



FLASH MARCHÉS : OPÉRATION DE NETTOYAGE

LE 9 FÉVRIER 2018

Sur les marchés

La hausse continue des marchés sans volatilité en 2017 nous avait conduit à neutraliser nos positions sur les actifs risqués en décembre, non pas pour des raisons fondamentales - l'environnement étant très solide - mais pour des considérations techniques car le marché était devenu vulnérable. Le risque de correction lié aux changements de politique monétaire et à la hausse des taux était clairement identifié dans notre scénario 2018. Nous retenons de la séquence récente que les marchés d'actions ont davantage été sensibles au risque que la Fed soit « behind the curve », après la publication des statistiques montrant une accélération des salaires, qu'à la simple remontée des taux gouvernementaux observée depuis décembre. Ce mouvement s'explique par le changement d'orientation de la BCE et de la Banque du Japon. Il ne faudrait pas qu'une poussée inflationniste vienne bousculer l'approche très prudente et progressive des banques centrales dans le processus de durcissement monétaire.

La correction du marché a été amplifiée par de nombreux phénomènes techniques, à commencer par des positions vendeuses de contrats VIX. L'envolée du VIX à 50 et l'ampleur de la correction sur les marchés d'actions dans des volumes importants aux Etats-Unis témoignent d'un comportement de « capitulation », offrant à nos yeux un bon point d'entrée. **Nous avons remonté le score sur les marchés d'actions, gardons la préférence géographique (surpondération de la zone euro et du Japon par rapport aux Etats-Unis et aux pays émergents tout en réduisant un peu le biais). Nous avons également remonté un peu la sensibilité via les obligations d'Etat aux Etats-Unis et en Europe cette semaine, sans toutefois changer la sous-pondération obligataire dans les allocations d'actifs. Nous avons ainsi employé l'une des précautions prises avant la correction et le monétaire passe de surpondéré à neutre.**

Il ne faudrait pas pour autant considérer que le « conte de fées » antérieur va se prolonger. La question du retour de l'inflation sera d'autant plus scrutée qu'elle est de nature à créer de la volatilité sur l'ensemble des classes d'actifs. La correction récente comporte un avantage : le marché a été en partie « nettoyé » et les investisseurs sont désormais prévenus, ce qui est un élément stabilisateur. Mais cela n'empêchera pas le retour de la volatilité s'il devait y avoir confirmation du retour de l'inflation. Rappelons que nous n'anticipons qu'une remontée modérée de l'inflation américaine. Et que les marchés qui s'inquiétaient de manière excessive du risque de déflation il y a quelques semaines se préoccupent bien brutalement de la hausse des prix, au nom d'une seule statistique mensuelle et fréquemment révisée.



▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les marchés actions européens enregistrent une forte correction au cours de la semaine, relativement homogène parmi les secteurs, avec une baisse plus prononcée néanmoins pour les secteurs cycliques (matériaux de construction, services financiers, minières et industrielles) et les secteurs sensibles aux taux (télécoms, services publics, foncières).

Les baisses les plus modérées proviennent de secteurs ayant déjà fortement corrigé en 2017 tels que la distribution alimentaire ou les médias.

Les sociétés publient leurs résultats annuels qui sont bons dans l'ensemble. En France, les chiffres dévoilés par **Société Générale** sont supérieurs aux attentes dans quasiment toutes les divisions et sont notamment marqués par un moindre recul dans l'activité banque de détail en France, même si la génération de capital reste faible au niveau du groupe. En dépit de quelques provisions sur des dossiers bien identifiés (**Steinhoff**, **Carillion**) et des marges de la banque de détail toujours sous pression, **BNP Paribas** fait preuve d'un discours relativement optimiste justifié par l'amélioration de l'environnement macroéconomique, la baisse du taux d'impôt aux Etats-Unis, la montée en puissance des activités acquises, la perspective de hausse des taux et table désormais sur un ROE supérieur à 10% en 2020.

ABN Amro adopte pour sa part un ton prudent sur les impacts potentiellement négatifs de la réglementation Bâle IV sur son ratio de solvabilité, et par voie de conséquence sur ses perspectives de retour à l'actionnaire. **Intesa Sanpaolo** a publié de bons résultats et un plan quinquennal axé sur une accélération de la cession des crédits douteux et le maintien d'un dividende élevé. **UniCredit** et **BPM** ont également surpris positivement.

Du côté des médias, on note le rebond de **ProSieben**, tandis que la bonne publication de **Publicis** a été saluée. Le groupe publicitaire fait état d'un intérêt des clients pour l'offre intégrée entre communication et transition digitale dans un meilleur contexte du marché publicitaire.

Au sein du secteur pharmaceutique, les chiffres publiés par **Sanofi** ressortent inférieurs aux attentes, en particulier au quatrième trimestre. La franchise diabète aux Etats-Unis et la dépréciation liée au vaccin pour la dengue pèsent sur les résultats. Les perspectives de croissance annoncées restent molles même en intégrant ses deux acquisitions récentes.

Les résultats dévoilés par **Total** sont très rassurants. Ils témoignent de l'effort considérable mené par le groupe pour baisser ses dépenses opérationnelles et d'investissement, ce qui lui permet d'annoncer des perspectives de retour à l'actionnaire prometteuses (progression du dividende, rachats d'actions, etc.). La croissance publiée par **L'Oréal** au quatrième trimestre est ressortie supérieure aux attentes, et les marges en ligne. Pour 2018, le groupe de cosmétiques s'attend à une nouvelle année de croissance et à une amélioration de la rentabilité. **Telecom Italia** continue de discuter de la possibilité d'une séparation juridique du réseau.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Nous avons assisté à une forte correction cette semaine, avec une baisse de 8,5% pour le S&P, le Dow Jones et le Nasdaq. Le mouvement enclenché la semaine dernière en raison de la remontée des taux longs, suite au retour des pressions inflationnistes, s'est donc accéléré tout au long de la semaine. Les fonds de gestion systématique ont été les principaux acteurs de la correction en début de semaine. Cela s'est traduit par des flux sur les véhicules de type ETF (40% des flux), dérivés et futures, alors même que le trading sur les titres vifs était relativement calme, témoignant de la prépondérance des fonds de gestion systématique dans ce mouvement baissier.

Les commentaires de William Dudley, président de la Fed de New-York, ont suscité de nouvelles craintes sur un possible durcissement monétaire. Perçu comme appartenant au camp *dovish* (accommodant), il a déclaré que trois hausses de taux en 2018 lui paraissait être un scénario « très raisonnable ».



Il a insisté sur le fait que l'économie progressait à un niveau supérieur à la moyenne de long-terme, validant ainsi une politique monétaire plus restrictive. Les nouvelles macro-économiques ont été reléguées au second plan. L'ISM non-manufacturier a atteint 59,9, soit son plus haut niveau depuis 2005, alimentant davantage les craintes du retour de l'inflation. Les **valeurs financières et énergétiques** affichent les plus fortes baisses, tandis que les **utilities**, la **consommation** et l'**immobilier** ont résisté en relatif.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Suite à la volatilité accrue engendrée par la remontée des rendements obligataires à long terme aux Etats-Unis face à la crainte d'une hausse de l'inflation, la Bourse de Tokyo a plongé dans le sillage de la dégringolade enregistrée à Wall Street (tous secteurs confondus) ces derniers jours. Cette semaine, l'indice TOPIX a perdu 5,28%. Les valeurs moyennes ont également vu leurs cours fortement baisser après un mouvement important vers les valeurs moins risquées. Cependant, après la forte baisse enregistrée le 6 février, le marché s'est provisoirement stabilisé après que certaines valeurs survendues mais à fort potentiel de croissance ont rebondi.

Les équipements pour le transport (-1,79%) et le transport aérien (-2,33%) ont assez bien résisté. **Subaru** (+1,97%), **Mitsubishi Heavy Industry** (+2,94%) ont tiré leur épingle du jeu dans un marché déprimé et **Toyota Motor** (-0,98%), **Nissan Motor** (-0,81%) et **Suzuki Motor** (-0,68 %) ont également fait preuve de résistance.

Par ailleurs, les secteurs défensifs ont surperformé. Les groupes pharmaceutiques tels que **Ono Pharmaceutical** (+5,87 %), **Daiichi Sankyo Company** (+1,5%) et **Astellas Pharma** (+0,47%) ont enregistré des gains positifs. A l'inverse, les secteurs sensibles au cycle économique tels que les métaux non ferreux (-9,55%), les produits métallurgiques (-8,54%), le verre & la céramique (-8,08%), et les valeurs mobilières & les contrats à terme (-7,81%) ont été les plus impactés.

SMC a plongé de 13,53% et **Kyocera** a vu son cours baisser en raison des pressions croissantes favorables à la prise des bénéfices malgré une croissance positive des résultats au troisième trimestre. **Fast Retailing** (-11,42%) et **Japan Tobacco** (-10,34%) ont également perdu du terrain à la suite d'un ralentissement des ventes.

Cette semaine, le taux yen/dollar a été relativement stable dans ce contexte, s'échangeant autour de 109 yens pour un dollar, à la suite de l'appréciation du yen liée au mouvement en faveur de positions moins risquées avec un report vers la devise « refuge » et de l'appréciation du dollar en raison d'un écart accru entre les taux d'intérêt américains et japonais.

▶ MARCHES EMERGENTS

Cette semaine, les marchés émergents, avec en tête la Chine, ont enregistré une forte correction. La hausse des taux d'intérêt américains a provoqué une baisse des devises émergentes.

En **Chine**, l'indice des prix à la consommation (IPC) en janvier a grappillé 1,5% en glissement annuel, tandis que l'indice des prix à la production (IPP) a cédé 4,3% en raison d'une croissance moins importante des prix des matières premières. L'excédent commercial s'élève à 20,3 milliards de dollars, soit moins de la moitié de la prévision du marché car les importations ont gagné 36,9% en glissement annuel contre 4,5% l'an dernier en décembre, essentiellement en raison du changement de date du Nouvel An chinois, tandis que les exportations ont crû de 11% (contre un consensus de +10,7%).

Au plus haut depuis deux ans, le yuan chinois a enregistré une correction après la publication des chiffres du commerce et a terminé la semaine à un niveau stable face au billet vert. Lors de son assemblée annuelle 2018, l'autorité chinoise de régulation bancaire (CBRC) a réitéré son intention de procéder au désendettement de l'économie : en réduisant le ratio d'endettement des entreprises, en limitant l'endettement des ménages, en diminuant l'investissement interbancaire, en maîtrisant les bulles



immobilières et en coopérant de façon proactive avec les gouvernements locaux par rapport à leurs dettes implicites, etc. Même si ces mesures devraient conduire à un resserrement du crédit à court terme, nous continuons de croire qu'un désendettement est une bonne chose pour l'économie chinoise à moyen et long terme.

Netease a publié ses résultats du quatrième trimestre 2017 avec un chiffre d'affaires record (+20% en glissement annuel) mais le processus de diversification des jeux vers l'e-commerce a été difficile : une envolée des frais de vente et de marketing (16,4% du revenu total contre 10,4% au quatrième trimestre 2016) liée à une importante promotion saisonnière a fortement impacté la croissance des résultats (-10% en glissement annuel).

La **banque centrale indienne** a voté à 5 contre 1 en faveur du maintien des taux et a conservé une opinion neutre, en ligne avec les attentes du marché. Elle a relevé ses prévisions en matière d'inflation et a baissé son estimation de croissance pour 2018, alors qu'elle table sur une hausse de l'inflation et de la croissance en 2019 car lors de l'annonce de son budget de l'union, le gouvernement s'est engagé sur un prix minimum de soutien de 1,5x le coût pour les fermiers lors de la prochaine saison des semailles. **Eicher Motors** a publié des résultats stables au titre du troisième trimestre : un chiffre d'affaires net en hausse de 23% en glissement annuel et un résultat net en progression de 24,5%. L'EBITDA de **Royal Enfield** est conforme aux attentes. Les carnets de commandes se sont remplis grâce aux nouveaux produits et le groupe reste optimiste quant aux opportunités en matière d'exportation. Les derniers résultats de **Tata Motors** ont également montré une forte performance au niveau domestique, grâce aux véhicules utilitaires. Les activités domestiques se sont redressées ce trimestre, la croissance du chiffre d'affaires total ayant atteint 29% grâce à une contribution plus importante des véhicules utilitaires.

Au **Brésil**, la banque centrale a baissé ses taux d'intérêt de 25 points de base supplémentaires à 6,75% dans un discours de politique neutre.

En janvier, l'inflation a été inférieure aux attentes en raison d'une baisse de l'inflation dans les services. **Itau** a publié de solides résultats, en ligne avec les attentes du consensus. Le management a indiqué des perspectives positives pour 2018, en raison d'une poursuite de l'amélioration du cycle du crédit, d'une croissance du crédit plus importante et de provisions plus faibles.

A l'inverse, les résultats de **Lojas Renner** ont été décevants en raison d'une hausse des dépenses dans les nouveaux magasins en Uruguay. Bonne performance de **SSS** à 8,7%. Nous restons positifs sur les marchés émergents.

► MATIERES PREMIERES

Semaine de correction généralisée sur les marchés des matières premières. Le Brent a perdu plus de 5% au cours de la semaine pour repasser sous la barre des 65 dollars le baril (plus de 7% pour le WTI à 61 dollars le baril). Les principales raisons de cette correction sont tout d'abord mécaniques avec une forte appréciation du dollar et un impact indirect de la forte correction des marchés actions.

Concernant le **pétrole**, les inquiétudes sont liées à la hausse des stocks aux Etats-Unis la semaine dernière, comme en attestent les données du Département de l'Energie (DoE). Les inventaires de brut ont crû de 1,9 million de barils mais c'est surtout la hausse des produits (essence + distillats) qui inquiète le marché. La semaine a été marquée par un fort taux d'utilisation des raffineries, ce qui perturbe donc la lecture des statistiques. Les semaines à venir seront impactées par la période de maintenance des raffineries et devraient logiquement voir une remontée des stocks de brut et une baisse des stocks de produits, de quoi alimenter la volatilité des prix.

Dans son 'Short Term Energy Outlook', l'Agence d'information sur l'énergie revoit à la hausse (+290.000 barils par jour) ses estimations de production en 2018 à 10,6 millions de barils par jour mais a également baissé ses attentes de production OPEP.



Selon les propos de son vice-ministre du pétrole, l'Iran souhaiterait augmenter sa production à 4,7 millions de barils par jour au cours des trois ou quatre prochaines années, soit une hausse d'approximativement 700.000 barils par jour et pourrait même considérer une hausse d'un million de barils par jour sous réserve des négociations avec les sociétés étrangères.

Pour terminer sur une note positive, les importations de pétrole chinois ont atteint un niveau record de 9,57 millions de barils par jour en janvier (à comparer avec 8,4 millions de barils par jour en moyenne sur 2017), symptomatique d'une demande qui reste forte en préparation du Nouvel An chinois.

Les métaux de base ont également souffert de l'appréciation du billet vert, perdant plus de 2,5% (LME). Finalement c'est l'**or** qui a le mieux résisté, avec une baisse d'un peu plus d'un pourcent portant le cours du métal jaune à 1315 dollars l'once. L'or a été pénalisé par la hausse des taux longs mais ce sont ses caractéristiques défensives dans une période d'augmentation de la volatilité qui ont joué le rôle d'amortisseur. Dans tous les cas, la hausse des salaires aux Etats-Unis, l'un des mécanismes déclencheurs de la hausse des taux longs, devrait engendrer des pressions inflationnistes positives pour l'or.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

L'envolée du VIX, la hausse des taux gouvernementaux en zone euro comme aux Etats-Unis depuis le début de la semaine et le ton légèrement plus *hawkish* de la BoE jeudi ont engendré une volatilité importante sur le marché du crédit avec un écartement des *spreads* sur le High Yield comme sur l'Investment Grade. L'indice Xover s'est élargi de 20 points de base et l'indice Main de neuf points de base. Les financières ont sous-performé le reste du marché du crédit. **Deutsche Bank** revient sur le devant de la scène après avoir publié des résultats plus faibles qu'attendu vendredi.

Sur le marché du High Yield, **Elis**, société française de blanchisserie industrielle notée BB+, a émis un milliard de *bonds bullet*, à 2% de *yield* pour le 2023 et à 2.875% pour le 2026.

Algeco, société de construction modulaire notée B, a refinancé sa dette existante en émettant 1,1 milliard d'euros de *bonds*, à 6% et 10% pour une maturité 2023 (senior et subordonnée).

Achévé de rédiger le 09/02/2018



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