



---

# FLASH MARCHÉS : LES SOURCES DE VOLATILITÉ S'ACCUMULENT

---

LE 1ER DÉCEMBRE 2017

## Sur les marchés

Dans un contexte où les statistiques économiques demeurent bien orientées avec des indicateurs de confiance inégalés depuis de longues années, l'attention se tourne progressivement vers les chiffres d'inflation ainsi que vers les différents rapports de stabilité financière.

Notons en effet, dans le dernier *Beige book*, que la Fed estime de nouveau que la croissance américaine progresse à un rythme « modeste et modéré » et qu'aucun signe de surchauffe n'est visible pour l'instant malgré un taux de chômage historiquement bas. Pourtant, les chiffres d'inflation sont publiés en hausse et globalement en ligne avec les attentes. Selon cette étude, plusieurs signaux montrent que la pression sur les prix s'est accentuée ces dernières semaines après des mois de stagnation, même si un grand nombre de régions américaines ne constatent encore qu'une hausse modérée des salaires. Des signaux qui devraient permettre de justifier une nouvelle hausse des taux le 13 décembre prochain à l'occasion de la réunion de la banque centrale américaine.

En Europe, certains facteurs spécifiques avaient pesé sur l'inflation sous-jacente mais les chiffres montrent tout récemment une progression en rythme annuel. Cependant, cette modeste hausse du taux d'inflation est le fruit du redressement des cours du pétrole. Contrairement aux Etats-Unis, l'inflation a plus de mal à remonter comme l'indique l'enquête établie par Markit, celle-ci montrant qu'en Europe, les entreprises de services semblent avoir plus de difficultés à relever leurs tarifs que les industriels. Elles subissent aussi des hausses de coûts, mais elles ne parviennent à les répercuter que très partiellement.

Deuxième sujet lié à la valorisation des actifs, le rapport de stabilité financière publié cette semaine par la BCE met en garde les marchés sur une possible forte correction des prix des actifs au plan mondial en raison notamment d'une prise de risque plus importante de la part des investisseurs et d'un mouvement de hausse des taux des grandes banques centrales. L'immobilier, et notamment l'immobilier commercial, est cité par la banque centrale comme étant l'un des actifs les plus surévalués, alors que côté obligataire, certaines obligations d'entreprises de la zone euro pourraient elles aussi être largement surévaluées. Une situation qui sera suivie de près par la Banque centrale européenne tout au long de l'année 2018.

Dans ce contexte où les sources de volatilité s'accumulent, nous conservons notre approche tactiquement prudente sur les marchés actions, en guettant de meilleurs points d'entrée pour repondérer nos portefeuilles.



## ▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les marchés européens s'affichent en légère hausse sur la semaine, rythmés en particulier par les évolutions concernant la réforme fiscale aux Etats-Unis et les mouvements Euro/Dollar qui y sont liés, tandis que les chiffres d'inflation sont ressortis conformes aux attentes et restent en-deçà des objectifs fixés.

La semaine a été particulièrement marquée par la forte correction du secteur technologique en Europe, probablement initiée par la publication d'**Autodesk** aux Etats-Unis (baisse des prévisions et suppression d'emplois) et aux prises de bénéfices consécutives. **STM**, **SOITEC** ou **ASML** entre autres en pâtissent. **Dialog** a été particulièrement touché alors que la presse japonaise évoquait une volonté d'**Apple** de développer ses propres puces de « power management ».

Le secteur de la distribution s'est en revanche bien comporté, alimenté par les perspectives d'accords entre distributeurs en ligne et traditionnels. **Casino** et **Ocado** ont ainsi annoncé un accord pour utiliser la plate-forme de commerce électronique de ce dernier. **Carrefour** a bénéficié de ces spéculations et de la possibilité d'une alliance avec **Fnac Darty** pour créer une centrale d'achat commune concernant les produits électroniques et électroménagers. **Ahold** a également profité de la publication de bons chiffres de ses pairs aux Etats-Unis.

Dans le secteur automobile, **Peugeot**, estimant avoir été induit en erreur sur la trajectoire carbone de **Opel**, réclamerait à **GM** une compensation d'au moins 500 millions d'euros. Le titre en a pâti. **Volkswagen** a en revanche profité d'anticipations de ventes soutenues pour la fin d'année 2017, et la société a relevé son objectif de marge opérationnelle en 2020 pour la marque VW entre 4 et 5% vs au moins 4%. **Altice** a enfoncé de nouveaux plus bas annuels sur fond de tensions maintenues sur sa dette. Le groupe a annoncé un accord de vente d'une partie de ses activités en Suisse à **InfraVia Capital Partner**.

Côté M&A, **Altran** a baissé après l'annonce de l'acquisition d'**Aricent** visant à devenir un leader mondial incontesté dans le domaine de l'ingénierie et les services de R&D pour un montant d'1,7 milliard d'euros. L'opération, qui devrait aboutir au premier trimestre 2018, sera financée par une augmentation de capital de 750 millions d'euros. Elle devrait générer environ 150 millions d'euros de revenus additionnels et 25 millions d'euros de synergies opérationnelles.

**Allianz** a annoncé le rachat de la part des minoritaires dans **Euler Hermes** avec une prime de 20,7% par rapport au dernier prix coté. Après l'annonce du rachat de certaines activités agro de **Bayer** et la reprise des activités polyamide de **Solvay**, **BASF** poursuit sa réorganisation stratégique avec des discussions de fusion sur ses activités Oil & Gas. **Fresenius** a confirmé l'acquisition de l'américain **Akorn** ainsi que la reprise des activités biosimilaires de **Merck**. Enfin, **Royal Philips** poursuit son recentrage d'activité avec la cession de 12% de **Philips Lighting**.

## ▶ ACTIONS AMERICAINES

Belle semaine pour les marchés actions. Le S&P progresse de 1,7%. Cependant, nous avons assisté aux plus fortes rotations sectorielles connues depuis les dernières grandes échéances politiques (élection de Trump). Ce mouvement a insufflé un rebond de la volatilité à 11 (vs. 9 la semaine dernière), évènement rare dans un marché haussier. Les chiffres de l'inflation, selon la définition du PCE (Personal Consumption Expenditures, critère privilégié de la Fed), sont ressortis en ligne avec les attentes, progressant de 1,4%. L'indice de confiance du consommateur atteint 129,5, soit son plus haut niveau depuis novembre 2000.

Les avancées de la réforme fiscale, les déclarations de Powell sur la contrainte réglementaire pesant sur les banques, l'approche de la fin d'année et le niveau de sur-détention des secteurs technologie et internet sont à l'origine de la violence de la rotation sectorielle constatée cette semaine.



Celle-ci a consisté en des flux vendeurs massifs sur les secteurs ayant le mieux performé depuis le début de l'année, pour financer des achats sur les secteurs en retard (télécom, énergie) et bénéficiant des derniers développements politiques (financières). La commission des finances a donné son accord pour envoyer le projet de loi au Sénat, et ouvrir ainsi les débats. Dans le même temps, Jerome Powell a envoyé un message encourageant au secteur financier, indiquant qu'il souhaitait alléger les contraintes pesant actuellement sur les banques. Par ailleurs, Janet Yellen estime que la croissance économique américaine est visible sur tous les fronts, déclarant que les conditions d'une hausse des taux en décembre sont réunies.

## ▶ ACTIONS JAPONAISES

La Bourse de Tokyo a connu une nouvelle semaine de progression régulière, que l'indice TOPIX a achevée en hausse de 0,65%. Les actions ont suscité l'intérêt des investisseurs étrangers et rebondi mercredi dans le sillage du sommet historique atteint par l'indice Dow Jones. Le spectre d'une offre excédentaire sur le marché des semi-conducteurs en octobre a pénalisé les fabricants de composants électroniques. Néanmoins, la perspective de plus en plus concrète d'achats d'ETF par la Banque du Japon a fait grimper le marché et les valeurs financières ont été relativement dynamiques. À l'heure actuelle, les investisseurs ont tendance à délaissier les valeurs de croissance au profit des valeurs décotées. Le tir de missile effectué mercredi par la Corée du Nord a eu un impact limité sur le marché.

Les secteurs de la sidérurgie (+5,38%), de l'assurance (+4,65%) et des Autres activités de financement (+4,32%) ont été les plus performants au cours de la semaine. Les sidérurgistes tels que **JFE Holdings** (+7,95%) et **Nippon Steel & Sumitomo Metal Corp** (+7,59%) se sont illustrés. Les valeurs financières, dont les assureurs **Sompo Holdings** (+5,74%), **MS&AD Insurance Group Holdings** (+5,7%) et **Tokio Marine Holdings** (+2,97%) ont également progressé dans le sillage de leurs homologues américains mercredi.

En revanche, les secteurs des Appareils électriques (-2,76%), des Machines (-2,13%) et du Textile et Habillement (-1,89%) ont relativement souffert. La pression vendeuse a touché les valeurs technologiques comme **Tokyo Electron Limited** (-11,07%), **Murata Manufacturing** (-5,57%) et **Sony Corporation** (-2,29%) alors que l'indice Philadelphia Semiconductor (SOX) a cédé plus de 4% mercredi.

## ▶ MARCHES EMERGENTS

Malgré un léger repli de l'indice MSCI Emerging Markets en novembre, l'actualité reste globalement positive, avec un léger bémol en ce qui concerne l'Inde.

En **Chine**, l'indice PMI est ressorti à 51,8 points en novembre, en hausse de 0,2 point par rapport au mois précédent. Le secteur des services enregistre toujours une croissance régulière. Au **Brésil**, la décrue du taux de chômage se poursuit : il est tombé à 12,2%, contre 12,4% en septembre et 13,7% en mars. Les salaires réels ont augmenté de 4,2%, ce qui est de nature à soutenir la consommation. Néanmoins, le gouvernement a suggéré qu'il aurait du mal à faire adopter la réforme des retraites d'ici la fin de l'année. En **Inde**, la croissance du PIB reste quelque peu poussive (+6,3% sur un an en septembre). L'investissement reste en berne ; sa part dans le PIB est tombée à 26,4%, contre 27,1% l'an dernier. Toutefois, il convient de garder à l'esprit que cette croissance relativement poussive est probablement imputable à l'impact négatif initial de l'instauration de la taxe sur les biens et services. Le déficit budgétaire a atteint 98% de son niveau cible alors qu'il reste quatre mois avant la fin de l'exercice budgétaire (mars 2018).

À moins d'un net resserrement monétaire aux États-Unis, nous restons optimistes à l'égard des marchés émergents en 2018. Malgré un probable ralentissement de la croissance du PIB chinois lié au fléchissement de l'activité sur le marché immobilier, à un durcissement des normes environnementales et aux mesures de contrôle du financement des collectivités territoriales, la qualité de la croissance devrait s'améliorer car le pays est en train de remonter la chaîne de valeur.



Le marché de l'emploi au Brésil enregistre une embellie rapide. Les pays de l'ASEAN et l'Inde enregistrent une reprise graduelle.

## ▶ MATIERES PREMIERES

Au vu du niveau des prix du **pétrole** depuis un mois (62-64 dollars le baril pour le Brent, 56-58 dollars le baril pour le WTI), et d'un niveau de positions spéculatives longues très élevé, le risque d'une correction était significatif, lié aux conclusions du sommet OPEP/Non-OPEP du 30 novembre. Le ministre du pétrole d'Arabie Saoudite, Khalid Al-Falih, a cependant donné le ton lors de son discours d'introduction, soulignant à la fois les progrès accomplis et les efforts encore à faire, avec une réduction de moitié du surplus des stocks OCDE de pétrole, alors que la situation s'est normalisée du côté des stocks de produits pétroliers (essences, distillats). A partir du moment où l'Arabie Saoudite et la Russie convergeaient dans leur analyse du marché, l'atteinte d'un consensus global était plus facile à réaliser. Les pays OPEP et Non-OPEP, engagés depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2017 dans la réduction ou la stabilisation de leur production (-1,2 million de barils par jour pour l'OPEP, -0,6 million de barils par jour non-OPEP), ont ainsi amendé leur accord pour prendre effet sur l'ensemble de l'année 2018, avec une revue des progrès réalisés en juin 2018, afin d'opérer d'éventuels ajustements.

Si les conclusions de cette réunion sont largement en ligne avec les attentes du marché, et auraient pu entraîner une réaction typique dite de « sell the news », les prix ont plutôt tendance à se stabiliser (Brent à 63 dollars le baril, WTI à 58 dollars le baril). La Libye et le Nigéria, membres OPEP mais considérés en situation spéciale, ont vu en un an leur production remonter de 400.000 barils par jour à un million de barils par jour et de 1,5 à 1,8 million de barils par jour respectivement. Ces deux pays ont indiqué que leur production 2018 n'excéderait pas les plus hauts de 2017, ce qui apporte un niveau de confort supplémentaire pour la poursuite de la réduction des stocks de brut en 2018. Malgré une visibilité accrue, deux inconnus demeurent : la demande et la production américaine.

La demande est actuellement et depuis 2015, sur un rythme de croissance supérieur à la tendance long terme (+1,5 million de barils par jour contre +1 million de barils par jour). Elle pourrait ralentir sous l'effet de prix plus élevés, mais nous ne sommes pas inquiets au niveau de prix actuel.

La production américaine rebondit fortement en 2017 après un point bas atteint mi-2016. Elle progresse en moyenne de +600.000 barils par jour en 2017, et de +900.000 barils par jour de décembre 2016 à novembre 2017. Pour 2018, les attentes sont actuellement à +800.000 barils par jour. Cependant, les entreprises d'Exploration & Production (E&P) américaines viennent de changer de stratégie, et veulent désormais privilégier la génération de valeur (i.e. de free cash-flows) au détriment des volumes. Il conviendra de vérifier ces bonnes intentions, mais un tel comportement serait à même de davantage stabiliser le marché. En l'état actuel, l'environnement plaide pour une fourchette de prix située entre 55 et 60 dollars le baril pour le Brent.

## ▶ DETTES D'ENTREPRISES

### CREDIT

Dans un contexte de taux assez stable cette semaine, les *spreads* de crédit se resserrent. L'indice Itraxx Crossover passe de 238 à 231 points de base.

Sur le front du High Yield, plusieurs nouvelles émissions ont été réalisées cette semaine. Citons par exemple celle de **CeramTec** (prothèses de hanches en céramique) avec un coupon de 5¼ pour un CCC+. Elle a suscité un vif intérêt de la part des investisseurs.

**Telenet** (BB-) a émis une obligation 2028 (coupon de 3½) et le tour opérateur anglais Thomas Cook a émis une obligation à six ans (coupon de 3,875).

Par ailleurs, **OHL** a signé le contrat de vente d'OHL Concesiones avec **IFM**, une étape importante avant la finalisation de cette opération transformante.



Concernant les financières, **UniCredit** reste concentré sur la vente de ses créances douteuses. En primaire, **Talanx** a émis un Tier2 2047NC10.

## CONVERTIBLES

Le marché européen des obligations convertibles était à l'honneur cette semaine avec trois nouvelles émissions.

Le spécialiste français de l'ameublement et de la décoration **Maisons du Monde** a fait ses débuts sur le marché en plaçant pour 200 millions d'euros d'obligations convertibles à 6 ans assorties d'un coupon de 0,125% et d'une prime de 42,5%. Le produit de cette émission servira en partie à refinancer un prêt à terme existant et, pour une autre partie, à financer l'expansion de l'entreprise à travers l'Europe. Le fabricant néerlandais d'équipements d'assemblage de semi-conducteurs **BE Semi** est revenu sur le marché pour la deuxième fois en l'espace d'un an en émettant pour 175 millions d'euros d'obligations convertibles à 7 ans assorties d'un coupon de 0,50% et d'une prime de 40%. Le produit de cette émission lui permettra d'augmenter encore sa capacité de production et de financer son dividende.

En outre, l'exploitant français de village de vacances **Pierre et Vacances** a émis pour 100 millions d'euros d'obligations convertibles à 6 ans assorties d'un coupon de 2% et d'une prime de 30%. Le produit de cette émission servira à refinancer son émission convertible existante à échéance 2019.

Dans le reste du monde, l'activité sur le marché primaire a été atone, avec une seule émission significative à l'initiative de **SMIC**, un prestataire de services de fonderie de semi-conducteurs coté à Hong Kong, qui a levé 481,5 millions de dollars par le biais d'une émission convertible perpétuelle assortie d'un coupon de 2% et d'une prime de 20% pour financer l'accroissement de ses capacités de production et pour les besoins généraux de l'entreprise.

Dans l'actualité des entreprises cette semaine, l'éditeur de logiciels cloud américain **Workday** a annoncé de très bons résultats pour le troisième trimestre et des prévisions meilleures que prévu. Néanmoins, son cours de Bourse a baissé de 3% le jour même, les investisseurs jugeant la valorisation de l'entreprise élevée.

Dans le même temps, la société biotechnologique américaine **Medicines Company** a annoncé la vente de son activité dans le domaine des maladies infectieuses à **Melinta Therapeutics** moyennant un versement initial de 270 millions de dollars auquel viendront s'ajouter des redevances, tandis que Melinta assumera l'ensemble des engagements. En Europe, le laboratoire pharmaceutique spécialisé suisse **Basilea** a élargi un accord de licence existant avec **Pfizer**, qui lui permettra de vendre son traitement antifongique Cresemba en Chine et dans 16 autres pays de la zone Asie-Pacifique.

*Achévé de rédiger le 01/12/2017*



**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)