



# FLASH MARCHÉS : LES RISQUES REFONT SURFACE

**Retour d'un sentiment « risk-off » sur les marchés cette semaine alors que ceux-ci restent proches de leurs plus hauts.**

Plusieurs facteurs de risque ont fait surface. Tout d'abord, le risque sanitaire, avec la confirmation que le virus en Chine est transmissible entre êtres humains. Cela rappelle le début 2003 où le SRAS avait entraîné une baisse des actifs risqués. La situation nous semble mieux maîtrisée aujourd'hui avec une réponse plus rapide et des mesures drastiques en Chine. Cependant, avec l'annulation de nombreuses festivités du nouvel an et les restrictions de circulations, les conséquences se feront sentir sur certains secteurs tels que le tourisme, le transport et le luxe.

L'Europe a subi aussi le retour du risque politique en Italie avec la démission de Luigi Di Maio à la tête du mouvement 5 étoiles. Il reste toutefois au gouvernement. Cette annonce est intervenue avant des élections régionales cruciales ce dimanche, au cours desquelles l'extrême droite pourrait gagner une région traditionnellement ancrée à gauche.

Cependant, les nouvelles plus positives n'ont pas manqué non plus : même si Donald Trump maintient ses menaces sur le secteur automobile européen, on a pu entendre des propos plus conciliants entre Emmanuel Macron et le président américain sur les négociations en cours. Les chiffres économiques en Europe étaient plutôt rassurants, notamment en Allemagne avec un ZEW (confiance des investisseurs) largement au-dessus des attentes et des PMI qui rebondissent tant sur le manufacturier que sur les services (PMI composite à 51.1).

Avec la fermeture des marchés chinois dans les jours à venir pour cause de Nouvel An, les investisseurs seront très attentifs au discours de la Fed à l'occasion de sa réunion le 29 janvier. La réunion de la BCE a confirmé que les taux resteront bas pendant une longue période. Christine Lagarde a indiqué que les risques baissiers sur la croissance existent toujours mais ont reculé. Dans ce contexte, nous conservons une allocation équilibrée entre actions et taux.

## ACTIONS EUROPÉENNES

La semaine a été notamment marquée par les craintes de propagation du coronavirus en Chine. Le risque d'un ralentissement de consommation de la clientèle chinoise à la veille du Nouvel An chinois a impacté certains secteurs, notamment les valeurs du luxe ou celles exposées au tourisme. La Chine a néanmoins pris des mesures fortes afin de lutter contre l'épidémie.

En Europe, la BCE a laissé ses taux inchangés, comme attendu. L'institution est légèrement plus optimiste sur les perspectives économiques de la zone, jugeant les risques moins marqués après l'accord commercial sino-américain, et a souligné la stabilisation des dynamiques de croissance.

Christine Lagarde a néanmoins réitéré le besoin d'une politique monétaire toujours accommodante. Le moral des investisseurs allemands ressort par ailleurs au plus haut depuis juillet 2015. En Italie, les élections régionales constitueront un test pour Matteo Salvini.

Du côté des publications, **STMicroelectronics** a fait état de chiffres solides au titre du quatrième trimestre et a relevé sa guidance. Carrefour a publié des ventes au-dessus des attentes sauf pour les Hypermarchés en France. **Rémy Cointreau** a affiché des chiffres au titre du troisième trimestre plus faibles qu'attendu avec des ventes de Cognac en baisse en raison en particulier de la chute du tourisme à Hong Kong et d'un restockage lent aux US. **Ipsen** corrige après avoir suspendu la prise de traitement par les patients dans les essais cliniques liés au palovarotène. **Ericsson** a affiché des résultats décevants au quatrième trimestre quant à la marge à cause de la division réseau aux US en raison du retard de la fusion T-Mobile/Sprint.

L'année repart dynamiquement sur le front des transformations d'entreprises. Le groupe de défense britannique **BAe Systems** profite ainsi de la fusion aux US entre **Raytheon Company** et **United Technologies** qui doivent céder des actifs. Il va reprendre une activité GPS et une autre de radio pour l'aviation militaire. **Amundi** a annoncé le rachat de la gestion d'actifs de **Banco Sabadell** pour 430 millions d'euros en cash. **Alstom** et **Bombardier** ont annoncé de leur côté être en discussion pour fusionner l'activité rail.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Le S&P500 termine quasi inchangé à la clôture de jeudi soir (-0.1%) et +0.4% pour le Nasdaq, les craintes sur le coronavirus en Chine passant au second plan face aux solides résultats des entreprises. Environ 10% de la capitalisation boursière du S&P 500 a déjà publié ses résultats du quatrième trimestre 2019. Jusqu'ici, les résultats ressortent au-dessus des attentes, en ligne avec le taux historique de bonnes surprises. 72% des résultats ont battu les attentes du consensus. Cette première vague est encourageante, avec des bénéfices en moyenne 4.6% au-dessus des estimations. Concernant les chiffres d'affaires, l'agrégat des résultats ressort 0.15% en-dessous des attentes. La combinaison de ces chiffres reste toutefois positive, montrant une amélioration du levier opérationnel des entreprises, qui semblait se contracter depuis le début de l'année 2019.

Les taux à 10 ans US baissent de 5bps sur la semaine à mesure que les investisseurs recherchent des actifs « refuges », et le baril de pétrole (WTI) est également en retrait (à la clôture de jeudi soir) de -2% à 55.6\$.

Au niveau sectoriel, les secteurs exposés aux matières premières sont en forte baisse avec l'énergie à -3.1% et les matériaux de base à -1.6%. Le leadership sectoriel se situe du côté des services aux collectivités, en hausse de +2.1%, qui profitent de la baisse des taux, et de la technologie à +0.8%, tirée par les très bons résultats des entreprises de semi-conducteurs. **Netflix** s'affiche en hausse de près de 3% sur la semaine après des résultats mitigés, avec l'annonce de bons chiffres au quatrième trimestre 2019 (avec des revenus qui dépassent 20 milliards\$ sur une base annuelle) mais des perspectives inférieures aux attentes pour le premier trimestre 2020 en terme de croissance de sa base d'abonnés. **Boeing** baisse de 2% sur la semaine après que le management du constructeur aéronautique américain a indiqué un retour en service prévu pour le milieu de l'année pour le 737 MAX, un délai plus long que ce qui était anticipé par le marché. **Intel** de son côté progresse de 3.3% après des résultats soutenus par une croissance de 48% dans sa division data centers, tout comme **IBM** qui grimpe de 5% sur la semaine, bénéficiant de bons chiffres dans sa division cloud suite à l'acquisition de **Red Hat**.

## ACTIONS JAPONAISES

Les actions japonaises se sont repliées, en raison de la prudence affichée par les investisseurs face aux craintes grandissantes d'une propagation du nouveau coronavirus qui s'est déclaré dans la ville de Wuhan en Chine. L'indice TOPIX a cédé 0.28% durant la semaine. Le transport aérien, le secteur minier ainsi que le fer et l'acier ont nettement sous-performé, sur fond d'inquiétudes liées au ralentissement de la demande touristique et à la baisse des prix du pétrole. À l'inverse, le secteur des instruments de précision a surperformé, tiré par les fabricants d'équipements médicaux comme **Hoya** et **Sysmex**.

Les titres liés aux secteurs des semi-conducteurs et des appareils électriques se sont également bien comportés. **Advantest** a profité des perspectives de hausse de la demande en 5G. **Nidec** (+2,3%), l'un des principaux fabricants de moteurs japonais, a fait part de la révision à la baisse de ses prévisions de bénéfices pour l'exercice 2019 (s'achevant en mars 2020) du fait de l'augmentation des coûts d'investissement initial pour les moteurs de traction pour véhicules électriques. La société a toutefois rendu compte d'une croissance de 15% en glissement annuel de son résultat opérationnel au troisième trimestre (octobre-décembre 2019) – pour la première fois depuis cinq trimestres –, à la faveur du redressement de la croissance des ventes de moteurs haut de gamme à faible consommation d'énergie en Chine.

Le 21 janvier, la Banque du Japon a revu à la hausse ses prévisions de croissance du PIB japonais pour 2019, à 0.8% contre 0.6% auparavant, ce qui témoigne de l'impact positif des mesures de relance budgétaire prises par le gouvernement. Les perspectives pour 2020 ont également été revues à la hausse, de 0.7% à 0.9%. Par ailleurs, le FMI a révisé ses prévisions de croissance du PIB réel japonais à la hausse pour 2020, de 0.5% à 0.7%, alors qu'il a revu à la baisse ses estimations de croissance du PIB mondial.

## MARCHÉS ÉMERGENTS

L'indice MSCI Emerging Markets a reculé de 2.2% au cours de la semaine (cours de jeudi à la clôture), l'impact de l'épidémie de coronavirus sur l'économie de la Chine ayant suscité de nouvelles craintes à l'approche du Nouvel An. Les actions chinoises se sont repliées de 3.5% durant la semaine, alors que les autorités du pays ont mis trois villes en quarantaine, suspendu les transports publics et imposé la fermeture des entreprises afin de contenir la propagation de l'épidémie.

**Tal** et **Edu**, deux sociétés spécialisées dans l'éducation, ont publié leurs résultats trimestriels. Tal a fait part de résultats conformes aux attentes, avec une croissance du chiffre d'affaires meilleure que prévu (+47%), mais une marge inférieure aux estimations. L'entreprise a ouvert 36 nouveaux centres d'apprentissage, portant son total à 794, soit plus que les prévisions de la direction. **New Oriental** (Edu) a enregistré une croissance de son chiffre d'affaires supérieure aux attentes du marché et aux prévisions de la direction. Sa marge opérationnelle s'est inscrite en hausse, tandis que ses orientations prospectives ont été conformes aux estimations. Face à la forte demande de services pour les élèves du primaire et du secondaire, Edu a relevé son objectif d'augmentation des capacités de 20% à 20-25%.

En Corée du Sud, le PIB a progressé de 2.2% en glissement annuel au quatrième trimestre, dépassant ainsi les estimations du marché. Sur l'ensemble de l'année 2019, la croissance s'est établie à 2% – son plus bas depuis 2009 –, conformément aux prévisions de la Banque centrale sud-coréenne.

En **Inde**, bon nombre de sociétés ont publié leurs résultats durant la semaine. **Tata Consultancy Services** a enregistré un ralentissement de la croissance de son chiffre d'affaires au troisième trimestre de l'exercice 2020, en raison de la faiblesse de son segment Services bancaires et financiers et du marché nord-américain. Les résultats de **Reliance** au troisième trimestre de l'exercice 2020 ont été conformes aux prévisions du marché. Le recul des marges de son activité de pétrochimie a été compensé par la hausse des volumes de son activité de raffinerie, mais également par une croissance solide du chiffre d'affaires et l'amélioration des marges de sa division Commerce de détail. **HDFC Bank** et **Axis Bank** ont rendu compte d'une forte croissance des prêts et dépôts, mais aussi d'une augmentation des provisions. **Asian Paints** a fait état d'un léger ralentissement de la croissance de ses volumes, avec toutefois une amélioration de ses marges à la faveur des prix favorables des matières premières. Sur le troisième trimestre 2020, les résultats de **Larsen & Toubro** se sont inscrits en deçà des attentes. Le conglomérat indien, présent dans les secteurs de la technologie, de l'ingénierie et des services financiers, est resté discipliné, mettant notamment l'accent sur la collecte de trésorerie au détriment de la croissance du chiffre d'affaires. Les flux de commandes ont été meilleurs que prévu et devraient atteindre l'objectif de croissance de 10-12% en glissement annuel sur l'ensemble de l'exercice.

Au **Brésil**, le taux d'inflation a atteint 4.34% en glissement annuel sur la première quinzaine de janvier, soit un niveau conforme aux attentes (il a accéléré sur une base annuelle en raison de la hausse des prix des produits alimentaires). L'inflation sous-jacente s'est quant à elle inscrite à 3.2%.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

La tendance était assez mitigée cette semaine face aux inquiétudes concernant les retombées économiques de l'épidémie en Chine et les menaces de Donald Trump sur le secteur automobile européen. Le discours de la BCE a eu peu d'impact sur les spreads. Dans ce contexte, les indices Xover et Main se sont écartés de 11 Bps et 2 Bps entre lundi et jeudi.

Les obligations **Casino** se sont affichées en légère hausse ; **Vesa Equity Investment** (véhicule d'investissement détenu par Daniel Křetínský et Patrik Tkáč) a renforcé sa part dans le groupe et a franchi le seuil de 5%. Après avoir souffert en janvier, l'émetteur **Europcar** a profité cette semaine du maintien de sa note par Moody's. Par ailleurs, **Iliad** a annoncé lancer une augmentation de capital de €1,4 Md afin de financer en totalité l'offre publique de rachat d'actions du même montant. Comme indiqué en septembre, Xavier Niel (actionnaire majoritaire de la société) a garanti cette opération.

Les résultats de **UBS** au quatrième trimestre sont au-dessus des attentes (surperformance des activités de marché) mais décevants sur l'ensemble de l'année 2019 (résultat net en recul de 5%). La banque d'investissement sous-performe, compensée en partie par les bons chiffres de la gestion de fortune. UBS n'a donc pas atteint ses objectifs de rendement 2019 et a abaissé ceux de 2020-22. Les objectifs de solvabilité sont cependant maintenus.

Le marché primaire a été particulièrement dynamique sur le segment High Yield cette semaine. **Stena** a émis €315 Mi et \$350 Mi de coupon 3.75% et 6.125%. **INEOS Styrolution** et **Techem** ont placé €600 Mi et €1.145 Md à 7 et 5 ans (coupon de 2.25% et 2%). **Altice France** a levé €500 Mi d'obligations secured à 5 ans (coupon de 2.125%) et sa filiale, **Ypso Finance Bis**, a émis des obligations unsecured pour €500 Mi et \$1.225 Md (coupon de 4% et 6%).

En parallèle, une offre d'échange des obligations Altice Luxembourg 2027 contre des obligations unsecured Ypso Finance Bis a été annoncée. Côté financières, **Erste Bank** a émis une obligation AT1 pour €500 Mi (coupon de 3.375%). La demande a été très élevée pour le titre. Afin de financer l'acquisition de **ReAssure, Phoenix** a émis une obligation *Restricted Tier 1* (RT1) de coupon 5.625% (\$750 Mi) en hausse de trois points.

## CONVERTIBLES

Le marché des convertibles continue d'être actif. **Tesla** a dépassé les 100Md\$ de market cap (+37% YTD). Les trois convertibles traitent à 165% pour la 21, 185% pour la 22 et au-delà de 200% pour la 24. De son côté, **STM** a publié des revenus et des marges pour le quatrième trimestre 2019 supérieurs aux attentes : l'action a progressé de 7% et les deux CB 22 et 24 ont gagné + 6pts et +7pts respectivement. Les valeurs du luxe et les sociétés aériennes étaient sous-pressions avec les nouvelles de la propagation de l'épidémie de coronavirus en Chine.

Le marché primaire est resté actif avec deux deals en Asie : **Viva Biotech** pour 180M\$, un coupon de 2.5% et une maturité de 5 ans et **Sino Pharma** pour 750M€, zéro coupon et une maturité 2025. Aux US, nous avons eu la première mandatorie pour 575M\$ de la part d'**Elan Animal Health** (ELAN US) et deux synthétiques émises par **BOAML** en **Charter Communication** pour 300M\$ et **Barclays en Microsoft** pour 250M\$.

*Achévé de rédiger le 24/01/2020*

### AVERTISSEMENT :

Document non contractuel. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild Asset Management (France). Tout investissement comporte des risques spécifiques. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque investissement indépendamment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Principaux risques d'investissement : risque lié à l'investissement dans les pays émergents, risque de perte en capital, risque lié à la détention d'obligations convertibles, risque actions, risque de taux, risque de crédit, risque sectoriel.

Avertissement spécifique pour la Belgique: cette communication est exclusivement destinée à des investisseurs institutionnels ou professionnels au sens de la loi belge du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement. Cette communication est en outre exclusivement destinée à des investisseurs autres que des consommateurs au sens de la loi belge du 14 juillet 1991 sur les pratiques du commerce et sur l'information et la protection du consommateur.

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  
T. +33 (0)1 40 17 25 25 - F. +33 (0)1 40 17 24 42  
www.edram.fr