



FLASH MARCHES : EN PERTE DE REPÈRES

Nous avons choisi au cours de l'été d'abaisser nos pondérations sur les actions, du fait de risques nouveaux pas forcément bien intégrés par les marchés mais aussi pour des considérations techniques. Le mouvement de repli des marchés d'actions, issu des Etats-unis, est venu sans crier gare. Il est en effet impossible de repérer un unique événement déclencheur qui aurait suscité cette forte baisse. Donald Trump, toujours prompt à commenter les marchés boursiers, a en revanche vite cru trouver le coupable : la Fed. Elle n'a pourtant pris personne par surprise, n'ayant fait que mettre en oeuvre ce qu'elle annonçait (via les dots) dès le printemps 2017 en terme de resserrement monétaire alors même que la croissance aura finalement été bien supérieure à ce qu'elle anticipait. Il est en revanche hautement probable que la remontée des taux longs américains et du prix du pétrole ces dernières semaines ait fini par perturber les repères des investisseurs, suscitant des prises de profits.

D'un point de vue sectoriel, notons une amplification de la correction sur les valeurs de croissance. Celles-ci sont en effet très en avance en termes de performances depuis le début de l'année, et prises pour cible depuis en raison de leurs multiples élevés et du retour des taux américains à leurs plus hauts niveaux. Nous assistons en effet à des dégagements sur le luxe en Europe malgré de bonnes publications, ceci étant emblématique de ce mouvement de déboucement. Même constat sur la technologie américaine et les valeurs cycliques qui ont également souffert, victimes des craintes sur la croissance en général et en Chine en particulier. S'agissant des flux, cette configuration peut rappeler l'épisode du premier trimestre au cours duquel la réduction des expositions des fonds systématiques exerçait des pressions vendeuses importantes. Au-delà des facteurs fondamentaux liés au cycle monétaire et économique, la réaction du marché américain de ces derniers jours nous semble aussi provenir de ses caractéristiques : un marché à la fois concentré (la performance du MSCI World s'explique principalement par les Etats-Unis) et polarisé (via les secteurs et les styles croissance/value).

En somme, deux interprétations se dégagent et entrent en résonance dans l'évolution récente des marchés. D'une part, l'extension du cycle américain qu'exprime le mouvement de la courbe des taux américains vient rappeler aux investisseurs actions que la croissance se diffuse et n'est donc plus si rare, ce qui entraîne un ajustement à la baisse de la prime de valorisation des valeurs de croissance visible. D'autre part, les craintes lancinantes en provenance de Chine, liées à la persistance des tensions commerciales, ont pu indéniablement pesé sur le sentiment de marché des investisseurs.

Nous sommes convaincus que la qualité de l'environnement économique reste correcte et que la dynamique des profits a encore de beaux jours devant elle, bien que la question de la fin de cycle commence à pénétrer les esprits. Si la prochaine récession américaine peut être éventuellement envisagée en 2020 et même si les marchés ont pour fonction d'anticiper, il est encore trop tôt pour se positionner sur ce thème (historiquement, les marchés ont prévu les récessions avec seulement un à deux trimestres d'avance) d'autant plus que les autorités chinoises mettent en place de nouvelles mesures ciblées de relance du crédit.

Ainsi, ce repli est pour nous en grande partie technique et nous observons très attentivement le comportement des marchés actuellement dans l'idée de se repositionner tactiquement à l'achat.

A moyen terme, nous continuons de penser que la vigueur du cycle américain et les conditions financières plus restrictives impliqueront un régime de volatilité plus élevé que par le passé et une gestion active du risque.

ACTIONS EUROPÉENNES

Dans le sillage des marchés actions américains, la baisse en Europe a été marquée au cours de la semaine, en lien également avec la révision significative des perspectives de croissance par le gouvernement allemand (+1,8% vs +2,3% pour 2018, +1,8% vs +2,1% pour 2019) et les craintes persistantes autour du budget italien et de potentielles dégradations des agences de notation. Un certain nombre de stratégestes ont par ailleurs dégradé leurs perspectives : Morgan Stanley sur le luxe ou JP Morgan sur la chimie.

La forte remontée de l'aversion au risque a provoqué un mouvement de vente massif des valeurs les plus recherchées jusqu'à présent et fortement valorisées au sein des thèmes de croissance structurelle (**Kering, Safran, Dassault Systèmes, Amadeus, Airbus** ou **Wirecard**). Les secteurs cycliques ont également été particulièrement impactés, tels que les semi-conducteurs, la chimie ou l'aéronautique. La technologie a subi d'importants dégagements sur fond de tensions encore ravivées entre la Chine et les Etats-Unis. Les semi-conducteurs ont souffert après un message négatif d'un fournisseur d'équipements, le suisse **VAT Group**. La confirmation par la Chine que les biens de luxe ramenés de l'étranger par ses ressortissants seraient taxés et la dégradation du secteur par Morgan Stanley ont fait plonger les titres du luxe, malgré la publication de chiffres conformes aux attentes pour **LVMH** avec une croissance organique de +10% pour le troisième trimestre. Les valeurs industrielles ont également été impactées par le *profit warning* de **PPG** qui a annoncé des hausses de coûts matières et une baisse du marché chinois.

Au sein des secteurs défensifs, la consommation de base ou la pharmacie n'ont pas été beaucoup protégé et ressortent en ligne avec la performance du marché. En revanche, les secteurs des télécoms et des utilities ont été largement recherchés.

Côté transformations d'entreprises, **Dialog Semiconductor**, spécialisé dans les semi-conducteurs de puissance et principal fournisseur d'**Apple**, a annoncé un contrat avec la firme à la pomme par lequel la société cède une partie de ses usines et de ses équipes techniques en échange de 600 millions de dollars. La société a également annoncé de nouveaux contrats avec Apple. **Ingenico** a de son côté confirmé avoir fait l'objet d'approches préliminaires en vue d'une opération stratégique. **Natixis** réfléchirait notamment à une combinaison de ses activités de paiement avec celles d'Ingenico.

ACTIONS AMÉRICAINES

La semaine a été très difficile. Le S&P abandonne 5,4% et le Nasdaq 5,9%, portant les performances annuelles à +2% et +6% respectivement. Le S&P a connu sa plus mauvaise séance depuis février, et il faut remonter au Brexit pour retrouver une correction journalière aussi forte sur le Nasdaq.

Plusieurs catalyseurs à ce mouvement : la nouvelle escalade de Trump dans le conflit qui l'oppose à la Chine, les craintes de ralentissement de la croissance chinoise après différents commentaires de sociétés particulièrement prudents (**PPG** dans le segment chimie, **Fastenal** dans la distribution industrielle) et l'imminence du début de la saison des résultats.

Au cours de la semaine, les FANG perdent 8%. La correction atteint 12% depuis le début du mois d'octobre. Un panier de titres composé des valeurs américaines exposées à la Chine recule de 8% au cours des deux dernières semaines. Les valeurs « momentum » (meilleurs indicateurs de la performance des hedge funds) lâchent 14% depuis début octobre.

En termes sectoriels, les matières premières et les industrielles sont les seuls à amplifier le recul de l'indice. Sur le front des valeurs, la dispersion est mieux respectée : la moitié des valeurs enregistre une perte supérieure à 5,4%. Tout ceci semble plaider plutôt pour une correction technique de positionnement alimentée de surcroît par les craintes sur la Chine et le timing d'ouverture de la saison des résultats du troisième trimestre plutôt qu'un phénomène vraiment fondamental.

ACTIONS JAPONAISES

Suite à la lourde chute du marché boursier américain, le cours des actions japonaises a aussi globalement reculé, à l'instar de ceux d'autres pays asiatiques. Le marché boursier a été marqué par le regain d'aversion pour le risque affiché par les investisseurs à court terme, préoccupés par l'impact négatif de la hausse des rendements des obligations américaines à long terme et celui des tensions commerciales persistantes alimentées par les États-Unis sur les résultats des entreprises. Par ailleurs, **Yaskawa Electric Corporation** a revu ses prévisions de bénéfices à la baisse en raison du conflit commercial opposant Washington à Pékin, ce qui a fragilisé la confiance du marché. L'indice TOPIX a cédé 5,06% durant la semaine.

Bien que l'ensemble des secteurs a reculé, les secteurs sensibles à la conjoncture économique comme les produits chimiques, les appareils électriques, les machines et le secteur automobile, qui avaient progressé le mois dernier, ont affiché une faible performance. Les titres liés à la Chine, comme **Keyence**, **Fanuc** et **Shiseido** ont également pâti d'une forte pression vendeuse.

À l'inverse, les secteurs axés sur la demande intérieure, comme le commerce de détail, l'immobilier et l'assurance, ont relativement bien tenu. **Daiwa House** et **Sompo Holdings** ont enregistré des performances positives malgré l'agitation du marché. Les titres du commerce de détail, comme **Don Quijote**, **ABC-MART** et **Aeon Mall**, se sont également bien comportés à la faveur de solides fondamentaux et de bénéfices positifs.

De nombreux acteurs du marché portent désormais leur attention sur les résultats d'entreprise du troisième trimestre qui devraient être positifs et qui seront publiés prochainement.

MARCHÉS ÉMERGENTS

En **Chine**, la banque centrale a réduit de 100 points de base le ratio de réserves obligatoires pour les banques visées, lors du dernier jour de la Golden Week. 1 200 milliards de yuans seront libérés afin de mieux contenir la pression liée au paiement des impôts en octobre et l'impact négatif croissant des tensions commerciales, témoignant ainsi d'un assouplissement structurel pour les PME et les secteurs privés. Les données des exportations de septembre ont surpris à la hausse : +14,5%, contre des prévisions de +8,2% et +9,1% en août, sans doute en raison d'expéditions anticipées et de la dépréciation du yuan, qui a perdu 80 points de base par rapport au dollar US cette semaine. Les recettes du tourisme domestique durant la Golden Week ont progressé de 9% en glissement annuel contre 14% en 2017. Pour la première fois, les dépenses moyennes par visiteur ont baissé.

Tencent a poursuivi cette semaine son programme de rachat d'actions engagé il y a 23 jours. D'autres entreprises chinoises, comme **CSPC** et **Fosun International**, ont commencé elles aussi à racheter des actions compte tenu de la faiblesse du marché. **BMW** a fait part de son intention d'investir 3,6 milliards d'euros dans **BBA**, augmentant ainsi sa participation de 25% dans sa coentreprise afin de la porter à 75%, pour devenir le premier constructeur automobile à tirer parti de la politique chinoise qui autorise les entreprises étrangères à acquérir une participation majoritaire dans des sociétés partenaires locales. **Sunny Optical** a rendu compte d'une hausse de +61% sur un an en septembre de ses exportations de lentilles pour appareils mobiles, un chiffre supérieur aux estimations, contre une croissance de +1% en glissement annuel pour son concurrent **Largan**. Les résultats du troisième trimestre de **TSMC** en dollars US s'approchent de la fourchette haute des prévisions de l'entreprise, à +8,7% en glissement trimestriel. Le FMI a revu à la baisse ses perspectives de croissance pour la **Corée du Sud** en 2018 et 2019, qui passent respectivement de 3 à 2,8% et de 2,9 à 2,6%.

En **Inde**, la roupie s'est stabilisée cette semaine. Le communiqué officiel de la *State Bank of India* fait état du rachat d'actifs des entreprises financières non bancaires en vue d'alléger les pressions de liquidité et a permis d'inverser le sentiment négatif à l'égard de ces entreprises. **TCS** a fait part d'une croissance de +10% en glissement annuel de son chiffre d'affaires en dollars grâce à la solide performance de ses segments Commerce de détail et Services bancaires et financiers. La direction a également annoncé de solides prévisions à deux chiffres concernant la croissance de son chiffre d'affaires.

En **Russie**, la balance excédentaire des opérations courantes s'est creusée à 26,4 milliards de dollars au troisième trimestre, contre des prévisions de 24 milliards de dollars, grâce au prix du pétrole qui a franchi la barre des 85 dollars le baril. L'excédent budgétaire pour les trois premiers trimestres s'est également amélioré et représente désormais 3,5% du PIB.

Les marchés d'Amérique latine ont surperformé les autres marchés émergents cette semaine. Au **Brésil**, Jair Bolsonaro a annoncé qu'il nommerait l'économiste Paulo Guedes au poste de ministre des Finances en cas de victoire, alors qu'il est toujours en tête des sondages pour le second tour, avec 45% des intentions de vote, contre 41% pour Fernando Haddad. Les ventes au détail ont progressé de 1,3% en glissement mensuel en août, un chiffre supérieur aux estimations. Le Conseil en négociations internationales du **Mexique** a confirmé que les États-Unis envisageaient de lever les droits de douane imposés sur l'acier et l'aluminium mexicains.

MATIÈRES PREMIÈRES

La « légère » turbulence qui a affecté les marchés cette semaine a permis de remettre au goût du jour un actif oublié, l'**or**. Il faut dire que, depuis le début de l'année, la performance du métal jaune, et par ricochet du secteur aurifère, a été peu inspirante. Jusqu'au 10 octobre, l'onçe ressortait en baisse de 8,3% en USD (-4,5% en EUR). L'essentiel de la baisse a d'ailleurs été concentrée entre mi-avril et mi-août, avec une baisse de 13% (USD). La période estivale a été tout particulièrement pénalisante, sous l'effet du flux négatif sur les ETF (-3,5% depuis le début de l'année, -7% depuis le point haut de mai), mais surtout de l'impact des traders sur le COMEX. Ceux-ci ont en effet accumulé des positions vendeuses dans des proportions peu communes, entraînant une position nette vendeuse depuis le 14 août, et ce pour la première fois depuis avril 2001. Les investisseurs ont pu être déçus du manque de réaction de l'or dans la période de tensions commerciales, qui pourrait avoir des implications fortes en termes d'inflation, et par là même s'interroger sur ses caractéristiques d'actif de protection. On peut en revanche noter que depuis fin 2015, l'or a résisté à huit hausses de taux de la Réserve Fédérale américaine, et a même progressé de 13% (USD) au cours de la période. Le cycle de hausse de taux a en effet accompagné un retour progressif de l'inflation, qui fait que les taux réels restent inférieurs à 1%, un élément qui maintient le coût d'opportunité de la détention d'or. La journée du 11 octobre, avec un fort retour de l'aversion au risque, a entraîné un rebond de 2,5% (USD) du métal jaune et de 6% du secteur aurifère, dans des volumes indiquant un déblocement d'une partie des positions vendeuses. L'histoire montre également que l'or performe mieux en période de crises financières ou économiques, que dans un environnement de crise politique ou géopolitique.

Malgré un niveau élevé, les cours du **pétrole** n'ont perdu que 4% au cours de la semaine, en ligne avec la correction des marchés financiers, et reviennent sur le niveau des 80\$/b (Brent). L'ouragan Michael, qui a conduit à la fermeture d'une partie de la production du Golfe du Mexique (720kb/j impacté au point haut), est maintenant passé et la production va se normaliser.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Les inquiétudes quant à l'impact des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis sur la croissance ont été sources de flux vendeurs. L'intervention du ministre de l'économie italien en début de semaine n'a pas non plus rassuré les investisseurs et le BTP 10 ans a atteint 3,71% mardi, un plus haut depuis 2014. Les banques italiennes ont particulièrement souffert des craintes sur le budget italien. Leur niveau de liquidités est de plus en plus surveillé par la BCE, mais selon Reuters aucun signal alarmant n'aurait été enregistré. Enfin, la légère révision à la baisse des prévisions de croissance mondiale par le FMI (3,7% en 2018 et 2019 contre 3,9% précédemment) pour la première fois en deux ans a aussi pesé sur le marché. Dans ce contexte, l'indice Xover s'est écarté de 14 points de base entre lundi et jeudi, une réaction somme toute modérée au regard de la baisse des marchés actions et de la remontée de la volatilité.

Selon la presse italienne, **Astaldi**, qui a entamé une procédure de concordat préventif, serait en train d'étudier plusieurs mesures dont une augmentation de capital qui s'articulerait autour d'un actionnaire pivot, une émission de titres participatifs et une décote sur la valeur de la dette. Le plan devrait être finalisé d'ici 45 jours. Par ailleurs, le comité décisionnaire de l'ISDA a décidé qu'un événement crédit de type faillite avait bien eu lieu pour Astaldi, déclenchant les CDS 2003 et 2014.

Tesco, qui opère dans la distribution alimentaire, a surperformé cette semaine suite à la révision à la hausse de sa note à BBB- par l'agence de notation Fitch. Les obligations **Levi Strauss & Co** (Ba1/BB+) sont légèrement en hausse grâce à de très bons résultats au troisième trimestre avec un chiffre d'affaires et un EBIT en hausse de 10%. Au sein du secteur automobile, **Jaguar** et **Fiat** ont été sous pression ; les ventes en septembre de Jaguar chutent de 12,3% tandis que Fiat devra peut être verser un milliard de dollars aux autorités américaines dans le cadre d'un procès sur le diesel. **Ceconomy**, premier actionnaire du groupe Fnac avec 24% du capital, a dévoilé un *profit warning*, prévoyant des résultats 2017/2018 inférieurs aux prévisions (déjà révisées à la baisse en septembre). Par *read across*, les obligations **Fnac** ont légèrement souffert.

Le marché primaire a été très peu dynamique dans ce cadre. On note tout de même l'émission de **Playtech** (B2), qui développe des jeux en ligne. Le groupe a émis vendredi dernier à 5 ans pour 530 millions d'euros avec un coupon de 3,75%.

CONVERTIBLES

Dans un contexte d'inquiétudes sur la croissance chinoise qui montre des signes de faiblesse dans un contexte de guerre commerciale, de retour du 10 ans américain à 3,25% ainsi que d'une situation italienne source de volatilité, les marchés ont accéléré dans la correction après quelques séances de baisse la semaine précédente. Le VIX (indice de volatilité du S&P500) est monté à pratiquement 25 et le VStoxx (indice de volatilité du Stoxx 600 Europe) à 21. La correction a été importante sur les valeurs technologiques et le luxe. En revanche les valeurs défensives ont surperformé (télécom) ainsi que certains secteurs *Value*, à l'image des financières et de l'énergie (seulement pour l'Europe).

Avant de rentrer dans la période de « black out » liée à la publication des résultats, nous avons constaté quelques émissions. **JPM** a proposé de racheter son échangeable 2021 de 350 millions de dollars sur **Dufry** (exploitant de Duty-free) contre l'émission d'une nouvelle échangeable 2021 affichant un meilleur premium (25%). L'opération a été suivie à hauteur de 205 millions de dollars.

Au Japon, **Park24** (exploitant de parking) a émis 35 milliards de yens à 7 ans d'obligation convertible pour le financement d'une acquisition récente ainsi que pour le financement du développement de son activité. Enfin, **Karyopharm Therapeutics** a proposé 150 millions de dollars à 7 ans avec un coupon de 3% d'obligation convertible pour le financement de la commercialisation potentiel de son nouveau produit (selinexor).

Sur le front du secondaire, le titre **Ubisoft** a été actif, souffrant de la forte correction de son secteur, mais bénéficiant des bonnes retombées médiatiques sur le lancement d'un nouvel opus d'un de ses produits phares (Assassin's Creed) et sur des rumeurs d'achat de **Zynga**.

Achévé de rédiger le 12/10/2018

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