



FLASH MARCHÉS : LIQUIDITÉ, SOLVABILITÉ, CRÉDIBILITÉ

- *Devant les craintes d'un risque systémique face au « bank run », qui s'est propagé à Signature Bank, les autorités américaines ont rapidement assuré l'accès des déposants à leurs comptes bancaires au-delà du seuil normalement protégé.*
- *La BCE a décidé jeudi de garder son cap et de procéder à une hausse de ses taux directeurs de 50 points de base.*
- *Lors de sa prochaine réunion du 22 mars, la Fed va faire face au même dilemme que la BCE avec pour objectif de conserver sa crédibilité.*

Dans un contexte de taux d'intérêt élevés, deux groupes bancaires, SVB Financial Group et Silvergate Capital, avaient fait état de leurs fortes difficultés financières en fin de semaine dernière, en raison des pertes liées à la vente forcée de titres pour faire face à des sorties massives de leurs dépôts.

Devant les craintes d'un risque systémique face à ce « bank run », qui s'est propagé à Signature Bank, la réaction des autorités américaines a été très rapide, avec des mesures prises conjointement par le Trésor, la Fed et la FDIC (agence garantissant les dépôts bancaires). Ils ont ainsi assuré l'accès des déposants à leurs comptes bancaires, au-delà du seuil normalement protégé de 250 000\$. La Fed a mis en place un programme additionnel (Bank Term Funding Program) visant à faciliter l'obtention de liquidité pour toute institution qui pourrait connaître les mêmes difficultés.

Les marchés ont néanmoins traversé un épisode de forte volatilité, sur les actions et surtout sur les taux, avec une baisse brutale des rendements sur les maturités courtes, les taux à 2 ans américains et allemands baissant respectivement de 60 points de base et 40 points de base. Cette pentification des courbes de taux illustre à la fois l'inquiétude des investisseurs quant au risque de contagion à court terme mais aussi les chances de voir une récession plus marquée, infligée par le rythme historiquement élevé des resserrements monétaires. Désormais, cette probable trajectoire de croissance est vue comme un facteur suffisant pour que les banques centrales revoient le programme de hausses des taux directeurs sur les prochains mois. Les consensus de taux directeurs intègrent même à présent des baisses de taux à horizon fin d'année pour la Fed et la BCE.

Lors de sa prochaine réunion du 22 mars, la Fed va faire face au même dilemme que la BCE avec pour objectif de conserver sa crédibilité. La BCE a décidé jeudi de garder son cap et de procéder à une hausse de ses taux directeurs de 50 points de base. La vigueur de l'inflation reste sa priorité puisque incompatible avec son objectif de stabilité des prix. L'institution a toutefois souligné l'ampleur des incertitudes actuelles, se montrant prudente concernant ses futures actions, conservant ainsi son approche dépendante des données économiques. La présidente de la BCE, Christine Lagarde, a rassuré les marchés quant à la robustesse du système bancaire européen, en rappelant que la BCE disposait de tous les outils nécessaires pour répondre à une crise de liquidité.

En fin de semaine, les craintes d'une crise bancaire majeure se sont atténuées, après que 11 des plus grandes banques américaines ont déposé jeudi 30 milliards de dollars pour soutenir la First Republic Bank.

En Chine, il est à noter un rebond progressif de la croissance, portée essentiellement par l'accélération des ventes au détail (+3.5% en glissement annuel vs -1.8% en décembre), tirées par les biens de première nécessité et les services (transport, alimentaire, hébergement).

Sur le front des actions, nous privilégions les grandes valeurs de qualité européennes et américaines ainsi que la gestion protégée. Nous conservons la vue structurelle que la transmission des hausses de taux directeurs aura des effets, certes retardés mais bien réels sur l'économie et les profits des entreprises et qu'il faudra utiliser les répités et ces phases de rebonds pour préparer les portefeuilles à davantage de volatilité. Le décalage de cycle monétaire entre la Fed et la BCE nous conduit aussi à être prudents vis-à-vis du dollar en couvrant davantage le risque de change de nos investissements libellés dans cette devise.

ACTIONS EUROPÉENNES

La semaine fut riche en rebondissements sur les marchés européens. En effet, l'attention des investisseurs s'est focalisée sur l'ampleur de l'onde de choc qui a suivi la faillite de deux banques régionales américaines. L'ensemble du secteur bancaire a accusé le coup - entraînant avec lui les actifs les plus cycliques. Une entreprise a cristallisé ces craintes : **Credit Suisse**, sous le feu des projecteurs après que son principal actionnaire (la banque nationale saoudienne qui détient 10% de la banque helvète) a indiqué exclure toute participation à une nouvelle augmentation de capital. La Banque Centrale Suisse a dû faire une annonce pour contenir cette baisse en s'engageant à venir en aide à **Credit Suisse** pour éviter les risques de contagion à l'ensemble du système bancaire. La hausse qui a suivi cette annonce semble indiquer que le marché n'anticipe plus un scénario catastrophe comme ce fut le cas plus tôt. Toutefois, si les actions cycliques et bancaires ont rebondi, elles restent pour la plupart largement en dessous de leurs niveaux 10 jours plus tôt.

Si certains ont pu penser que la BCE suite à ces événements renoncerait à poursuivre ses hausses rapides de taux, il n'en fut rien. La BCE n'a pas tremblé. En dépit des craintes persistantes quant à la stabilité du système bancaire, l'institution a bien relevé ses taux directeurs de 50 points de base. Il semble alors intéressant de rappeler que les problématiques d'inflation sont toujours présentes comme l'indique la révision à la hausse de l'inflation française au cours de la semaine (+1.1% en glissement mensuel et +6.3% en rythme annuel). La production industrielle du mois de janvier en zone euro est également supérieure aux attentes et repasse en territoire positif, en raison de la réduction du risque énergétique (+0.7% vs -1.1% en décembre en glissement mensuel).

Du côté microéconomique, **Deutsche Post** a annoncé augmenter les salaires de 11.5% pour éviter une grève illimitée. Dans le secteur automobile, **Volkswagen** va investir dans les cinq prochaines années plus de 180 milliards d'euros dans l'électrification et la numérisation de ses activités. Son concurrent, **BMW**, délivre un message optimiste pour 2023. Il entend améliorer ses marges sans pour autant procéder à des augmentations additionnelles de prix. Concernant le secteur aérien, **ADP** confirme via de bons chiffres la reprise du trafic aérien en février bien que celui-ci reste toujours inférieur (92%) aux niveaux de 2019. De son côté, la situation actuelle n'empêche pas **Sanofi** d'annoncer l'acquisition de la société américaine **Provention Bio** pour 25\$/action, avec une prime de 273%, lui permettant de faire la pleine acquisition du produit TZIELD destiné aux malades du diabète de type 1.

ACTIONS AMÉRICAINES

Le secteur bancaire a le monopole de l'actualité cette semaine, avec de nombreux rebondissements des deux côtés de l'Atlantique. Du côté des Etats-Unis, les dernières nouvelles sont plutôt rassurantes et instillent un peu plus de confiance dans le système bancaire. En effet, les autorités américaines ainsi que les grandes banques ont présenté un plan coordonné de sauvetage de **First Republic Bank** (qui prenait 10% à la clôture, après avoir perdu 35% lors de la séance), en injectant 30 milliards de dollars pour renforcer les dépôts.

La Fed a publié des données montrant que les banques américaines ont emprunté des montants record dans la fenêtre de liquidité offerte par la banque centrale : 164 milliards de dollars contre 4,58 milliards de dollars la semaine précédente. C'est le montant le plus élevé jamais atteint. Le précédent record était de 111 milliards de dollars lors de la crise financière de 2008.

Dans ce contexte, l'aversion au risque s'est détendue et les indices ont clôturé la séance de jeudi largement dans le vert. Au cours des cinq dernières séances, le S&P 500 et le Nasdaq sont repassés en territoire positif avec respectivement +1.07% et +3.34%. A noter la surperformance massive du Nasdaq vs S&P : sur les 11 dernières séances, l'écart est à +5%. De plus, au sein même du S&P 500, les performances sectorielles divergent de manière significative : +5.92% et +3.94% pour les secteurs de croissance comme les services de communication et les technologies de l'information contre -6.91% et -4.6% pour les secteurs financier et énergétique.

D'après Bloomberg, le marché accorde désormais une probabilité de 82% à une hausse de taux de 25 points de base la semaine prochaine (réunion du FOMC les 21 et 22 mars), contre 18% de probabilité de statu quo. Le pic serait atteint en mai (66% de probabilité d'une nouvelle hausse des taux de 25 points de base), suivi de 50 points de base de baisse à janvier 2024.

Du côté des autres secteurs de l'économie, l'éditeur de logiciels **Adobe** progressait de 5.9% après avoir publié des résultats supérieurs aux attentes et relevé ses prévisions pour l'année.

Du côté réglementaire, l'administration Biden intensifie la pression sur **TikTok** et demande à son propriétaire chinois **ByteDance** de vendre sa participation dans le réseau social sous peine d'interdire l'application aux États-Unis. **Meta**, **Snap** et **Pinterest** progressaient respectivement de 3.6%, 7.3%, et 6%. La start-up de paiements en ligne **Stripe** a annoncé avoir levé 6,5 milliards de dollars valorisant le groupe à 50 milliards de dollars. En 2021, le groupe était valorisé à 95 milliards de dollars. **FedEx** progressait de 12% en après-marché grâce à des BPA trimestriels supérieurs aux attentes. La société en profite pour relever ses objectifs annuels, notamment grâce à l'implémentation de réduction de coûts.

ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX se sont repliés de 5.63% et 6.47% respectivement. Les places boursières japonaises ont fortement reculé dans le sillage des valeurs financières, suite à la lourde chute des marchés actions américains et européens, les investisseurs s'inquiétant de la faillite de deux banques américaines et de la situation financière du Credit Suisse. Les marchés ont également été pénalisés par l'appréciation du yen, alors que les valeurs axées sur les exportations comme les constructeurs automobiles ont plongé.

Aucun secteur n'a progressé au cours de la période. Les secteurs des valeurs bancaires, de l'assurance ainsi que des titres et des matières premières se sont nettement repliés de 15.92%, 13.90% et 11.88% respectivement, les valeurs financières ayant globalement fait l'objet d'un courant vendeur en raison des craintes à l'égard d'un éventuel risque systémique des marchés financiers.

Nitori Holdings Co., Ltd., une chaîne de magasins de mobilier et de décoration intérieure, a progressé de 3.15% à la faveur de l'appréciation du yen japonais. **Unicharm Corp**, un fabricant de produits d'hygiène, a gagné 1.66%, alors que les titres défensifs ont été privilégiés par les investisseurs compte tenu du niveau élevé de la volatilité.

Resona Holdings Inc., une banque, **Dai-ichi Life Holdings Inc.**, une compagnie d'assurance-vie, et **Sumitomo Mitsui Trust Holdings**, une banque fiduciaire, ont chuté de 20.50%, 19.62% et 14.81% respectivement, sur fond de craintes à l'égard d'un éventuel risque systémique des marchés financiers.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY a nettement reculé, passant d'environ 136 yens pour un dollar à près de 132 yens. Le dollar américain a été vendu en raison de l'atténuation des attentes quant à une accélération du rythme de resserrement, alors que le yen japonais a été préféré de par son statut de monnaie refuge.

Selon les données publiées par l'Office national du tourisme japonais mercredi, 1 475 300 touristes étrangers ont visité le Japon en février, un nombre qui a été multiplié par 88 par rapport à 2022 et en hausse de 56.6% comparé au niveau d'il y a quatre ans, avant la pandémie de Covid-19.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM s'est replié au cours de la semaine (-1.33%, cours de jeudi à la clôture), plombé au premier chef par le Mexique et le Brésil qui ont reculé de 3.47% et 2.68% respectivement. La Chine a surperformé et a clôturé quasi à l'équilibre (+0.43%), tandis que l'Inde et Taïwan ont également cédé 2.16% et 1.48%.

En **Chine**, la banque centrale a annoncé une réduction de son ratio de réserves obligatoires de 25 points de base après la clôture du marché vendredi, afin de mettre davantage l'accent sur la croissance en 2023. Les données macroéconomiques pour la période janvier-février ont confirmé que la reprise suivait son cours, avec une hausse de 3.5% des ventes au détail, de 2.4% de la production industrielle et de 5.5% des investissements en immobilisations sur un an. En février, les prix des logements neufs ont augmenté dans 55 des 70 plus grandes villes chinoises, tandis que ceux des logements existants se sont inscrits en hausse dans 40 villes. Sur le front géopolitique, l'Iran et l'Arabie saoudite ont accepté de rétablir leurs relations diplomatiques avec la Chine et de rouvrir des ambassades après sept années de tensions, suite à la visite de représentants des deux pays vendredi dernier à Pékin. La semaine prochaine, le président Xi Jinping visitera la Russie en vue de trouver un accord de paix pour l'Ukraine. Du côté des entreprises, **Ping An Insurance** anticipe une reprise pour enregistrer une croissance positive de la valeur nette comptable au premier trimestre 2023 et pour l'exercice 2023, bien que ses résultats se soient inscrits en deçà des attentes pour l'exercice 2022. **Li Ning** a fait part de ses prévisions pour 2023, avec une croissance du chiffre d'affaires et de la marge nette d'environ 15 pp sur un an, des chiffres légèrement inférieurs aux prévisions du marché.

À **Taïwan**, d'après les informations de certains médias, **TSMC** envisagerait d'augmenter une nouvelle fois ses prix au second semestre 2023, afin de répercuter la hausse de ses coûts de fabrication.

En **Inde**, le PMI des services a atteint un sommet sur 12 ans en février, tandis que des signes contrastés ont été observés dans l'activité agricole. En février, la pondération de l'Inde dans l'indice de référence des marchés émergents a été revue à la hausse, ce qui s'est traduit par des entrées de capitaux de 4,3 milliards de dollars américains de la part de fonds passifs dédiés étrangers (18% des actifs sous gestion des investisseurs institutionnels étrangers).

Au **Brésil**, les autorités de réglementation ont abaissé le plafond autorisé des emprunts sur paie pour les retraités. Les banques ont décidé de suspendre ce type de produits suite à l'annonce de cette mesure. **Localiza** et **Natura** ont rendu compte de résultats inférieurs aux attentes. S'agissant de Localiza, cela s'explique notamment par la faible performance de Seminovos, alors que la direction anticipait une amélioration en janvier-février 2023.

MercadoLibre prévoit d'investir un montant record de 3,6 milliards de dollars américains en 2023, soit 19 milliards de reals brésiliens (contre 17 milliards de reals en 2022). **Casino** a levé 780 millions de dollars américains avec la vente d'Assai au Brésil.

Au **Mexique**, la monnaie locale s'est dépréciée de 4% en raison de l'actualité négative liée à SVB et au Credit Suisse. Le ministre des Finances mexicain a déclaré que le système financier du pays n'était pas en danger. La banque centrale mexicaine n'a pas surprolongé le crédit et n'a pas diminué ses taux d'intérêt à un niveau proche de zéro. L'Association nationale des chaînes de supermarchés et des détaillants en libre-service (ANTAD) a fait part d'une croissance de 6.5% des ventes à périmètre comparable en février 2023, ce qui représente une nouvelle baisse par rapport au mois de janvier.

En ce qui concerne la relocalisation des chaînes d'approvisionnement, **Foxconn**, un fournisseur d'Apple, a remporté une commande pour la production d'AirPod et prévoit de construire une nouvelle usine en Inde pour un montant de 200 millions de dollars américains.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Cette dernière semaine fut encore une fois très volatile sur les taux mais aussi sur les primes de risque crédit. Nous avons observé au final une baisse de plus de 30 points de base sur le taux allemand 10 ans et une hausse de 30 points de base sur le segment de l'Investment Grade avec des primes autour de 170-180 points de base et une hausse de 60 points de base sur les obligations à Haut Rendement s'affichant ainsi sur des niveaux de 460 points de base. Les mouvements sur les indices CDS sont semblables, le Xover passant de 420 à 500 et le Main de 80 à 100.

Au cours de la semaine, les obligations privées Investment Grade sont stables à +0.06% amenant la performance depuis début janvier à +1.05%. Dans le même temps, le marché des obligations de Haut Rendement reste positif depuis début janvier à 1.84% après une contribution négative de -0.73% durant la semaine. A ce jour, le rendement actuariel des marchés obligataires Investment Grade s'établit à 4.2% et 7% pour le marché obligataire du Haut Rendement, ce qui reste de bons points d'entrée en terme de portage avec cette fois à noter que le taux d'Etats et les primes de risque crédit se compensent.

Sur le front des financières, les primes sur les CoCo Euro se sont fortement écartées de plus de 500 points de base pour atteindre 1250 points de base, calculées à la première date de rappel. La chute des banques américaines **Silicon Valley Bank** et **Signature Bank** déclenche une réaction en chaîne jusqu'à **Credit Suisse**. Cette banque n'a pas d'exposition directe ou indirecte aux deux banques américaines. La contagion se fait par une crise de confiance suite à des déclarations intempestives et mal interprétées de son actionnaire principal, la **Saudi National Bank**. Cette réaction des marchés actions et crédit sur les titres Credit Suisse a sans doute alimenté un flux de fuite de dépôts important qui pousse la banque à demander environ 50 milliards de CHF via une ligne de liquidité fournie par la Banque Nationale de Suisse. Ceci calme temporairement les marchés mais la BNS/FINMA et le Conseil Fédéral Suisse seront scrutés sur des annonces plus poussées concernant l'avenir de la banque. En attendant, les primes de risque sur le segment vont sans doute se maintenir à des niveaux élevés.

CONVERTIBLES

Une semaine très volatile s'achève sur le marché, avec une attention particulière pour le secteur financier aux États-Unis et en Europe. L'activité dans le marché des obligations convertibles a maintenu un ton prudent, mais il n'y a pas eu de signes de panique.

Dans l'ensemble, le marché des obligations convertibles a affiché une bonne résistance dans la correction que nous pouvons attribuer à une exposition sectorielle limitée au secteur bancaire. En Europe, le secteur financier ne représente pas plus de 2% du marché des obligations convertibles. Aux États-Unis, les émetteurs majeurs n'étaient également pas directement concernés par l'exposition à **SVB** ou **First Republic Bank**. Concernant le marché primaire, **FreshPet**, le distributeur d'aliments pour animaux, a émis 350 millions de dollars USD avec un coupon de 3% et une maturité 2028 pour financer ses besoins d'investissement à l'international.

Achévé de rédiger le 17 mars 2023

GLOSSAIRE

- Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's).
- Les titres « High Yield » sont des obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.
- La dette senior bénéficie de garanties spécifiques. Son remboursement se fait prioritairement par rapport aux autres dettes, dites dettes subordonnées.
- La dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers.
- Tier 2 / Tier 3 : segment de la dette subordonnée.
- La duration correspond à la durée de vie moyenne d'une obligation actualisée de tous les flux (intérêt et capital).
- Le spread désigne l'écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité.
- Les valeurs dites « Value » sont considérées comme sous-évaluées.
- Markit publie l'indice Main iTraxx (125 principales valeurs européennes), le HiVol (30 valeurs à haute volatilité), et le Xover (CrossOver, 40 valeurs liquides et spéculatives), ainsi que des indices pour l'Asie et le Pacifique.
- EBITDA est l'acronyme de Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (en français : résultat d'exploitation avant intérêts, impôts et amortissement). Il mesure donc la création de richesse avant toute charge calculée. Il trouve son équivalent français en l'EBE (Excédent brut d'exploitation).
- Le terme "Quantitative Easing" désigne un type de politique monétaire dit non conventionnel auquel peuvent avoir recours les banques centrales dans des circonstances économiques exceptionnelles.
- Un « stress test » est une technique destinée à évaluer la résistance d'institutions financières.
- L'indice PMI, pour "Purchasing Manager's Index" (indice des directeurs des achats), est un indicateur permettant de connaître l'état économique d'un secteur.
- Coco (contingent convertible bonds) : format de dette subordonnée.
- Mortgage : une hypothèque est un instrument financier de garantie d'une dette.

AVERTISSEMENT

Le présent support est émis par le groupe Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information.

Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction.

Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment du groupe Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés.

Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité du groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses.

Le groupe Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment du groupe Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. Source d'informations : à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles du groupe Edmond de Rothschild.

Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild. Copyright © groupe Edmond de Rothschild - Tous droits réservés

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 euros

Numéro d'agrément AMF GP 04000015

332.652.536 R.C.S. Paris