EDMOND DE ROTHSCHILD

FLASH MARCHÉS : PRUDENCE JUSTIFIÉE DES BANQUES CENTRALES

• Aux Etats-Unis, le rachat du portefeuille des dépôts et des prêts de Silicon Valley Bank par First Citizens Bank a éloigné le spectre du risque systémique bancaire.

• En Europe, la tâche de la BCE se complique. Plusieurs membres se sont exprimés sur la nécessité de poursuivre l'ajustement monétaire car l'inflation cœur hors énergie demeure très élevée.

• Nous restons prudents sur les actions et nous conservons une vue constructive sur les obligations d'entreprises et neutre sur la duration.

Le rachat du portefeuille des dépôts et des prêts de Silicon Valley Bank par First Citizens Bank a éloigné le spectre du risque systémique bancaire.

De part et d'autre de l'Atlantique, les autorités financières font preuve d'une grande réactivité, à l'image du sauvetage éclair de Credit Suisse et de la garantie des dépôts bancaires des établissements américains en faillite. Si le Trésor US refuse de fournir une garantie explicite généralisée des dépôts bancaires, il indique très clairement vouloir l'implémenter au cas par cas pour les établissements qui seraient en difficulté.

Dans le cas où les banques régionales américaines demeuraient fragiles, elles devront remonter la rémunération de leurs dépôts et durcir les conditions d'octroi de crédit pour stabiliser leurs encours. La Fed a donc moins besoin de remonter ses taux directeurs pour lutter contre l'inflation, et le taux terminal anticipé par le marché se stabilise sous le seuil des 5%.

Le recours massif des établissements bancaires au refinancement par le taux discount et au nouveau mécanisme BTFP se traduit par une remontée du bilan de la Fed. Cette nouvelle injection de liquidités entraîne un rebond local des marchés actions, tirés par les valeurs technologiques ainsi qu'une nouvelle vague de baisse du dollar.

La consommation en Occident montre quelques signes de faiblesse avec des ventes de détail en contraction en Allemagne et en France. Cependant, la robustesse du marché de l'emploi et le reflux des prix de l'énergie n'entament pas la confiance comme l'illustrent les chiffres du Conference Board aux US et le rebond de l'indice IFO en Allemagne. En revanche, le Japon fait figure d'exception avec une forte progression des ventes au détail de 6.6%.

En Europe, la tâche de la BCE se complique également. Plusieurs membres se sont exprimés sur la nécessité de poursuivre l'ajustement monétaire car l'inflation cœur (hors énergie) demeure très élevée bien que l'inflation globale baisse du fait de la décrue des prix de l'énergie et d'un effet de base favorable.

Ainsi, l'inflation européenne baisse de nouveau à 6.9% vs. 8.5% en février. En Espagne, l'inflation chute de moitié à 3.3% vs. 6%, tandis que l'inflation cœur résiste à 5.7%, un niveau toujours inconfortable.

Dans cet environnement de dégradation lente de l'octroi du crédit, les primes de risques nous semblent insuffisamment attractives et nous incitent à la prudence sur les actions, notamment américaines. Nous sommes néanmoins positifs sur les actions chinoises qui offrent des valorisations attractives dans un environnement post-Covid. Nous conservons une vue constructive sur les obligations d'entreprises et neutre sur la duration.

ACTIONS EUROPÉENNES

Après une fin de semaine sous le signe de l'anxiété, marquée par la forte baisse de **Deutsche Bank**, les marchés européens retrouvent des couleurs dès le début de la semaine suivante, suite à l'annonce du rachat partiel des actifs de la **Silicon Valley Bank** par **First Citizens**. A cela s'ajoute une nouvelle saluée par les marchés : le retour au poste de PDG de Sergio Ermotti, patron d'**UBS** de 2011 à 2020. Par conséquent, les craintes d'une croissance économique durablement affectée par les perturbations actuelles au sein du système financier s'estompent partiellement, ce qui profite aux secteurs les plus cycliques.

Sur le front de l'inflation, les premières données en zone euro pour le mois de mars témoignent du net ralentissement des pressions en Espagne (+3.3% en glissement annuel vs. +6% en février) ou encore en Allemagne (+7.4% vs. +8.7%, en ligne avec les attentes). Ceci étant, la réalité est moins favorable car la baisse des pressions s'explique par la baisse des prix de l'énergie. Autrement dit, l'inflation cœur s'est probablement stabilisée mais reste toujours dans sa phase de remontée.

Du côté microéconomique, **Novartis** publie des résultats prometteurs sur son traitement contre le cancer du sein. Concernant le secteur de la consommation, les messages de prudence se multiplient. **Next** revoit à la baisse ses anticipations de hausses de prix pour les mois à venir pour préserver la demande. **H&M** confirme cette tendance mais surprend avec une baisse drastique de ses coûts qui lui permet de maintenir ses niveaux de marge. Dans le secteur du renouvelable, **Neoen** a annoncé le succès de son augmentation de capital de 750 millions d'euros avec un taux de souscription de 162.4%. Dans le secteur du software, l'éditeur de logiciel pour les financières **Temenos** a annoncé la signature d'un contrat avec l'une des principales banques domestiques américaines pour la modernisation de sa plateforme core banking. Si aucun détail sur le montant ou le nom précis du client n'est donné, on peut imaginer que ce contrat pourrait être significatif à l'échelle de Temenos. Enfin, concernant les semi-conducteurs, **Infineon** revoit à la hausse ses objectifs en raison d'une meilleure résilience attendue sur ses marché finaux (industrie et automobile).

ACTIONS AMÉRICAINES

La séance de vendredi clôture un trimestre entamé sur les chapeaux de roues avant le déclenchement d'une crise dans le secteur bancaire qui a ravivé l'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêt et la conjoncture économique.

Sur le front de l'économie, les demandes d'allocations chômage ont été à peu près conformes au consensus à 198K alors que le PIB a déçu (+2.6% vs. un consensus à +2.7%).

Aux Etats-Unis, les traders misent sur une pause dans la remontée des taux de la Fed en mai et une possible baisse du coût du crédit peu de temps après. Des conditions qui profiteraient au compartiment technologique, le Nasdaq étant en passe de gagner plus de 14% sur le trimestre (vs. un S&P 500 à +5.5%).

Le ton des banquiers centraux reste en revanche résolument restrictif. Susan Collins, responsable de la Fed de Boston, indiquait jeudi que de nouvelles hausses de taux seraient nécessaires pour lutter contre l'inflation. Son homologue de la Fed de Richmond, Thomas Barkin, indiquait pour sa part que si les risques sur l'inflation persistaient, la Fed n'aurait pas d'autres choix que de continuer à resserrer sa politique monétaire. Les futures sur les Fed Funds anticipent à 51.5% la probabilité d'un statu quo de la Fed lors de la réunion du mois de mai et à 48.5% la probabilité d'une hausse de 25 points de base.

Les banques ont emprunté 152.6 milliards de dollars en provenance de deux programmes de prêts de la Fed lors de la semaine (finissant le 29 mars), vs. 163.9 milliards de dollars la semaine précédente, un signal de stabilisation de la demande en liquidités.

Du côté des nouvelles microéconomiques, les autorités britanniques se montrent rassurées concernant le rachat d'**Activision Blizzard** par **Microsoft** en estimant que celui-ci ne devrait pas menacer de façon importante la concurrence dans le domaine des jeux vidéo.

Apple tiendra sa conférence des développeurs du 5 au 9 juin et pourrait y dévoiler son nouveau casque de réalité virtuelle et augmentée. **Electronic Arts** va supprimer environ 6% de son personnel (800 postes, charges de 170-200 millions de dollars) et réduire la surface de ses bureaux. **Disney** débute aussi ses licenciements (7.000 suppressions de postes prévues). **Tesla** veut construire une usine de batteries au Texas en partenariat avec le chinois **CATL**. La Maison Blanche pourrait émettre des réserves et ne pas soutenir le projet.

ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX ont progressé de 1.33% sur la période. La hausse est restée limitée malgré l'atténuation des inquiétudes à l'égard du risque systémique des marchés financiers américains et européens. Les taux d'intérêt ont une nouvelle fois augmenté et la tendance a été influencée par la cession de positions des investisseurs institutionnels à la fin de l'exercice fiscal.

Le secteur des produits en caoutchouc a gagné 4.33% sous l'effet de solides prévisions de bénéfices pour décembre 2023 et de la hausse du dividende de **Bridgestone**, le principal fabricant de pneus au Japon. Les équipements de transport et le transport aérien ont progressé respectivement de 2.87% et 2.68%, les titres des deux secteurs ayant été rachetés après leur lourde chute.

Les secteurs des autres activités de financement, des titres et des matières premières ainsi que de l'assurance se sont repliés de 1.02%, 0.80% et 0.76%. Les valeurs financières ont fait l'objet d'un courant vendeur sur la première partie de la période en raison des craintes d'un éventuel risque systémique des marchés.

Otsuka, une société pharmaceutique, **Resona**, une banque et **Mitsubishi Heavy Industries** se sont inscrits en hausse respectivement de 5.77%, 5.38% et 4.90%, ces sociétés ayant été rachetées suite à leur repli.

À l'inverse, **M3**, une plateforme de services médicaux et **Z Holdings**, un fournisseur de plateforme Internet, ont reculé de 3.78% et 3.43%, sur fond de craintes quant à la poursuite des relèvements de taux d'intérêt et à un éventuel ralentissement économique. **Japan Post** a cédé 2.78% compte tenu de son traitement ex-dividende au cours de la semaine.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY est passée de près de 131 yens pour un dollar à environ 132,50 yens en raison de l'abandon de la position longue sur le yen japonais du fait

de son statut de monnaie refuge, les craintes relatives au risque systémique du marché financier s'étant atténuées.

Mercredi, le Premier ministre Fumio Kishida a annoncé que le gouvernement allait définir un plan de « nouveau capitalisme » en juin, en mettant notamment l'accent sur l'augmentation des salaires, l'innovation et la résolution des problèmes sociaux par le biais d'un soutien aux start-up. Selon certaines informations, les grandes entreprises auraient terminé leurs discussions annuelles relatives à l'emploi, avec une hausse des salaires de 3.8% pour le prochain exercice, soit la plus importante depuis près de 30 ans.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM s'est inscrit en hausse de 1.47% (cours de jeudi à la clôture), dans le sillage du Brésil, du Mexique et du Chili qui ont affiché une performance totale de 5,17%, 4.15% et 4.88% respectivement. La Chine, l'Inde et la Corée du Sud ont également terminé en territoire positif, à 1.15%, 0.35% et 0.71%, tandis que Taïwan s'est replié de 1.16%.

En **Chine**, le PMI manufacturier s'est établi à 51.9, dépassant ainsi les prévisions du marché, et le PMI non manufacturier a également progressé à 58.2, contre 56.3 le mois précédent. Selon l'Association chinoise des constructeurs automobiles, les ventes au détail de véhicules électriques s'inscrivent à 387 000 véhicules depuis le début du mois en Chine continentale, soit une hausse de 10% sur un an et de 1% sur un mois. Elles ont par ailleurs atteint 1 157 000 véhicules depuis le début de l'année, soit une accélération de 18% en glissement annuel. Le Brésil et la Chine ont trouvé un accord en vue de réaliser des échanges et des transactions financières dans leur devise respective, évitant ainsi d'utiliser le dollar américain comme intermédiaire. **Meituan** a rendu compte d'un chiffre d'affaires et de bénéfices supérieurs aux attentes au 4ème trimestre 2022, à la faveur d'une reprise de la demande de consommation hors ligne. Alors que Jack Ma a fait son retour en Chine continentale, **Alibaba** va se restructurer en six entités gérées de manière indépendante. Celles-ci devront se forger leur propre chemin pour concurrencer les sociétés de leur marché respectif et auront éventuellement la possibilité d'effectuer elles-mêmes des levées de fonds, par le biais d'une introduction en bourse par exemple. **China Merchant Bank** a fait part d'une marge nette d'intérêt et de dépenses d'investissement supérieures aux estimations, tandis que **Tencent** a repris son programme de rachat d'actions.

En **Corée du Sud**, **LG ES** a décidé d'investir 7 200 milliards de wons dans la construction d'une usine de production de batteries au lithium-phosphate de fer en Arizona. Les résultats et les prévisions annoncés par **Micron Technology** ont redonné davantage de clarté quant au cycle en cours pour les sociétés sud-coréennes spécialisées dans les puces mémoires. Le deuxième trimestre de l'exercice (février) a été particulièrement difficile pour les centres de données, alors que les activités liées aux PC et aux smartphones devraient connaître un ralentissement au second semestre. Par ailleurs, l'ensemble des fournisseurs de puces DRAM et NAND ont revu à la baisse leurs dépenses d'investissement ainsi que l'utilisation de leurs capacités de production.

En **Inde**, **JSW Energy** a fait l'acquisition de 1 753 MW d'actifs verts auprès de **MEIPL** pour un montant de 100 milliards de roupies. Le ministre du Commerce et de l'Industrie Piyush Goyal a dévoilé la nouvelle politique en matière de commerce extérieur, selon laquelle le pays vise à atteindre les 2 000 milliards de dollars d'exportations de biens et services indiens d'ici 2030. La banque centrale a accordé un délai à **PayTM** pour faire une nouvelle demande de

licence d'agrégateur de paiement. Les banques indiennes s'apprêtent à gagner 36 milliards de dollars de dépôts, alors que les fonds de dette feront l'objet d'une taxe conformément à la nouvelle politique. Le Premier ministre Narendra Modi s'est entretenu avec le directeur général de **NXP** Kurt Sievers. Une rencontre qui visait à renforcer l'écosystème des semi-conducteurs, à développer la main-d'œuvre dans les domaines de la science, de la technologie, de l'ingénierie et des mathématiques, ainsi que l'écosystème des start-up en Inde. **Adani Group** souhaite renégocier les échéances de ses prêts en cours d'une valeur de 4 milliards de dollars qui ont été pris en août 2022 pour l'acquisition de ses actifs du secteur du ciment, **ACC** et **Ambuja Cements**.

Au **Brésil**, le gouvernement a présenté son projet relatif au nouveau cadre budgétaire. Le projet a bien été accueilli par le marché, celui-ci jugeant positif le fait d'avoir un mécanisme pour contrôler les dépenses. Le taux d'inflation de l'IPCA-15 s'est inscrit à 5.36% en mars, contre 5.63% en février et des prévisions de 5.33%, tandis que l'activité industrielle a reculé de 0.3% sur un mois en janvier, conformément aux attentes. Les prêts et crédits bancaires ont ralenti à 12.6% en février, contre 13.6% en janvier, les banques publiques ayant devancé les banques privées, à 14% en glissement annuel (évolution inchangée sur un mois). Dans l'attente d'une nouvelle date pour la visite du président Luiz Inácio Lula da Silva en Chine, le gouvernement brésilien a indiqué mercredi qu'à l'occasion de cette visite, des accords de partenariats seront signés avec **Embraer**, **BYD** et d'autres grandes entreprises.

Au **Mexique**, lors de la journée des investisseurs de **Banorte**, la direction s'est montrée positive à l'égard des tendances commerciales observées durant le 1er trimestre 2023 et a confirmé ses perspectives favorables en ce qui concerne la tendance à la relocalisation qui devrait stimuler la croissance ces prochaines années.

Au **Chili**, le taux de chômage a commencé à se détériorer, alimentant ainsi les attentes d'une baisse des taux d'intérêt en juin. Le gouvernement a annoncé qu'il dévoilerait prochainement ses nouvelles propositions relatives au lithium.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Après la saga **Credit Suisse** et la recherche par les hedge funds du prochain maillon faible, le marché a davantage cherché à se rassurer, notamment sur les dettes financières. Si **Deutsche Pfandbriefbank** n'a pas appelé son AT1 Avril 2023 comme attendu en raison des niveaux stressés de refinancement sur les CoCos, les investisseurs retrouvent légèrement leur calme. **Deutsche Bank** a publié une analyse détaillée de son passif et de la granularité de sa base de dépôt ce qui a calmé les inquiétudes de nombreux opérateurs. Par ailleurs, son exposition à l'immobilier commercial américain – prochain maillon faible identifié par le marché - reste très modique avec seulement 4% de ses encours de prêts.

Dans ce contexte, alors que les primes au call des obligations CoCos Euro avaient atteint des niveaux de 1800 points de base le jour de l'annonce de **Credit Suisse**, elles sont revenues de 450 points de base en passant de 1600 points de base vendredi 24 mars à 1150 points de base. Pour autant, le marché ne s'est pas normalisé, nous nous attendons à ce que la volatilité reste de mise.

Sur les marché de crédit plus traditionnels, les primes de crédit du High Yield se sont resserrées de 40 points de base sur les obligations cash de 520 à 480 points de base, mais également sur les indices dérivés avec un Crossover proche de 450 points de base. **Nexans**, l'un des leaders mondiaux dans l'industrie du câble, a levé 400 millions d'euros sur le marché primaire en proposant une obligation ayant une maturité à 2028 et un coupon à 5.5%. Gage de l'appétit des investisseurs, deux jours après l'obligation est cotée à 102%. Sur le segment de l'Investment Grade, les primes se sont également resserrées de 10 points de base affichant 170 points de base.

Au cours de la semaine (à jeudi soir), les obligations privées Investment Grade réalisent une performance négative de 0.7%, pénalisées par la hausse des taux sans risque, +40 points de base sur le taux 5 ans allemand. La performance depuis le début de l'année reste positive à 1.23% sur le segment de l'Investment Grade. Concernant le marché des obligations du High Yield, la performance de la semaine est positive à 0.63% conduisant la performance à 2.55% depuis le début de l'année. A ce jour, le rendement actuariel des marchés obligataires de l'Investment Grade et du High Yield s'établit respectivement à 4.25% et 7.5%, ce qui reste de très bons points d'entrée en terme de portage.

CONVERTIBLES

Les obligations convertibles mondiales ont enregistré une semaine positive à la faveur de la stabilisation des marchés du crédit et de la hausse des actions.

Les titres convertibles du secteur de la technologie ont impulsé la progression du marché après l'annonce par **Alibaba** d'une scission de ses activités. Le secteur des semi-conducteurs a surperformé suite aux prévisions communiquées par **Micron** et **Infineon**. Le secteur des énergies renouvelables s'est lui aussi inscrit en hausse après les commentaires de **SolarEdge** indiquant que la société n'anticipe pas de ralentissement de la demande dans le segment résidentiel aux États-Unis.

Le marché primaire demeure actif également. Deux fabricants d'équipements destinés aux énergies renouvelables, **TPI Composites** et **STEM**, ont réalisé leur toute première émission d'obligations convertibles. Ce dernier a émis des titres convertibles verts, dont le produit sera consacré à l'optimisation de ses capacités logicielles dans le domaine des systèmes d'énergie verte.

Achevé de rédiger le 31 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 techniques 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