



## FLASH MARCHÉS : LES BANQUES CENTRALES VOUS PRÉSENTENT LEURS « MEILLEURS VŒUX »

• *La Fed a comme prévu ralenti la cadence de ses hausses de taux tout en insistant sur la nécessité de conserver des taux restrictifs pendant longtemps*

• *La BCE a voulu recadrer les attentes des investisseurs en se montrant particulièrement restrictive sur la nécessité de poursuivre la remontée des taux à un rythme « soutenu et significatif »*

• *Nous conservons un positionnement neutre sur les actions et privilégions les stratégies de portage sur le crédit*

Si la semaine a été riche en publications macroéconomiques, on retiendra surtout le véritable festival des banquiers centraux à la manœuvre pour leur dernière décision de politique monétaire de l'année 2022.

Mardi, le marché actions a tout d'abord salué la nouvelle décélération de l'inflation américaine, avec une progression de 0.1% seulement contre 0.3% attendue de l'indice des prix à la consommation pour le mois de novembre. Avec la baisse des prix de l'énergie et une composante bien durable en contraction de 0.5%, c'est principalement la composante immobilière qui contribue encore à l'inflation. Mais les données avancées des sites de location laissent entrevoir une décrue prochaine de cette composante vers mi-2023.

Le lendemain, la Fed a comme prévu ralenti la cadence de ses hausses de taux tout en insistant sur la nécessité de conserver des taux restrictifs pendant longtemps afin d'éviter tout effet de second tour. Jerome Powell a salué des chiffres encourageants, mais insuffisants au vu de la robustesse du marché du travail américain, comme l'attestent les derniers chiffres du chômage.

Dans le sillage de la Fed, les banques centrales de Suisse, d'Angleterre, du Mexique et de Norvège ont chacune remonté leur taux de 50 points de base (25 points de base pour la Norvège), mais avec un discours actant le ralentissement prochain de l'économie, de nature à bientôt faire refluer l'inflation. Ainsi, le langage utilisé par la BoE est beaucoup plus nuancé qu'auparavant, la majorité considérant que « de nouvelles hausses de taux seront peut-être nécessaires », et 2 membres sur 9 ayant voté cette fois-ci pour ne pas remonter les taux.

La véritable surprise est venue de la BCE qui a voulu recadrer les attentes des investisseurs, en se montrant particulièrement restrictive sur la nécessité de poursuivre la remontée des taux à un rythme « soutenu et significatif ». Christine Lagarde a exclu tout pivot monétaire et également annoncé le début de la réduction du bilan de la banque centrale à partir du mois de mars au rythme de 15 milliards d'euros par mois.

Suite à ce durcissement de ton à contre-courant des autres banques centrales et de la décélération de l'inflation outre-Atlantique, l'Eurostoxx décroche de 3.6% en séance, et le taux 10 ans allemand progresse de 14 points de base tandis que le taux 10 ans US baisse de 3 points de base.

**Les données économiques ne facilitent pas la lecture, avec les données de terrain telles que la production industrielle et les ventes au détail qui se dégradent tandis que les enquêtes d'opinion PMI se redressent.**

**Dans cet environnement, nous conservons un positionnement neutre sur les actions, avec une préférence pour les actions des pays émergents, et une sous-pondération des actions de la zone euro. Sur le crédit, nous privilégions les stratégies de portage. Sur les taux gouvernementaux, nous préférons toujours l'obligataire américain à celui de la zone euro.**

## ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés ont chuté significativement au cours de la semaine après le discours de Christine Lagarde. Après un communiqué déjà très *hawkish* dans lequel la BCE actait un relèvement des taux directeurs de 50 points de base, la présidente de la BCE a été extrêmement ferme en précisant qu'elle maintiendrait sa politique inchangée tant que les objectifs d'inflation ne seraient pas atteints.

Du côté de l'énergie, la semaine a été assez mouvementée avec une hausse marquée du Brent couplée à une forte volatilité sur les prix de l'électricité aux heures de pointe. La hausse du pétrole est due à des problèmes opérationnels aux Etats-Unis ainsi qu'à une annonce d'un des principaux assureurs russes sur l'énergie annonçant qu'il refusait de combler le vide laissé par les assureurs européens.

Concernant l'électricité, c'est la vague de froid qui traverse l'Europe qui explique la forte volatilité sur les prix en particulier en France où la thermosensibilité est plus importante que dans les autres pays (part importante de chauffage électrique). On peut aussi noter une faiblesse marquée de l'éolien en partie compensée par le redémarrage de plusieurs réacteurs nucléaires. Enfin, outre-Manche, l'inflation a ralenti plus qu'attendu en novembre (+0.4% en glissement mensuel contre +2% en octobre).

Du côté microéconomique, plusieurs entreprises ont fait état de la résilience de la demande en Europe. L'armateur **Hapag-Lloyd** voit un léger rebond de la demande dans le transport maritime à court-terme mais réitère sa prudence pour 2023. Ce rebond séquentiel est confirmé par **Lufthansa** (+4.2%) qui, à l'aune d'une forte demande pour les voyages aériens ces dernières semaines, augmente ses prévisions de bénéfices pour 2022. Du côté de la consommation, le groupe de prêt-à-porter **Inditex** (propriétaire de Zara) fait état de volumes de ventes qui restent très solides malgré les hausses de prix. Cette résilience de la consommation transparait également dans les chiffres du marché automobile avec un quatrième mois consécutif de hausse des ventes de voitures neuves en Europe.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Les indices américains ont enregistré une forte baisse jeudi suite au ton restrictif adopté des deux côtés de l'Atlantique concernant l'évolution de la politique monétaire.

Sans surprise, la Banque centrale américaine a décidé à l'unanimité de relever ses taux directeurs de 50 points de base sur une fourchette : 4.25-4.50%. Le ton est resté très ferme quant à la nécessité de garder une politique monétaire restrictive à l'avenir. Les responsables de la Fed s'attendent désormais à ce que le taux des fonds fédéraux atteigne 5.10% l'année prochaine.

Lors de la conférence de presse, Jerome Powell a indiqué « qu'il restait encore du travail à réaliser pour lutter contre l'inflation ». Il a également précisé que « la Fed avait besoin de plus d'éléments que la publication du CPI durant la semaine pour ajuster sa politique monétaire et que la décision sur les taux de février prochain dépendra du contenu des publications économiques d'ici là ».

Les derniers chiffres macroéconomiques vont également dans ce sens puisque les ventes au détail de novembre sont ressorties bien en deçà des attentes du consensus à -0.6% sur un mois contre un consensus à -0.2%, et contribuent à raviver les inquiétudes d'une récession causée par la politique monétaire restrictive de la Fed et sa lutte contre l'inflation.

Du côté des entreprises, le laboratoire **Moderna** progressait de 19.6% suite à l'annonce de résultats préliminaires positifs pour son vaccin à ARN messenger en cours de développement avec **Merck** contre le cancer de la peau.

Afin de se conformer à la future législation européenne sur la protection des éditeurs, **Apple** étudierait l'ouverture de son système d'exploitation sur les iPhones et iPads à d'autres fournisseurs d'applications en ligne.

Le rebalancement du Nasdaq, effectif le 19 décembre, verra sortir VeriSign, Skyworks Solutions, Splunk, Baidu, Match, DocuSign et NetEase, pour voir entrer Rivian, Warner Bros, Discovery, CoStar, Global Foundries, Baker Hughes et Diamondback Energy.

Vague de reprise du M&A avec plusieurs opérations au cours de la semaine : **Amgen** annonce l'acquisition du laboratoire **Horizon Therapeutics** pour 26Mds\$. **Microsoft** va prendre une participation de 4% dans la Bourse de Londres, avec **LSE Group**.

## ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX se sont inscrits en hausse de 1.73% et 1.67% sur la période. Les marchés actions japonais ont progressé au cours de la période en raison des attentes de ralentissement du rythme de relèvement des taux aux États-Unis, tandis que l'indice des prix à la consommation (IPC) est ressorti en deçà des anticipations du marché.

Le secteur du transport maritime a progressé de 4.89% sur fond de stabilisation des coûts du transport par conteneurs. Le secteur de l'électricité et du gaz a gagné 3.21%, soutenu par le pic atteint provisoirement par les prix du pétrole et du gaz. Le secteur du textile et de l'habillement a inscrit une progression de 2.85% impulsée par **Toray Industries Inc.**, alors que **United Airlines** a annoncé avoir passé une commande importante de Boeing 787, dans le cadre de laquelle le chimiste japonais fournira de la fibre de carbone.

Au cours de cette période, seul le secteur du transport aérien a légèrement baissé (-0.67%), pénalisé par les inquiétudes entourant la nouvelle hausse des cas de Covid-19 en Chine.

**Toray Industries Inc.** a progressé de 6.61%. **Mitsubishi Heavy Industries Inc.**, le plus grand fabricant d'armes au Japon, a gagné 6.47%, grâce à l'augmentation du budget de la défense. **Tokyo Gas Co., Ltd.** a augmenté de 4.27%, soutenu par le pic temporaire atteint par les prix du gaz.

**Sekisui House Ltd.** a cédé 2.40%, pénalisé par la baisse sur un an de ses bénéfices trimestriels sur la période août-octobre 2022 en raison de l'augmentation des prix des matériaux. **Secom Co., Ltd.**, un fournisseur de services de sécurité, a chuté de 1.53% en raison de prises de bénéfices.

**Japan Exchange Group Inc.** a perdu 1.38% alors qu'il est apparu que les investisseurs particuliers japonais manifestaient une prédilection pour les investissements en actions non japonaises.

Sur le marché des changes, l'USD/JPY a été volatil au cours de cette période. La paire a commencé à 136,67 yens et a terminé à 137,83 après s'être affaiblie à 135,48 yens (d'après Bloomberg), en raison des commentaires restrictifs du président de la Fed Jerome Powell après la réunion de décembre du FOMC qui suggéraient un taux terminal à un niveau plus élevé.

Selon la Banque du Japon (BoJ), l'indice des prix de gros a de nouveau atteint son plus haut niveau en novembre, en progression de 9.3% sur un an en raison de la flambée des coûts énergétiques et de la faiblesse du yen. Il a inscrit 21 mois consécutifs de hausse et se maintient au-dessus des 9% depuis bientôt un an. Dans la mesure où de plus en plus d'entreprises répercutent les hausses de coûts en relevant leurs prix de détail, la hausse des prix à la consommation reste également au-dessus de l'objectif de 2% de la BoJ au cours des derniers mois. Toutefois, la banque a continué de soutenir que l'inflation récente ne durerait pas longtemps et que la politique actuelle de taux ultra-faibles devait être maintenue.

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a clôturé en recul de 1.8% jeudi. La Chine a cédé 3.2% après le rebond de la semaine précédente. L'Inde a chuté de 1%, tandis que le Brésil a sous-performé les autres marchés et s'est négocié en baisse de 5.7%.

En **Chine**, les prêts en RMB et le financement social total sont ressortis en deçà des attentes du marché en novembre, tandis que l'agrégat monétaire M2 a enregistré une croissance meilleure que prévu. Le ralentissement des prêts totaux en RMB tient principalement à une croissance plus lente des prêts aux entreprises après une interruption de l'activité due à la pandémie de Covid et à un affaiblissement de la demande de crédit en novembre. La réouverture de la Chine intervient plus rapidement que prévu et que le trafic routier et aérien en Chine a nettement rebondi. **Pfizer** a signé un accord avec une entreprise publique pour vendre le Paxlovid en Chine, qui est disponible dans les pharmacies en ligne. Le vice-premier ministre Liu He a déclaré que de nouvelles mesures étaient envisagées pour soutenir le secteur immobilier. Le Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) aux États-Unis a annoncé qu'il avait un accès complet aux documents d'audit et au personnel, réduisant ainsi considérablement les risques de retrait de la cote des ADR. Les États-Unis ont ajouté les fabricants de semi-conducteurs **YMTC** et **Cambricon**, parmi 34 autres entreprises chinoises, tout en supprimant les sites de Wuxi et de Shanghai du fournisseur de services de biotechnologies **Wuxi Biologics** de la liste UVL (Unverified List). Le fabricant de spiritueux **Moutai** a annoncé un plan d'expansion de ses capacités de 35% pour répondre à la demande future. **Hon Hai** aurait mis fin à son système de fonctionnement en « circuit fermé » à son usine de Zhengzhou pour normaliser la production pour le compte d'Apple.

**Hong Kong** est en train de mettre fin à certaines de ses dernières restrictions liées au Covid, notamment en abandonnant la période de surveillance de trois jours pour les arrivées et en supprimant l'obligation pour les personnes de scanner un QR code. En **Corée**, **Kepeco** est en pourparlers avec le gouvernement turc pour développer quatre centrales nucléaires.

En **Inde**, l'IPC de novembre a ralenti à 5.9%, contre 6.8% en octobre, niveau inférieur au taux attendu de 6.4%, grâce aux prix plus bas que prévu des produits alimentaires. En novembre,

les exportations ont augmenté de 0.6% et les importations de 5.4%. Les troupes indiennes et chinoises se sont affrontées à la frontière himalayenne entre les deux pays, à l'occasion du premier incident depuis juillet 2020.

Au **Brésil**, l'inflation IPCA a augmenté de 0.4% en novembre, contre 0.5% attendu par le marché, grâce aux promotions du Black Friday. Comme prévu, le président Lula a annoncé la nomination de Fernando Haddad au poste de ministre des Finances. La chambre basse du Congrès a voté en faveur de la modification de la loi sur les entreprises publiques, ce qui devrait faciliter la tâche des personnalités politiques désirant occuper des fonctions au sein d'entreprises publiques. Le Sénat a reporté le vote final de la modification de la loi sur les entreprises publiques à l'année prochaine.

La Banque du **Mexique** a procédé à un relèvement inattendu de 50 points de base de son taux directeur pour le porter à un niveau record de 10.5%. Au **Pérou**, le nouveau président Boluarte a appelé à des élections générales pour 2024 au lieu de 2026.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

La semaine fut contrastée pour les marchés de taux. Si le chiffre d'inflation aux Etats-Unis a alimenté l'enthousiasme des investisseurs mardi, la narration de Jerome Powell et de Christine Lagarde lors des réunions mensuelles de la Fed et de la BCE a plombé le moral des opérateurs de marché. Au cours de la semaine, les taux longs progressent de 25 points de base en Europe mais reculent de 9 points de base aux Etats-Unis. Ainsi, entre les journées de lundi et de jeudi, l'indice de dette Investment Grade concède 0.57% alors que l'indice Haut Rendement progresse de 0.28% en dépit d'un écartement des primes de risque de 11 points de base sur le Xover.

Concernant le gisement du crédit Haut Rendement, nous avons observé une émission provenant de la firme belge **House of HR** qui a placé €415Mn à 9% au travers d'une souche à échéance novembre 2023. Quelques nouvelles positives avec la révision à la hausse des prévisions de profitabilité de la compagnie aérienne **Lufthansa** qui compte engranger un EBIT de €1.5Md cette année contre €1Md précédemment grâce à un niveau de réservation qui continue de montrer des signes de résilience. Notons également que le groupe pharmaceutique ibérique **Grifols** envisage une cession de sa participation dans le groupe chinois **Shanghai RAAS**. Cette dernière pourrait rapporter pas moins de €2Mds au groupe, dont le produit serait alloué au désendettement de la structure.

Notons que la société immobilière luxembourgeoise **Vivion** a fait les frais d'un rapport du *short seller* Muddy Waters, faisant chuter les obligations de 18 points. En effet, la firme de Carson Block a dévoilé des positions courtes sur la société accusant cette dernière de transactions suspectes mais également de falsification de données. Ces derniers mois, les opérateurs **Adler Real Estate** et **SBB** avaient été pris pour cible par le fonds activiste Viceroy.

Avec la fin d'année qui approche, le marché de la dette financière se calme tant sur le front des émissions primaires que des nouvelles idiosyncratiques. Aucune émission notable sur le segment des CoCo ou T2 au cours de la semaine. Le marché est cependant resté bien orienté, soutenu par les bons chiffres de CPI américain.

Malgré la hausse des taux depuis jeudi suite au discours de la BCE, le segment des Coco reste solide avec des primes de crédit qui s'établissent aujourd'hui proches de 750 points de base, 40 points de base plus serrés que vendredi dernier, ce qui permet d'afficher une performance positive au cours de la semaine. De même, concernant la dette financière senior, les primes de crédit à 177 points de base en provenance de 188 points de base la semaine précédente permettent en partie de contrebalancer l'impact négatif des mouvements de taux.

## CONVERTIBLES

A l'approche des fêtes de fin d'année, le volume d'émission sur le marché primaire s'est contracté. Notons toutefois une émission du spécialiste des vaccins de nouvelle génération **Novavax** qui a placé \$125Mn à échéance 2027. Rappelons que cette biotech américaine est reconnue pour avoir développé et commercialisé un vaccin contre le Covid-19 aux Etats-Unis et en Europe nommé Nuvaxovid. Au Canada, la firme d'entreposage **Storagevault** a levé CAD100Mn à 5% au travers d'une obligation convertible à échéance mars 2028.

Sur le front de l'actualité, notons que la firme américaine **Coupa Software**, spécialiste dans les solutions de gestion des dépenses pour les entreprises, a publié des résultats en forte croissance et supérieurs aux attentes du marché. En effet, au troisième trimestre de l'exercice 2022, Coupa a engrangé un chiffre d'affaires de \$217.3Mn, en croissance de +17% sur un an. Rappelons que la société vient d'être rachetée par le géant américain du capital investissement Thoma Bravo pour \$8Mds.

*Achevé de rédiger le 16 décembre 2022*

## **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