



FLASH MARCHÉS : SOFT LANDING OR SOFT LENDING ?

- *S'il a conforté les espoirs d'un ralentissement contrôlé de l'économie (soft landing), Jerome Powell a douché les espoirs d'un pivot de la politique monétaire.*
- *Aux Etats-Unis, l'enquête trimestrielle de la Fed sur les conditions de crédit bancaire montre un durcissement des conditions de prêts aux entreprises, une baisse de la demande de crédits immobiliers et une inflexion baissière des demandes de crédit à la consommation.*
- *Nous continuons de privilégier le crédit par rapport aux actions et sur les taux, nous sommes constructifs sur les stratégies de portage en total return.*

Après le FOMC de la semaine précédente, Jerome Powell a rappelé dans une interview les dynamiques désinflationnistes à l'œuvre aux Etats-Unis malgré la vigueur du marché du travail. S'il a conforté les espoirs d'un ralentissement contrôlé de l'économie (soft landing), il a douché les espoirs d'un pivot de la politique monétaire. Les conditions d'une baisse des taux directeurs ne seront pas réunies avant 2024, la désinflation étant trop progressive pour revenir sous la cible des 2% dès cette année. Les marchés ont réagi par une remontée des taux et un renforcement du dollar.

Le relèvement des taux directeurs opéré en 2022 commence à se matérialiser par un ralentissement de la croissance. Aux Etats-Unis, l'enquête trimestrielle de la Fed sur les conditions de crédit bancaire montre un durcissement des conditions de prêts aux entreprises, une baisse de la demande de crédits immobiliers et une inflexion baissière des demandes de crédit à la consommation, en particulier pour les prêts auto. Alors que les taux d'intérêt moyens sur les cartes de crédit dépassent désormais 20%, le recours au crédit, qui a permis de soutenir la consommation en 2022, devrait s'estomper cette année.

En zone euro, les ventes au détail en volume ont chuté de 2.7% sur le mois de décembre 2022 après une progression de 1.2% en novembre, les consommateurs compensant la hausse des prix par une modération de leur volume de dépense. D'autant plus, selon une enquête de la BCE, les consommateurs anticipent une poursuite de la dégradation de leur pouvoir d'achat en 2023, avec une augmentation de seulement 1% de leur revenu nominal et une inflation de 5% en 2023.

Au Brésil, la politique monétaire restrictive a également démarré dès 2021, qui a porté les taux directeurs à 13.75%, et commence à peser sur la consommation des ménages. Les ventes au détail en volume ont baissé de 2.6% en décembre.

Les pays qui n'ont pas constaté de dégradation suffisamment rapide de leur demande intérieure, voire une reprise de l'inflation, ont créé la surprise en rehaussant leur taux directeur. En Australie, la RBA a remonté son principal taux directeur de 25 points de base, à 3.35%, et indiqué que d'autres hausses sont à attendre. L'Inde continue son resserrement monétaire avec 25 points de base supplémentaires et la Banque du Mexique a surpris avec une hausse de 50 points de base.

Le Japon, qui est le seul pays à ne pas avoir commencé son resserrement monétaire, voit une progression historique des salaires : +4.8% en 2022 pour les rémunérations totales (plus

haut depuis 1997), +1.3% concernant les salaires de base pour les salariés à temps plein et +1.8% pour les salaires contractuels (plus haut depuis 1995). Le nouveau gouverneur de la BoJ aura la lourde tâche d'opérer un virage de la politique monétaire japonaise à contrecourant des autres banques centrales.

Nous maintenons un biais prudent dans les portefeuilles. Nous continuons de privilégier le crédit par rapport aux actions, segment sur lequel nous préférons les marchés émergents aux marchés développés. Concernant les taux, nous sommes constructifs sur les stratégies de portage en total return. Sur les taux gouvernementaux, nous préférons l'obligataire américain à celui de la zone euro.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens corrigent légèrement à la baisse après la hausse de la semaine passée. Quelques révisions sur la hausse des taux ont pu jouer sur la correction du marché, notamment après les déclarations offensives de Catherine Mann, membre de la Banque d'Angleterre, en faveur d'une poursuite des relèvements des taux directeurs face au risque inflationniste. Malgré cela, ce sont les publications des résultats qui ont intéressé le marché et les investisseurs au cours de la semaine avec des bonnes surprises dans l'ensemble malgré quelques signaux négatifs.

Les banques françaises (**BNP, Société Générale, Crédit Agricole**) ont marqué le pas. Si **BNP** et **Société Générale** ressortent en ligne avec les attentes du marché avec aucun changement notable sur leur politique malgré la remontée des taux, **Crédit Agricole** a positivement surpris en affichant des résultats au-dessus des attentes. A long terme, les perspectives restent positives selon la banque, même si à court terme les entreprises vont devoir faire face aux problèmes liés aux taux d'usure et à la baisse de l'activité sur la banque de financement.

Concernant le secteur énergétique, **TotalEnergies, Equinor** et **BP** ont affiché des bénéfiques records suite à une année historique sur les prix de l'énergie. Au-delà de ces résultats, deux déclarations ont pu étonner les investisseurs. Tout d'abord, la déclaration d'**Equinor** sur la hausse de sa production en 2023 d'au moins 3% et le changement de stratégie de **BP** qui a déclaré freiner ses investissements dans le renouvelable au profit du fossile pour faire face « aux problématiques de sécurité énergétique ».

Dans le secteur de la consommation discrétionnaire, les publications de **Ralph Lauren** et **Tapestry** rassurent sur les dynamiques du marché. Ces entreprises publient en effet des résultats bien meilleurs qu'attendu, portés par la dynamique des dépenses des consommateurs, malgré un contexte économique toujours adverse. Concernant, les déceptions, nous pouvons toutefois citer **Maersk**, entreprise de commerce, qui envoie des signaux négatifs sur la dynamique du commerce mondial en revoyant à la baisse ses perspectives pour 2023. Dans la construction, les mauvais résultats de l'entreprise d'isolation **Rockwool** témoignent toutefois des difficultés que traverse le secteur de la construction actuellement.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les indices américains clôturent la semaine en retrait dans un contexte de nervosité latente sur l'évolution de la politique monétaire américaine.

Les créations d'emplois au mois de janvier (*517k postes*) étaient près de trois fois supérieures aux attentes (*187k estimé*) et le taux de chômage est tombé au plus bas depuis octobre 1953, à 3.4%.

Dans ce contexte, Jerome Powell a réitéré son message sur le début d'un cycle de désinflation tout en précisant que de futures hausses des taux pourraient être nécessaires si le marché de l'emploi restait vigoureux. Plusieurs responsables de la Fed se sont ensuite relayés pour passer des messages pointant vers de nouvelles hausses de taux.

En parallèle, l'ISM des services a enregistré sa plus forte progression mensuelle depuis juin 2020 passant de 49.2 à 55.2 tandis que la composante des prix payés est restée sur des niveaux très élevés à 67.8.

Encore beaucoup d'actualité microéconomique à l'heure où la saison des publications ralentit le rythme : la semaine a débuté par une annonce significative dans le secteur aurifère, à savoir l'acquisition par **Newmont Mining** de son concurrent en Australie, Newcrest Mining, pour 17Mds\$.

Le distributeur **Nordstrom** progressait de 25% vendredi suite à la prise de participation au capital de Ryan Cohen, investisseur activiste, qui prévoirait de réclamer des changements au sein du conseil d'administration. Au sein des médias, **Disney** progressait de 5% après avoir annoncé un plan de restructuration d'envergure visant 7000 postes et la réduction de 5.5Mds\$ de coûts.

Du côté des jeux vidéo, les éditeurs **TakeTwo Interactive** et **Activision Blizzard** ont tous les deux publié des résultats trimestriels supérieurs aux attentes et progressent respectivement de 7.8% et 5.6%. En revanche, **Activision Blizzard** a ensuite souffert des derniers commentaires de l'Autorité de la concurrence britannique, la CMA, qui indiquait que son rachat par Microsoft pourrait nuire à l'innovation et à la concurrence sur le marché des jeux vidéo.

Chez les **GAFAM**, les présentations d'outils IA se multiplient, avec peu de succès chez la maison mère de Google. En effet, **Alphabet** reculait de 7.7% suite à une présentation peu convaincante de son moteur de recherche utilisant l'intelligence artificielle, Bard. De son côté, **Microsoft** a annoncé que ChatGPT serait prochainement intégré à son moteur de recherche Bing afin de mieux concurrencer Google.

ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX se sont inscrits en hausse de 0.67% et 1.01% respectivement. Les places boursières japonaises ont été solides durant la période, compte tenu des attentes à l'égard du plafond atteint par les hausses de taux d'intérêt à l'échelle mondiale, de la réouverture de l'économie chinoise et des rumeurs selon lesquelles l'éventuel nouveau gouverneur de la Banque du Japon (BoJ) adopterait un ton accommodant. Les actions japonaises ont toutefois été pénalisées par la nouvelle publication de résultats inférieurs aux attentes par les entreprises japonaises et les inquiétudes ancrées quant à une éventuelle récession mondiale.

Le secteur du commerce de gros a progressé de 3.97%, dans le sillage de **Marubeni Corp**, l'une des principales sociétés de commerce général, qui a annoncé avoir revu à la hausse ses prévisions de bénéfices pour l'exercice 2022 et augmenté ses dividendes. Les autres activités financières ont gagné 3.22% à la faveur des valorisations attractives. Le transport maritime

s'est inscrit en hausse de 2.67%, les investisseurs étant toujours friands du niveau élevé des dividendes.

En revanche, le secteur du fer et de l'acier a cédé 3.13% en raison de prises de bénéfices par les investisseurs et de la révision à la baisse surprise des prévisions de bénéfices pour 2022 de **JFE Holdings Inc**. Les secteurs des autres produits et de la papeterie se sont repliés de 2.42% et 1.70% respectivement, du fait des inquiétudes à l'égard de la faiblesse des données économiques japonaises face à la hausse prononcée des prix.

Marubeni Corp s'est envolé de 11.99% comme expliqué ci-dessus. **Z Holdings Corp**, une société d'information et de communication, a progressé de 8.76% sur fond de rumeurs quant à l'accélération de la prise de décisions par la direction grâce à la fusion de ses filiales Line et Yahoo!. **Chugai Pharmaceutical Co., Ltd.** a vu son titre être racheté et a gagné 7.04%, alors que son bénéfice net pour l'exercice se terminant en décembre 2022 a de nouveau atteint un sommet, et ce, pour la sixième année consécutive.

À l'inverse, le groupe pharmaceutique **Eisai Co., Ltd.** a reculé de 4.61% en raison de la baisse de son chiffre d'affaires et de son bénéfice net sur la période avril-décembre 2022.

Nitori Holdings Co. Ltd. a plongé de 3.65% face à la dépréciation du yen japonais, ce qui devrait augmenter le coût des produits importés de ses usines à l'étranger.

Mitsubishi Heavy Industries Ltd. a cédé 3.6% suite au repli prononcé de son bénéfice net sur la période avril-décembre 2022.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY a dans un premier temps gagné du terrain pour s'établir à environ 132,50 yens pour un dollar (contre environ 128,50 yens auparavant) sur fond de rumeurs à l'égard de l'éventuel nouveau gouverneur de la BoJ, avant de se replier à environ 131,50 yens, le ton adopté par le président de la Réserve fédérale américaine Jerome Powell n'ayant pas été perçu comme aussi ferme qu'attendu par le marché.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a terminé la semaine en baisse (-1.4%, cours de jeudi à la clôture), la Chine restant inchangée, tandis que l'Inde a marqué une pause après avoir reculé précédemment et a terminé en territoire légèrement positif. Le Brésil a sous-performé et a cédé 2.8%.

En **Chine**, l'indice des prix à la production s'est inscrit en baisse de 0.8% en janvier, tandis que celui des prix à la consommation a gagné 2.1% conformément aux attentes. En ce qui concerne le Covid-19, le nombre de décès et de cas critiques dans les hôpitaux a baissé de 98% par rapport aux sommets atteints début janvier. Les voyages de groupe organisés pour les résidents de Chine continentale à destination de 20 pays ont repris au cours de la semaine. Le président Joe Biden a déclaré que les relations sino-américaines ne s'étaient pas détériorées suite à l'incident des ballons chinois, tandis que Janet Yellen a fait part de sa volonté d'effectuer une visite en Chine. La Chine et l'Australie discutent de la trajectoire à suivre pour la reprise complète de leurs échanges commerciaux et ont réitéré l'importance de la communication. La ville de Wuhan a assoupli l'une de ses principales restrictions sur les achats immobiliers, permettant désormais aux familles locales d'acquérir une résidence secondaire dans les zones qui appliquent des plafonds d'achat. Le ministère de l'Industrie et des Technologies de l'information a annoncé la mise en œuvre d'un programme pilote afin d'accroître l'utilisation des véhicules à énergie nouvelle dans des secteurs tels que les transports en commun, les services de taxi et la distribution postale. Il a également dévoilé

un plan d'action « Robot + » et anticipe une multiplication par deux du ratio de densité de robots industriels d'ici à 2025. Les géants technologiques chinois ont confirmé leurs programmes de développement d'un outil semblable à ChatGPT, notamment **Baidu**, **Alibaba** et **Tencent**. **Yum China** a rendu compte de résultats supérieurs aux attentes au quatrième trimestre 2022 et d'une amélioration à 6% en deçà des niveaux affichés en 2019 des ventes à périmètre constant à l'occasion du Nouvel An chinois.

À **Taïwan**, les exportations ont reculé pour le cinquième mois consécutif en janvier (-21% en glissement annuel). **Mediatek** a fait part de résultats au quatrième trimestre 2022 et de prévisions pour le premier trimestre 2023 décevants conformément aux estimations. La société a toutefois indiqué qu'elle observait les premiers signes d'un réapprovisionnement solide des smartphones en Chine. **Airtac** a publié des résultats conformes aux attentes au quatrième trimestre, avec des prévisions encourageantes pour 2023. En **Corée du Sud**, le gouvernement envisage de lever les restrictions sur les visas à court terme pour les ressortissants chinois.

En **Inde**, la banque centrale a comme prévu relevé ses taux d'intérêt de 25 points de base à 6.5%. Elle a revu à la baisse ses prévisions liées à l'indice des prix à la consommation et à la croissance du PIB, à 5.7% et 6.4% respectivement en 2023. L'atténuation des pressions sur les prix sera rendue possible grâce à la baisse des prix des matières premières à l'échelle mondiale, à supposer également que la saison des moussons se déroule sans surprise. MSCI a annoncé les nouvelles pondérations des actions d'**Adani Group**, quatre sociétés ayant vu leur pondération réduite.

Au **Brésil**, la « lutte » entre le président Lula et la banque centrale continue de dominer l'actualité. **Itaú** a fait part de solides résultats au quatrième trimestre 2022, avec des prévisions particulièrement encourageantes pour 2023. Au **Mexique**, l'indice des prix à la consommation a progressé de 0.68% sur un mois en janvier conformément aux estimations.

En ce qui concerne la **relocalisation des chaînes d'approvisionnement**, la société sud-coréenne spécialisée dans l'énergie solaire **Hanwha Solution** envisagerait d'investir en Allemagne afin de tirer parti des subventions.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

La dette obligataire privée connaît un ralentissement après un fort rallye début février. La reprise du mouvement haussier des taux, avec par exemple un taux obligataire 10 ans allemand passant de 2.15% à 2.35% au cours de la semaine, est le principal facteur explicatif de ce ralentissement. Les primes de crédit sont plutôt stables autour de 150 points de base sur les bonnes notations et bien orientées sur les obligations Haut Rendement à 405 points de base, soit 10 points de base de mieux au cours de la semaine.

Les obligations privées Investment Grade ont perdu -0.48% entre les séances de lundi et jeudi conduisant à une performance depuis début janvier à +2.5%. Du côté du marché du Haut Rendement, il reste largement positif depuis janvier à 4.46% après une contribution de 0.02% la semaine précédente.

Sur le segment des obligations financières, les résultats du 4ème trimestre continuent d'être très solides boostés par l'environnement de taux plus élevés. Depuis la semaine dernière,

Intesa, BNP, Sondrio, SocGen, ABN Amro, BPER ont toutes dans l'ensemble publié des résultats solides permettant une appréciation nette de leur CET1. **Credit Suisse** reste néanmoins sous surveillance avec une franchise qui souffre et des pertes qui continuent de s'accumuler dans le cadre de sa restructuration. Son processus de désendettement est cependant bien avancé ce qui limite le besoin de refinancement à terme. Après le fort resserrement la semaine précédente, les primes sur les Coco Euro sont restées stables autour de 580 points de base.

Le marché primaire de la dette de Haut Rendement consolide sa forte dynamique avec plusieurs nouvelles émissions : **Isabel Marant B** (8% 2028), **Ford BB+** (4.867% 2027), **Iliad BB** (5/8 2030) et **Ineos BB** (- 6.5/8% 2028. Gage du regain d'intérêt retrouvé des investisseurs pour le portage, ces transactions dans leur ensemble ont été très largement sursouscrites.

CONVERTIBLES

L'activité du marché des obligations convertibles continue d'être dictée par les résultats des entreprises. En Europe, les matériaux industriels et l'automobile ont été les sous-secteurs les plus performants du marché, sous l'impulsion de **Siemens** qui a dépassé les attentes après avoir annoncé de fortes marges et de bonnes perspectives de chiffre d'affaires. En revanche, les résultats d'**Adidas** et de **Delivery Hero** ont déçu, le premier se préparant à déclarer une perte d'exploitation de 700 millions d'euros en 2023 et le second n'ayant pas atteint les prévisions de valeur brute des marchandises pour le trimestre. Aux États-Unis, les performances des actions sous-jacentes aux obligations convertibles ont été positives. **Royal Caribbean** a surpassé les prévisions et a indiqué que la demande restait soutenue. **Dexcom**, le spécialiste d'équipements médicaux, a battu les prévisions de bénéfices et de ventes. **Cloudflare**, dans le secteur de la cybersécurité, a publié des bénéfices prévisionnels supérieurs aux estimations pour le premier trimestre.

Le marché primaire est resté actif. Au cours de la semaine, la première nouvelle émission au Japon a été celle de **Park24**, qui a émis une obligation convertible de 35 milliards de yens arrivant à échéance en 2028 pour refinancer sa dette existante. L'action, portée par le thème de la réouverture, a connu une belle reprise. **Citigroup** a émis 2.35 milliards de dollars de Hong Kong en obligations échangeables liées aux actions d'**AIA Group**, une compagnie d'assurance de Hong Kong. Aux États-Unis, **Nabors** a émis des obligations convertibles de premier rang non garanties pour un montant de 200 millions de dollars américains, à échéance 2029.

Achévé de rédiger le 10 février 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