



FLASH MARCHÉS : REGARDS BRAQUÉS SUR LES BANQUES CENTRALES

LE 15 DÉCEMBRE 2017

Sur les marchés

Si les réunions des grandes banques centrales n'ont pas surpris les marchés, les messages délivrés sur le couple croissance/inflation méritent une attention particulière. Outre le fait que le FOMC a décidé une nouvelle hausse de son taux directeur de 25 points de base, largement attendue par les marchés, tout en laissant entrevoir des perspectives de trois nouvelles hausses en 2018, c'est l'optimisme concernant l'économie américaine qui reste le trait marquant de ce FOMC. La banque centrale américaine a relevé ses prévisions de croissance du PIB américain pour 2018 et 2019, les portant à +2,5% contre respectivement +2,4% et +2,1% auparavant, mais aussi ses prévisions concernant le marché du travail qui devrait poursuivre sur sa lancée, le taux de chômage devant chuter à 3,9% pour les deux prochaines années contre 4,1% attendu précédemment. Pour ce qui est de l'inflation (Core PCE), la Fed maintient ses prévisions inchangées à +1,5% en 2017, +1,9% en 2018, +2% en 2019 et +2% en 2020.

Notons que la PBoC (banque centrale de Chine) a créé la surprise en décidant d'emboîter le pas à la Fed en relevant ses taux, de cinq points de base, ceci maintenant les yuan *onshore* et *offshore* sur des niveaux stables. Ce mouvement de taux, certes de faible ampleur, traduit la vigilance de la PBOC au cycle de resserrement monétaire américain à l'heure où s'intensifient les réductions de surcapacité dans le domaine immobilier et industriel. Quant à la BCE, elle a laissé sa politique monétaire inchangée, sans donner d'indication supplémentaire sur le futur du programme d'achats d'actifs (y compris sur les proportions entre les obligations d'entreprise et souveraines) qui passera, comme prévu, de 60 milliards d'euros d'achats mensuels à 30 milliards à partir du 1er janvier. Autres éléments importants, les prévisions de croissance ont été révisées à la hausse à 2,3% pour 2018 tandis que la prévision d'inflation pour 2020 se situe à +1,7% en glissement annuel, ce qui reste modéré et crédibilise une remontée très lente des taux directeurs. La situation est plus délicate pour la Banque d'Angleterre qui doit lutter contre un pic d'inflation dans un contexte de ralentissement économique. Ses décisions futures dépendront en grande partie des négociations sur le Brexit. En somme, ces comités de politique monétaire confirment d'une part, la poursuite de l'amélioration de la conjoncture et d'autre part, la prudence et le gradualisme des grandes banques centrales.

S'agissant de l'allocation d'actifs, nous avons réduit tactiquement notre exposition au risque actions en novembre dans l'idée que l'amélioration de l'environnement économique ne supprimait pas le risque de volatilité à court terme. Nous continuons néanmoins d'investir dans les actifs risqués, mais avec un peu plus de mesure en guettant de nouvelles opportunités pour renforcer nos investissements actuels. Nos zones géographiques favorites demeurent la zone euro et le Japon alors que nous restons vigilants à la valorisation des actions américaines liées à la thématique de la croissance. Sur les marchés de taux, dans un contexte où les opportunités se raréfient, nous demeurons sous-pondérés sur les dettes souveraines allemandes et américaines.



▶ ACTIONS EUROPEENNES

La BCE a nettement remonté ses anticipations de croissance en zone euro, de 2,2 à 2,4% en 2017 et de 1,8% à 2,3% en 2018.

Elle a par ailleurs confirmé l'abaissement à 30 milliards d'euros des rachats dès janvier et pour neuf mois. L'inflation devrait rester limitée à 1,4% en 2018.

Le marché italien s'affiche en retrait au cours de la semaine avec une forte tension sur les taux après la déclaration d'intention de dissoudre le Parlement en fin d'année, et alors que le Mouvement 5 Etoiles (M5S) qui figure en 1ère position fait craindre les élections. Les *Utilities* ont souffert. La forte baisse d'**Innogy** suite à un avertissement sur résultat (en cause son exposition au marché britannique et un gros effort d'investissement de +25% en 2018) a plombé **RWE**, contaminant **Eon** ainsi que l'ensemble du secteur.

Airbus a décroché une commande stratégique de 100 A321neo pour une valeur de 12,7 milliards de dollars et une option sur 100 autres ; livraison à partir de 2020. Le groupe a annoncé le départ de son numéro deux, Fabrice Brégier, et le non-renouvellement du mandat du président Tom Enders. Ces départs sont prévus en 2018 et 2019. **Dassault Aviation** annonce renoncer au moteur Silvercrest de Safran pour son Falcon 5X, et démarrer le projet d'un nouveau jet d'affaires avec Pratt & Whitney. **Safran**, de son côté, subit également la publication d'un chiffre d'affaires décevant chez Zodiac. **BAE Systems** a annoncé la signature d'un contrat de vente de 24 jets Typhoon (consortium avec **Airbus** et **Leonardo**) avec le Qatar.

Nexans a baissé après l'annonce de perspectives à moyen terme jugées décevantes. Le plan 2022 est ambitieux, mais le marché semble s'interroger sur le fait que les capex, élevés en début de période, ne pèsent sur la génération de cash. **Ferragamo** a déclaré qu'il ne peut pas confirmer ses *guidances* et s'affichait en baisse vendredi. 2018 sera une autre "année de transition" comme 2017 en raison des investissements à entreprendre pour assurer le succès de la relance de l'offre produits (consécutive à l'arrivée d'un nouveau styliste).

Côté M&A, **Atos** a lancé une offre « amicale » sur **Gemalto** en cash à 46 euros par action. Gemalto a refusé l'offre, l'estimant sous-évaluée. **Unibail** a de son côté lancé une offre en titres et cash sur le groupe **Westfield**, coté en Australie et détenteur de centres commerciaux aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. **TF1** a fait part de son offre sur **Aufeminin.com** pour racheter les 78% détenus par **Axel Springer**.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Le S&P 500 progresse légèrement au cours des cinq dernières séances. L'inflation au mois de novembre est ressortie à 2,2%. Hors alimentation et énergie, elle serait de 1,7%, globalement en ligne avec les attentes. Les ventes au détail ont, quant à elles, surpris favorablement, en amélioration de 0,8% par rapport au mois précédent. Les anticipations s'établissaient à 0,3%. Signe de l'enthousiasme ambiant et des avancées de la réforme fiscale, les intentions d'embauches de la part des PME américaines viennent de toucher un plus haut historique (les données remontent jusqu'en 1974).

Le régulateur du secteur des télécoms aux Etats-Unis (FCC) a voté la fin de la neutralité du net. Le gouvernement ne régulera donc plus l'accès haut débit à Internet. Cependant, on assiste déjà à une levée de bouclier de la part des Démocrates pour maintenir cette législation entrée en vigueur sous Obama et défendue par les grands acteurs de la *Silicon Valley*. C'est en revanche une excellente nouvelle pour les acteurs télécoms/câbles qui pourront prioriser l'accès à certains sites et ainsi monétiser la vitesse de connexion. Les télécoms progressent de 5% au cours de la semaine.

Disney et **Twenty-First Century Fox** se sont mis d'accord pour la cession par Fox de ses activités de création (studios) et de télévisions à l'international. L'opération porte sur un montant de 52 milliards de dollars et sera intégralement financée en titres Disney via l'émission de 500 millions de titres. Bob Iger, CEO de Disney, qui devait initialement quitter le groupe en 2019, restera jusqu'en 2021 afin de piloter l'intégration des actifs de Fox.



Parmi les déceptions de la semaine, on retiendra **Oracle**, dont le titre lâche près de 7% après ses chiffres trimestriels. Le marché sanctionne la performance de l'activité Cloud. Les ventes de celles-ci sont attendues en progression de 21% à 25% pour le prochain trimestre, en nette diminution par rapport au rythme actuel de 44%.

Au niveau sectoriel, les matières premières et les financières reculent tandis que les télécoms, la santé et la consommation discrétionnaire affichent les plus fortes progression.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Cette semaine, l'indice TOPIX a gagné 0,24% dans un marché en demi-teinte. Le marché tokyoïte a bien démarré la semaine et a atteint lundi son plus haut niveau depuis 20 ans soutenu par des marchés actions américain et asiatique vigoureux et les chiffres solides du marché de l'emploi aux Etats-Unis en novembre. A l'inverse, mercredi, le marché s'est replié à la suite de prises de bénéfices des investisseurs. Il a encore perdu du terrain jeudi, après avoir été négativement impacté par la défaite du Parti républicain aux Etats-Unis aux élections sénatoriales dans l'Etat de l'Alabama qui suscite des inquiétudes quant aux perspectives de la réforme fiscale. Le marché a également reculé après la réunion du Comité de politique monétaire (FOMC). Cependant, certains investisseurs ont laissé entendre que cette réaction négative du marché par rapport aux questions liées au gouvernement américain ne modifierait pas radicalement la tendance soutenue du marché japonais.

Par secteur, les produits pétroliers et à base de charbon (+6,55%), les banques (+3,52%) et les produits miniers (+2,52%) ont tiré leur épingle du jeu cette semaine. Les compagnies pétrolières (pétrole brut) **JXTG Holdings** (+6,21%) et **INPEX** (+2,65%) ont toutes deux progressé à la suite de la hausse du prix du pétrole brut. Les grands groupes bancaires comme **Resona Holdings** (+5,51%), **Sumitomo Mitsui Financial Group** (+4,17%) et **Mitsubishi UFJ Financial Group** (+3,34%) ont été plébiscités, leurs homologues américains de Wall Street ayant enregistré une bonne performance.

SG Holdings, société-mère du grand groupe de livraison de colis, Sagawa Express, a été coté pour la première fois dans la première section de la Bourse de Tokyo, ce qui constitue l'introduction en Bourse la plus importante de l'année, et a clôturé en hausse de 17% par rapport à son prix d'introduction en Bourse.

A l'inverse, les secteurs électricité & gaz (-1,34%), appareils électriques (-1,19%) et chimie (-1,16%) ont enregistré des performances assez décevantes. En outre, le groupe de semi-conducteurs **Tokyo Electron** (-4,35%) a été délaissé en raison des valeurs technologiques américaines en berne.

▶ MARCHES EMERGENTS

La **Banque centrale chinoise** (PBoC) a relevé ses taux d'intérêt sur les opérations d'*open market* et ses taux de repo inversé de cinq points de base. Cette hausse des taux est justifiée par un bon niveau de liquidités et fait suite au relèvement des taux par la Fed. La production industrielle a progressé de 6,1% en novembre, ce qui est un moindre mal compte tenu de l'effet négatif lié à la campagne pour la qualité de l'air en Chine, qui a été contrebalancé par de solides exportations (+12,3%). Les ventes de détail ont gagné 10,2% en octobre, dopées par les promotions sur Internet à l'occasion de la « journée des célibataires » du 11 novembre. L'indice des prix à la consommation (CPI) et l'indice des prix à la production et à l'importation (PPI) ont ralenti pour ressortir à respectivement 1,7% et 5,8% en novembre.

Tencent, sa filiale **Tencent Music Entertainment Group** (TME) et **Spotify** ont annoncé de façon conjointe des investissements en actions. En effet, TME et Spotify vont acquérir (montant non dévoilé) une participation minoritaire de façon réciproque via de nouvelles actions émises en échange d'espèces, tandis que Tencent investira dans Spotify via des achats secondaires. A la suite de ces opérations, Spotify détiendra une participation minoritaire dans TME, et Tencent et TME détiendront ensemble des participations minoritaires dans Spotify.



En **Inde**, les sondages réalisés à la sortie des urnes dans le Gujarat et dans l'Himachal Pradesh (HP) indiquent une victoire assez facile pour le BJP. C'est un signe encourageant pour l'administration Modi qui met en œuvre les réformes nécessaires pour le pays : la taxe sur les biens et services (GST) et la recapitalisation des banques publiques devraient porter leurs fruits à moyen terme. Les deux conseils d'administration de **HDFC** et **HDFC Bank** vont se réunir en vue d'une augmentation de capital sous la forme d'un placement institutionnel privé et/ou via des actions préférentielles. Ceci suggère que les participations croisées pourraient augmenter entre les deux entités.

Bank Indonesia a conservé son taux inchangé à 4,25%, ce qui témoigne de sa confiance à maintenir l'inflation au niveau de son objectif de 2,5/4,5%.

Au **Mexique**, la banque centrale a relevé son taux de 0,25 point de base à 7,25%. Malgré un discours plus ferme, la hausse a été inférieure aux attentes. L'inflation a été incompressible en raison d'une hausse à deux chiffres du salaire minimum, d'un marché du travail tendu, d'une baisse du peso et des spreads sur CDS bas. Néanmoins, selon le comité de politique monétaire, le principal risque sur le marché domestique demeure la renégociation des accords de l'ALENA.

Au **Brésil**, le gouvernement a reporté le vote sur la réforme des retraites à février, contre décembre initialement. **Qualicorp** a subi des dégagements en raison des éventuels changements de réglementation dans le secteur de la santé.

Au **Chili**, la banque centrale a laissé son taux inchangé à 2,5%. En **Argentine**, la réforme des retraites a également été reportée, mais le gouvernement a indiqué qu'il pourrait approuver la réforme par décret. Le taux de chômage a continué de baisser, même si la création d'emplois a ralenti.

Cette semaine, les prises de bénéfices ont été nombreuses sans aucune distinction parmi les valeurs ayant le plus progressé depuis le début de l'année. La hausse des valorisations conduit à une baisse de la tolérance face à des résultats inférieurs aux attentes. Cet "examen objectif" est sain et nécessaire afin d'éviter la formation d'une bulle. Cependant, la difficulté de cet exercice sera de différencier les sociétés qui s'échangent à des multiples élevés mais avec une croissance inférieure aux attentes de celles offrant toujours des perspectives de croissance élevées.

A terme, en **Chine**, nous anticipons un atterrissage en douceur de la croissance en raison de la campagne actuelle contre la pollution prévue entre décembre et le premier trimestre 2018, du resserrement de la politique monétaire par le gouvernement local, et des réductions des capacités excédentaires. Même si nous restons confiants à l'égard de la Chine pour 2018, il est selon nous peu probable que nous ayons le même niveau de performance du marché chinois à un horizon 12 mois.

En **Afrique du Sud**, nous serons particulièrement attentifs à l'issue de l'élection au sein de l'ANC qui pourrait changer la donne quant aux perspectives du pays.

▶ MATIERES PREMIERES

Si les prix du **pétrole** restent relativement inchangés au cours de la semaine, la volatilité n'en a pas moins été présente. Ainsi, l'annonce, en début de semaine, de la fermeture du système de pipeline du gisement de Forties en Mer du Nord a entraîné un point haut à 66 dollars le baril pour le Brent. Des fissures ont été découvertes sur ce pipeline qui transporte 450.000 barils par jour, ainsi que 800 Mcfd (*Million Cubic Feet per Day*) de gaz associé. L'impact est à la fois sur la taille significative de la production dans l'environnement actuel. Ce gisement, avec ceux de Brent, Oseberg et Ekofisk, participe à la formation du prix du Brent.



Cette fermeture devrait être temporaire, mais Ineos, qui gère le pipeline, n'est pour l'instant pas en mesure de donner une date de redémarrage et évoque une question de semaines plutôt que de jours. Cela contribuera à la réduction des stocks de brut.

Le récent rapport de l'AIE (Agence Internationale de l'Energie) fait ressortir une baisse de 40 millions de barils en octobre, réduisant le surplus à « seulement » 111 millions de barils (à comparer à plus de 350 millions de barils au point haut). Les trois grandes agences (AIE, EIA et OPEP), dans leurs rapports mensuels, ont toutes révisé à la hausse leurs attentes sur la croissance de la production non-OPEP (à environs +900.000 barils par jour), rendant davantage nécessaire la prolongation des coupes de production annoncées fin novembre. Le taux de respect des quotas, même s'il varie entre les OPEP et les non-OPEP, reste cependant sur un niveau élevé, et supérieur à 100% pour l'ensemble (OPEP 121%, non-OPEP 92%).

Le sondage bi-annuel de Barclays sur les intentions des sociétés en terme d'investissements dans l'amont pétrolier fait apparaître une hausse de +8% de ces dépenses pour 2018, après +4% en 2017. Cette hausse reste toutefois très modeste au regard de la baisse des années précédentes et des cycles précédents, et montre que la prudence est toujours de mise.

A noter également un rebond des **métaux** sur le LME, après des chiffres d'activité (importations, PMI, production industrielle, mises en chantier, dépenses d'infrastructures) qui attestent d'un redémarrage de l'économie en novembre, alors que le mois d'octobre avait été impacté par la tenue du Congrès du Parti. Si l'once d'**or** a été sous pression dans les jours précédant l'annonce de la 5^{ème} hausse de taux depuis le début du cycle, le risque lié au vote de la réforme fiscale aux Etats-Unis a permis un rebond du métal jaune.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché du crédit a été animé cette semaine par les annonces des banques centrales (Fed et BCE) et plusieurs histoires individuelles.

La BCE a confirmé sa politique de réduction progressive de ses achats d'obligations, comme précédemment annoncé, avec une extension dans le temps possible mais un changement des critères d'éligibilité des obligations *Senior Unsecured* émises par des institutions de crédit.

TEVA a annoncé un large plan de restructuration (25% de ses effectifs) afin de réduire ses coûts opérationnels de trois milliards et une suspension de son dividende.

Concernant **Swissport**, les investisseurs se sont inquiétés de la situation financière tendue de sa maison mère HNA et du renouvellement d'un prêt Interco qui aurait dû être remboursé avant la fin de l'année.

Sur le marché primaire, l'équipe de l'**Inter de Milan** a émis un *Bond* 5 ans de 300 millions d'euros à 4,875% de coupon afin de refinancer la dette logée dans sa filiale qui gère les droits sportifs et contrats de sponsoring.

CONVERTIBLES

Le marché primaire pour les obligations convertibles a été très atone avant la période des fêtes de fin d'année avec une seule nouvelle émission : une obligation de 125 millions de dollars à échéance 6 ans de la part du prestataire de services de transport américain à destination du secteur pétrolier et gazier, **Bristow Group**.



Dans l'actualité, **Steinhoff** fait toujours les gros titres. A la suite des événements de la semaine dernière, le groupe a annoncé qu'il allait revoir ses états financiers au titre de l'exercice 2016 en raison d'irrégularités comptables. Par ailleurs, le président et directeur général par intérim, Christophe Wiese, a démissionné du conseil de surveillance pour répondre aux préoccupations soulevées par un éventuel conflit d'intérêt. Dans ce contexte, les obligations convertibles Steinhoff s'échangent autour de 40-43 avant les négociations avec les banques prêteuses du groupe qui sont prévues le 19 décembre.

Le japonais **SBI Holdings** a enregistré une belle envolée cette semaine avec +18%, sa crypto-monnaie, le Ripple, dans lequel il détient une participation de 11%, ayant bondi de +213 %.

Achévé de rédiger le 15/12/2017



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