



---

# FLASH MARCHÉS : EXCÈS D'ENTHOUSIASME ?

---

LE 3 MARS 2017

## Sur les marchés

Belle semaine pour les marchés actions, en particulier en Europe où les marchés marquaient le pas depuis des semaines. L'environnement économique mondial et les perspectives de résultats des entreprises restent très positifs. La reflation à l'œuvre depuis près d'un an fait espérer une progression des chiffres d'affaires, ce qui n'était pas arrivé depuis quatre ans, et donc une amélioration des marges des entreprises.

Le discours rassembleur de Donald Trump a rassuré les marchés bien que les précisions espérées sur la réforme fiscale ont été différées. La Fed a indiqué pour sa part qu'elle allait prendre en compte l'environnement favorable en remontant les taux peut-être dès le mois de mars, ce qui a soutenu le cours du dollar et à nouveau les valeurs financières et cycliques.

Nous sommes toujours structurellement favorables aux actions mais nous réduisons tactiquement nos positions. Nous redoutons que les marchés - particulièrement enthousiastes - prennent insuffisamment en compte les risques politiques et l'impact tardif des mesures espérées du gouvernement américain.

## ▶ ACTIONS EUROPEENNES

Encore une semaine de publications pour les entreprises européennes (85% ont désormais publié leurs chiffres trimestriels) dans un marché qui franchit des paliers à la hausse (le CAC 40 est au plus haut depuis novembre 2015), malgré une actualité politique française déroutante. Le discours de Trump, confirmant des dépenses élevées d'infrastructure, aura aidé au rebond du secteur de la construction et des matériaux, également propulsé à la hausse par les bons résultats des groupes européens (**Vinci**, **Saint-Gobain**). Les valeurs cycliques publient généralement des révisions en hausse. **Lafarge** dévoile des résultats plus solides qu'attendu et annonce encore de meilleures perspectives à venir.

**Thales** dévoile une forte génération de *free cash-flow*. **Croda** amorce un retour à une croissance organique positive après quatre trimestres consécutifs de baisse, tandis qu'**Arkema** augmente ses volumes et améliore ses marges en Chine. **Valeo** confirme l'accélération de sa croissance et relève ses objectifs financiers 2017-2021. **GKN** et **Meggitt** publient des résultats et des prévisions supérieurs aux attentes du marché. Le secteur des *utilities* est également revalorisé par les très bons résultats du programme de transformation d'**Engie** et par ses perspectives optimistes.



Le secteur bancaire suit la même tendance. **Intesa** progresse fortement, après l'annonce de l'abandon de son projet d'acquisition de **Generali**, entraînant dans son sillage les autres valeurs européennes du secteur. Le groupe a considéré une trop faible création de valeur pour le projet, comparée à un risque important pour sa solvabilité.

Du côté du M&A, les négociations **Peugeot / Opel** semblent bien progresser mais la fusion **LSE / Deutsche Börse** est remise en question en raison des conditions « trop » strictes posées par la Commission européenne.

## ▶ ACTIONS AMERICAINES

Nouvelle semaine de hausse pour les indices américains. La progression du Dow Jones et du S&P depuis le début de l'année dépasse les 6% et atteint près de 9% pour le Nasdaq. Le PIB (corrigé) pour le quatrième trimestre affiche une croissance de 1,9%. L'ISM manufacturier continue de progresser pour atteindre 57,7 pour le mois de février (contre 56 précédemment). Les chiffres de l'inflation au sens du PCE pour le mois de janvier indiquent une progression des prix de 1,7%, en ligne avec la tendance récente. Plusieurs directeurs des Feds régionales sont intervenus cette semaine et leurs discours laissent tous deviner une possible hausse des taux à relativement court terme. Le discours de Donald Trump devant le Congrès n'a pas apporté de nouvelles précisions sur le *timing* de ses réformes ou leurs modalités, mais on retiendra toutefois un ton assez rassembleur et conciliant.

Parmi les dernières publications trimestrielles, figurent certains distributeurs et supermarchés (**Kroger, Best Buy, Target**), dont les ventes comparables continuent de souffrir du changement d'habitude des consommateurs au profit du e-commerce.

Au cours des cinq dernières séances, les secteurs de la santé et des services publics affichent les plus fortes progressions, tandis que la consommation de base et la technologie sont à la traîne.

## ▶ ACTIONS JAPONAISES

Pendant la semaine, l'indice TOPIX a gagné tout juste 0,5% et a atteint jeudi son niveau le plus élevé depuis décembre 2015. Les marchés ont accueilli favorablement la première allocution de Donald Trump devant le Congrès américain, où le nouveau Président a tempéré ses propos par rapport aux discours fracassants qu'il avait pu prononcer jusqu'alors. Anticipant une progression des rendements des bons du Trésor, les valeurs financières se sont inscrites en hausse devant les signaux émis par Janet Yellen pour indiquer que la Fed pourrait éventuellement relever ses taux au mois de mars. Les exportateurs ont bénéficié de l'affaiblissement du yen face au dollar américain (-0,9% cette semaine, à 114 JPY pour 1 USD).

Le secteur le plus performant de la semaine a été celui des valeurs mobilières et matières premières, en hausse de 2,4% ; à l'opposé, le secteur minier a cédé 1,9%.

Les deux plus grandes sociétés de courtage japonaises, **Daiwa Securities** et **Nomura Holdings**, se sont adjugées respectivement 2,7% et 1,9%, portées par la dynamique soutenue du marché. Les investisseurs ont salué les propos du directeur général de Daiwa Securities, indiquant la possibilité d'un rachat d'actions ou d'une augmentation du dividende.

**Rakuten Inc.**, opérateur de la plus importante plateforme d'e-commerce au Japon, a reculé de 2,8% sous l'effet des prises de bénéfices dont ont été victimes les valeurs exposées à l'économie domestique.

## ▶ MARCHES EMERGENTS

La correction des cours des matières premières et l'appréciation du dollar ont enrayé le solide rebond enregistré par les marchés émergents depuis le début de l'année. Les marchés les plus performants depuis le 1<sup>er</sup> janvier, à l'instar du **Brésil** et de l'**Argentine**, se sont retrouvés sous pression cette semaine.



Les cours des matières premières sont, en effet, un facteur important de la performance des marchés émergents. Ils revêtent toutefois une importance secondaire par rapport au différentiel de croissance et à la performance du crédit entre les marchés émergents et les marchés développés. La situation n'a pourtant guère changé dans ces deux domaines cette semaine, et son évolution a même été plutôt favorable aux marchés émergents.

Le compte rendu de la réunion de la banque centrale du Brésil, publié une semaine après la confirmation d'une baisse de taux de 75 points de base, donne également des perspectives encourageantes. Il indique que, si les conditions le permettent (autrement dit si les réformes se poursuivent comme prévu), la banque centrale accélérera le rythme de l'assouplissement monétaire. La nouvelle baisse de taux attendue en avril pourrait dépasser 75 points de base. L'ampleur de ce cycle de baisse de taux reste à préciser mais la banque centrale brésilienne a toujours une marge de manœuvre considérable. Une réduction des taux à 9,5% d'ici la fin de l'année, contre 12,25% actuellement, demeure le scénario de base optimiste.

En **Chine**, la session annuelle du Congrès national du peuple s'ouvre ce dimanche. Le Premier ministre Li Keqiang dressera le bilan de l'année dernière et fixera les objectifs de croissance économique pour 2017. Les marchés attendent des annonces positives et détaillées sur de nouvelles réformes axées sur l'offre, en particulier dans les secteurs des matériaux et de l'industrie. Dans l'industrie sidérurgique, les autorités pourraient annoncer un objectif de réduction des capacités de production effectives existantes de l'ordre de 50 millions de tonnes, qui viendraient s'ajouter aux efforts déployés actuellement pour éradiquer les fours à induction de petits producteurs privés. L'instauration d'une taxe d'ajustement à l'exportation semble exclue : le gouvernement ne ressent pas la nécessité de soutenir les exportations en raison de la vigueur de la demande intérieure et de la réduction de l'offre.

À noter également que lors des 12 derniers mois, la balance commerciale entre la Chine et les États-Unis dans les domaines du minerai de fer et de l'acier s'est rapprochée de l'équilibre. L'instauration aux États-

Unis de droits de douane sur les importations aurait donc un impact très limité. Pékin devrait également poursuivre la réduction des capacités de production dans le ciment, les mines de charbon et l'aluminium.

**Sberbank**, la principale banque russe, détenue à hauteur de 50% par la banque centrale du pays, a publié de bons résultats relatifs au quatrième trimestre 2016. Son bénéfice de 141 milliards de roubles est nettement supérieur aux attentes des marchés grâce à la bonne tenue de son revenu net d'intérêts (+20% sur un an) et à la forte baisse de ses provisions. Son rendement des capitaux propres a bondi pour atteindre 20% sur le trimestre. La banque a enregistré un bénéfice record sur l'ensemble de l'exercice 2016, à 540,5 milliards de roubles, et un ROE de 19,2%. Son ratio de fonds propres Tier1 s'est amélioré à 12,3%, contre 11,2% au troisième trimestre 2016. Il s'est avéré supérieur à l'objectif de la direction, à savoir 12%. Le titre se négocie sur la base d'un ratio cours/valeur comptable intéressant (1,1).

## ► MATIERES PREMIERES

Les **métaux industriels** se sont relativement bien tenus cette semaine malgré l'appréciation du dollar. La publication des indices PMI de février confirme une accélération généralisée de l'activité manufacturière, notamment en Chine et aux États-Unis, de bonne augure pour la demande en produits de base. La politique chinoise devrait rester un facteur déterminant pour les marchés de matières premières cette année. Après avoir éliminé 65 millions de tonnes de capacité dans l'acier en 2016, la Chine devrait se focaliser en 2017 sur la rationalisation de son outil de production dans l'**aluminium** tout en maintenant ses efforts dans l'**acier**. Selon certaines rumeurs, la province du Hebei envisagerait de couper sa production d'aluminium et d'alumine de 30% durant l'hiver 2017. Les prix de l'aluminium et du **minerai de fer** ont réagi à ces annonces, prenant plus de 2% sur la semaine. La situation n'a pas vraiment évolué dans le **cuivre** avec l'arrêt de production des deux plus grandes mines du monde : Escondida (Chili) et Grasberg (Indonésie). La production chilienne a baissé de 2,6% en janvier, et devrait continuer de ralentir en février suite à ces interruptions.



Du côté de la demande, la chine a annoncé son budget 2017 alloué au réseau de transport d'électricité, en hausse de +6% sur un an, mais c'est surtout la hausse des volumes de câbles (+25% sur un an à 58.000 km) qui est extrêmement positif pour la demande de cuivre. Le métal rouge ressort ainsi en hausse sur la semaine.

L'or a perdu 2% et se rapproche des 1225 dollars l'once, impactée par la hausse du billet vert et par différents discours de membres de la Fed en faveur d'une hausse de taux en mars. Alors que la probabilité d'une hausse de taux en mars était de 40% en fin de semaine dernière, celle-ci s'élève désormais à 90%. En hausse de 16% depuis le début de l'année, les mines d'or ont perdu 8,5% cette semaine, ce qui constitue, selon nous, un bon point d'entrée. Nous réitérons notre vue positive sur le secteur et recommandons la thématique comme une assurance contre les risques géopolitiques : regain du populisme et des mesures protectionnistes, associé à Trump et aux élections en Europe, Brexit, etc...

Les prix du **pétrole** ont clôturé la semaine en baisse, impactés par des stocks de brut américains qui ne fléchissent pas, et une production en hausse de 31.000 barils par jour à 9,03 millions de barils par jour selon le département de l'Energie. Pour terminer sur une bonne nouvelle, les importations de bruts en Chine ont cru de +27,5% en janvier et la consommation de produits pétroliers est restée bien orientée (+4,5% en janvier).

## ▶ DETTES D'ENTREPRISES

### CREDIT

Malgré le regain des tensions politiques autour de l'élection française et la hausse des taux à venir de la Fed aux Etats-Unis, le marché du *high yield* européen reste stable et les valorisations hautes. L'indice Itraxx Over s'est d'ailleurs fortement resserré au cours de la semaine, atteignant 277 points de base jeudi. Le risque politique pèse davantage sur les banques françaises. Les performances restent néanmoins très bonnes du côté des financières.

La situation demeure donc favorable aux émetteurs sur le marché primaire : **Rexel** (Ba2/BB) a émis une souche euro Senior Unsecured EUR 300m 7.25% NC3 afin de refinancer le Bond 5.25% 2020 libellé en dollar. **Nyrstar** (Caa1) a également annoncé le lancement d'une émission d'obligations senior unsecured EUR 350m 2024 afin de refinancer ses obligations convertibles de maturité 2018. De nouvelles émissions sont attendues, notamment les émissions de **Nemak S.A.B** (Ba1/BB+) avec une souche euro et **Aston Martin** avec des souches en dollar et sterling.

Du côté des financières, **Barclays** a émis une souche GBP 1.25bn Perp-6y AT1 et **Bankia SA** une souche EUR 500m 10y NC5.

Les publications de résultats se sont poursuivies cette semaine : le nouveau groupe **Fnac-Darty** (Ba2/BB) a présenté des résultats 2016 supérieurs aux attentes avec un chiffre d'affaires de 5.369 millions d'euros et un objectif de synergies avancé à fin 2018 au lieu de fin 2019.

Standard and Poor's a dégradé la note de **Vallourec** de B+ à B (la perspective négative est maintenue) estimant que l'EBITDA devrait rester largement négatif, à -100 millions d'euros contre +200 millions d'euros anticipés précédemment, et les marges sous pression.

### CONVERTIBLES

La semaine a été chargée sur le marché primaire des convertibles, avec six nouvelles transactions. Le groupe chimique allemand **BASF** a émis 600 millions de dollars de dette sous la forme d'une convertible à échéance 6 ans assortie d'un coupon de 0,925% avec *warrant*.

Aux États-Unis, la fin de la saison des résultats du 4ème trimestre et la hausse des marchés actions ont constitué un environnement favorable pour de nombreuses nouvelles émissions, en particulier dans le secteur technologique. Le spécialiste des technologies optiques et des solutions réseaux **Viavi** a émis pour 400 millions de dollars d'obligations convertibles à 7



---

ans, destinées en partie à refinancer sa convertible 2033. La société de semi-conducteurs « fabless » (sans usines) **Silicon Laboratories** a émis 350 millions de dollars de dette sous la forme d'obligations convertibles à échéance 2022 assorties d'un coupon de 1,375%, dont les produits serviront à financer ses projets de fusion-acquisition. Le spécialiste des paiements mobiles **Square Inc.**, dirigé par le créateur de Twitter, Jack Dorsey, a émis 400 millions de dollars d'obligations convertibles à échéance 2022 assorties d'un coupon de 0,375%. La société de technologies optiques et photoniques **Lumentum** a annoncé l'émission de 350 millions de dollars de convertibles à échéance 2024 en vue de financer d'éventuelles fusions-acquisitions et d'augmenter ses capacités et ses stocks. Enfin, la société de rachat de créances **Encore Capital** a émis 125 millions de dollars d'obligations convertibles à échéance 2022.

Côté bénéfices, le prestataire de services pétroliers **Subsea 7** a fait état d'une marge d'EBITDA très solide et supérieure aux attentes du consensus pour le 4ème trimestre (31%) et a tenu des propos plus optimistes concernant ses perspectives d'obtention de contrats, entraînant un rebond de 7% de son action en Bourse.

Aux États-Unis, le géant des solutions de CRM dans le cloud **Salesforce** a publié son meilleur chiffre d'affaires trimestriel depuis plus de deux ans et relevé ses prévisions de ventes pour 2018. À l'opposé, le spécialiste de la cyber-sécurité **Palo Alto** a fait état de performances très décevantes au 4ème trimestre en raison d'une baisse des contrats liée à des changements dans sa stratégie de vente : l'action a chuté de 23% le jour-même. En Asie, le groupe de services médicaux **Bangkok Dusit** a annoncé un ralentissement de la croissance de son chiffre d'affaires au 4ème trimestre 2016 (+6%), les attentats du sanctuaire d'Erawan ayant pesé sur le nombre des patients internationaux. Parallèlement, la société a informé qu'elle allait procéder à une augmentation de 10% de son capital.

*Achévé de rédiger le 03/03/2017*



**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

Tél : +33 (0)1 40 17 25 25 - Fax : +33 (0)1 40 17 24 42

[www.edram.fr](http://www.edram.fr)