l'ensemble annoncé de beaux chiffres avec une hausse de leur profitabilité, et des taux d'impayés toujours bien moindre que pré pandémie. En Europe, **Bankinter** publiait également ses résultats cette semaine qui soulignent la très bonne santé de l'émetteur avec un Return on Equity de 12%, poussé par une forte hausse de sa marge d'intérêt, et CET 1 à 12%.

CONVERTIBLES

Le calme a prévalu sur le marché primaire des obligations convertibles, au cours d'une période de « blackout » sur les résultats des entreprises et de semaine plus courte aux États-Unis. Sur le marché secondaire, l'espagnol **Telekom Cellnex** a bondi de plus de 6% vendredi 20 janvier suite aux rumeurs dans les médias d'une éventuelle offre de rachat par **American Tower** and **Brookfield**. Le service de livraison de repas **Just Eat Takeaway** a publié une rentabilité de son EBITDA pour le second semestre de 2022 supérieure aux prévisions des courtiers. L'émetteur

de multiconvertibles a déclaré qu'il anticipait un EBITDA ajusté pour 2023 d'environ 225 millions EUR, et a estimé que la croissance annuelle serait asymétrique vers la fin de l'année. En outre, la société va s'associer à **Sainsbury's** au Royaume-Uni pour la livraison de produits d'épicerie

Achévé de rédiger le 20 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