



FLASH MARCHÉS : « UNDER PRESSURE »

LE 16 FÉVRIER 2018

Sur les marchés

Le catalyseur de la semaine est venu du chiffre d'inflation CPI pour le mois de janvier aux Etats-Unis. Après la publication du chiffre de la croissance des salaires, plus forte que prévu, le CPI était très attendu par les investisseurs financiers, en raison des craintes de voir s'emballer les hausses de prix, et de la répercussion sur les taux à long-terme. Le marché a dans un premier temps sur-réagi à ce chiffre du CPI, faisant apparaître une hausse plus importante que prévu d'un mois sur l'autre (+0,5% contre +0,3% anticipé). Ceci n'a cependant pas entamé le rebond des actifs risqués, démontrant ainsi que la correction du début du mois était majoritairement « technique ». Même si le taux d'inflation total est ressorti stable à +2,1% en glissement annuel, une hausse surprise de l'inflation demeure l'inquiétude essentielle des investisseurs, au regard de la hausse des taux d'intérêts qui l'accompagnerait. Cette situation rend les marchés vulnérables en cas de signes d'affaiblissement de la croissance si les chiffres d'inflation restent orientés à la hausse.

Les statistiques des ventes au détail de janvier, publiées au même moment que celles de l'inflation, ont été décevantes (ralentissement de +5% à +3,9% en glissement annuel). C'est l'un des éléments qu'aura retenu le marché des changes mercredi, pesant ainsi largement sur le dollar. Le second élément est le creusement du déficit budgétaire du fait de l'annonce du plan de dépenses d'infrastructures de 200 milliards de dollars de l'administration Trump. La consommation aux Etats-Unis devrait néanmoins se maintenir au premier trimestre 2018 grâce à l'impact de la baisse de la fiscalité sur les ménages, mais une part importante de la croissance attendue devrait provenir de la composante investissement des entreprises. En zone euro, les PIB allemand et italien du 4^{ème} trimestre 2017 ont été publiés mercredi (respectivement à +2,9% sur un an et +1,6%), confirmant que la croissance accélère et se généralise. La montée en puissance de l'investissement est à ce titre un indicateur solide de la qualité et de la pérennité du cycle.

La période de publication des résultats du 4^{ème} trimestre 2017 arrive à son terme aux Etats-Unis et au Japon (respectivement 74% et 97% des sociétés ont publié). En Europe, la moitié des entreprises ont communiqué leurs résultats. La croissance des bénéfices par action atteint de 15 à 17% dans ces trois régions, les meilleurs chiffres depuis le 1^{er} trimestre 2017. La croissance des chiffres d'affaires est aussi au rendez-vous avec 8% de progression en moyenne. Aux Etats-Unis, les bénéfices par action sont en hausse de 15% (13% hors secteur de l'énergie), 10 secteurs sur 11 délivrant des croissances positives. En Europe, 54% des sociétés du Stoxx 600 battent le consensus des analystes, publiant des bénéfices en hausse de 17% (10% hors énergie). On observe le même phénomène dans ces deux zones : la vigueur de l'activité se reflète dans les publications des valeurs cycliques qui délivrent une croissance supérieure à celle des défensives.



Le mouvement de correction qu'ont connu les marchés mondiaux, qui a notamment ramené le S&P 500 sur sa moyenne mobile à 200 jours et le marché européen sur ses niveaux de janvier 2017, nous a permis de remonter le score des actions dans nos grilles d'allocation. Tout en maintenant notre préférence pour les actions européennes, les Etats-Unis, les émergents et le Japon voient ainsi leurs scores remonter d'un cran.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les marchés actions européens se sont repris sur fond de publications de résultats du quatrième trimestre de bonne facture. Le CAC a surperformé, bénéficiant des très bons résultats des entreprises françaises.

L'accélération de la croissance se confirme : la croissance moyenne au quatrième trimestre atteint à ce stade 5,5% contre 4,7% au troisième trimestre, qui représentait déjà le point haut depuis neuf mois. Les sociétés cycliques se démarquent, les secteurs à la pointe de l'accélération étant les biens d'équipement, la technologie, les semi-conducteurs ou encore les services aux entreprises. Les secteurs les plus défensifs comme les produits de base sont à la traîne.

L'euro a poursuivi sa remontée vers les 1,25, tandis que les taux continuent leur mouvement légèrement haussier sur fond de petits signes de reprise de l'inflation aux Etats-Unis.

Airbus est la vedette de la semaine. Le groupe a publié des résultats 2017 solides, avec un EBIT supérieur aux attentes, et surtout un *free cash flow* (FCF) largement supérieur. Ces bonnes performances sont liées aux livraisons très importantes au quatrième trimestre et aux effets de change favorables (dollar couvert). Le groupe annonce viser un EBITA 2018 en croissance de 20% et un FCF 2018 en ligne avec la performance affichée en 2017.

Capgemini n'est pas en reste, avec une nette accélération de la croissance organique au quatrième trimestre qui ressort à 5,6%, grâce à une croissance à deux chiffres aux Etats-Unis et en Europe. Le chiffre d'affaires a progressé de 4% au cours de l'année et les prises de commande sont fortes au quatrième trimestre. La marge opérationnelle a progressé de 20 points de base en 2017 à 11,7%. La génération de FCF a une nouvelle fois été bonne et devrait rester au-dessus du milliard d'euros en 2018.

Renault a également présenté des résultats meilleurs qu'attendu avec un EBIT à 3,85 milliards d'euros, soit une marge de 6,6%. Les économies sur les achats sont plus importantes qu'attendu et le groupe bénéficie aussi d'un meilleur *mix*. Le groupe vise un maintien de sa marge opérationnelle au-dessus de 6% en 2018. **EDF** a publié un chiffre d'affaires en ligne, l'EBITDA s'affichant légèrement au-dessus des attentes et l'EBIT bien au-dessus (5,6 milliards d'euros contre 5,1 attendus), en particulier grâce aux effets des réductions de coûts. Les objectifs 2018 sont également en ligne et donc rassurants. Le titre a néanmoins été affecté par sa potentielle mise en concurrence dans l'hydroélectrique en France.

Du côté des relatives déceptions, **Nestlé** a publié des chiffres 2017 qui font ressortir une croissance organique au quatrième trimestre inférieure aux attentes à +1,9% (versus +2,6% attendu). La croissance 2018 du chiffre d'affaires restera modeste à +2%/+4%, et la progression de la marge devrait être en ligne avec l'objectif de rehaussement donné pour 2020.

Concernant **L'Oréal**, la société a annoncé sa volonté de ne pas renouveler le pacte et de ne pas augmenter sa participation. **Crédit Agricole** a également quelque peu déçu le marché. Le résultat net hors éléments exceptionnels s'affiche à peine au-dessus des attentes.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Contre toute attente, les marchés américains enregistrent un net rebond après la publication des chiffres de l'inflation (CPI) en hausse de 2,1%. Le S&P 500 progresse de 5,8% et le Nasdaq de 7% au cours des cinq dernières séances. Les ventes au détail se sont contractées de 0,3%, contre une progression attendue de 0,2%.



L'indice Empire State manufacturier a affiché un recul inattendu à 13,1 en février contre des attentes à 18 et un niveau de 17,7 pour le mois précédent. Signe du retour de l'appétit pour le risque, le dollar a repris sa tendance baissière (-2,3% contre l'euro) et la volatilité s'est contractée, le VIX passant de 33 à 19.

L'inflation « core » témoigne d'une progression des prix à la consommation relativement contenue, à 1,8% (hors alimentaire et énergie). Bien qu'en légère progression par rapport à la moyenne de l'année dernière, ce niveau d'inflation est en ligne avec les niveaux connus depuis 2013. Les craintes du marché se fondaient sur l'idée que la Fed pouvait être en retard dans son cycle de resserrement monétaire, ce qui aurait entraîné mécaniquement un durcissement accéléré. Ce scénario ne se matérialise donc pas pour l'instant. Les chiffres du PPI (prix à la production) sont ressortis supérieurs aux anticipations (+2,2% contre +2% prévu), ce qui devrait doper l'indice PCE des dépenses de consommation personnelle, mais dans des proportions très raisonnables.

Donald Trump a dévoilé les grandes lignes de son budget, avec un doublement des déficits (984 milliards de dollars) par rapport à ses déclarations d'il y a un an. Le budget de l'environnement est lourdement réduit de 25%. La défense (+13%) et l'immigration sont en forte augmentation. Il est de coutume que le budget soit rejeté lors de sa première présentation au Congrès.

Les performances sectorielles ont été marquées par un fort regain d'intérêt pour les compartiments les plus cycliques : **technologie** (+9%), **financières** (+7%), **industrielles** (+6%) tandis que les valeurs d'**énergie** sont en hausse de seulement +1,8%.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Au cours de la première partie de la semaine, la Bourse de Tokyo est restée moribonde en raison de l'appréciation rapide du yen face au dollar américain.

Toutefois, les actions japonaises ont commencé à se stabiliser par la suite grâce à l'atténuation de la volatilité sur le marché américain et à un retour en grâce des valeurs survendues au point de devenir excessivement sous-évaluées. L'indice TOPIX a achevé la semaine en baisse de 0,73%.

Les secteurs autres produits (+2,42%), exploitation minière (+2,14%) et instruments de précision (+1,37%) ont surperformé, avec des rendements positifs à la clé. L'éditeur de jeux vidéo **Nintendo** (+5,79%) et **Sumitomo Metal Mining** (+8,6%) ont signé de belles performances. Le constructeur d'équipements pour la fabrication de semi-conducteurs **Tokyo Electron** a enregistré un vif rebond (+8,61%) après avoir dégagé son bénéfice le plus élevé depuis dix ans. En outre, le fabricant de cosmétiques **Shiseido** (+6,37%) a vu son cours de bourse grimper après de bonnes nouvelles faisant état de hausses de salaires probablement supérieures à 3% et **Otsuka Holdings** (+6,21%) s'est attiré les faveurs des investisseurs en raison de la croissance satisfaisante des ventes de l'un de ses nouveaux médicaments.

En revanche, les secteurs du transport maritime (-3,62%), du transport terrestre (-2,49%) et de l'électricité & gaz (-2,97%) n'ont pas réussi à rebondir cette semaine, avec une sous-performance à la clé. En outre, le secteur du matériel de transport (-3,04%) a été pénalisé par l'appréciation du yen. Les laboratoires pharmaceutiques tels que **Eisai** (-6,73%) et **Daiichi Sankyo Company** (-4,88%) figurent également parmi les perdants.

Par ailleurs, le gouvernement Abe a proposé à la Diète, le parlement japonais, de reconduire Haruhiko Kuroda à la tête de la Banque du Japon. Cette dernière devrait maintenir le cap de l'assouplissement monétaire pour s'assurer que l'inflation sous-jacente des prix à la consommation remonte vers son objectif de 2%, permettant ainsi à l'économie japonaise de sortir véritablement de la déflation.



▶ MARCHES EMERGENTS

Tirés par la **Chine**, les marchés émergents ont rebondi de 5,23% cette semaine. 385 millions de Chinois regagneront leur région d'origine à l'occasion des traditionnelles festivités du Nouvel An chinois. Les derniers chiffres du crédit mettent en évidence la détermination des autorités à mener à bien le désendettement : le financement social total supplémentaire s'est élevé à 3.060 milliards de renminbi (RMB) en janvier, légèrement en deçà de l'estimation du consensus (3.150 milliards RMB) en raison notamment du net déclin des circuits de financement parallèles (-91% sur un an). La forte croissance du crédit aux entreprises (+15% de nouveaux prêts en glissement annuel) a plusieurs explications :

- 1) Les grandes entreprises sont obligées de se détourner du marché obligataire au profit du crédit bancaire en raison de la hausse du rendement des obligations d'entreprises ;
- 2) Les PME et les sociétés non cotées s'adressent aux banques pour obtenir des financements en raison du resserrement des conditions pour les « trust loans » (prêts accordés aux entreprises par les sociétés fiduciaires) et les « entrusted loans » (prêts entre sociétés non financières intermédiés par le secteur bancaire) et autres titres de créance non standards.

Les valeurs Internet se sont une nouvelle fois illustrées en Chine : **Weibo** a fait état d'une croissance plus forte que prévu au quatrième trimestre 2017 (chiffre d'affaires et bénéfice par action en hausse de 77% et 87% respectivement en glissement annuel) et présente un potentiel de monétisation plus important à long terme. L'entreprise a également indiqué qu'elle tablait sur une croissance de son chiffre d'affaires comprise entre 68 et 73% en glissement annuel au premier trimestre 2018. **Baidu** a publié des résultats supérieurs aux attentes pour le quatrième trimestre 2017 (chiffre d'affaires en hausse de 29% sur un an) et table sur une croissance de son chiffre d'affaires comprise entre 25 et 32% en glissement annuel au premier trimestre 2018. Outre les progrès significatifs dans le domaine de l'intelligence artificielle et de la conduite autonome, les préparatifs en vue de

l'introduction en Bourse annoncée de sa filiale de streaming vidéo iQiyi constituent également un catalyseur à court terme.

En **Inde**, l'inflation globale des prix à la consommation a légèrement ralenti à +5,1% sur un an en janvier, contre +5,2% en décembre. L'inflation des produits alimentaires a fléchi à +4,7% sur un an, contre +5% en décembre car les prix de ces produits ont baissé dans l'intervalle et l'inflation sous-jacente (hors alimentation, carburant et logement) est restée stable à +4,3% sur un an en janvier. La croissance de la production industrielle a ralenti à +7,1% sur un an en décembre mais n'en demeure pas moins supérieure aux prévisions. L'assainissement du bilan des banques indiennes s'accélère : la banque centrale a fusionné les divers mécanismes de résolution, avec à la clé une procédure simplifiée, plus stricte en ce qui concerne la mise en oeuvre, la reconnaissance des créances douteuses et le montant (plus élevé) des provisions. Les banques devront comptabiliser des pertes exceptionnelles, ce qui fera baisser leur valeur comptable à court terme mais améliorera le rendement des capitaux propres (ROE) et leur rentabilité à plus long terme. Il s'agit d'un pas de géant dans la bonne direction, qui prépare les banques à l'adoption des normes comptables IFRS.

Airports of Thailand a fait état d'une forte croissance de ses bénéfices (+27% sur un an) et de son chiffre d'affaires (+16%) au dernier trimestre, ainsi que d'une croissance de 20% de son trafic passagers international.

Au **Brésil**, le compte-rendu de la réunion du comité de politique monétaire de la banque centrale était empreint d'un message conciliant, qui ne permet pas d'écarter totalement de nouvelles baisses de taux d'intérêt (le consensus s'attend à ce que le cycle d'assouplissement prenne fin en mars ; les taux directeurs resteraient alors à 6,75%). En **Argentine**, la banque centrale a laissé ses taux d'intérêt inchangés. Au **Mexique**, **AMX** a publié des résultats satisfaisants grâce à un accroissement de sa marge EBITDA au Mexique et à la hausse de son chiffre d'affaires au Brésil.



En **Afrique du Sud**, le président Jacob Zuma a démissionné. Il a été remplacé par Cyril Ramaphosa. Il s'agit à nos yeux d'une bonne nouvelle, qui conforte le programme de réformes.

Nous restons optimistes à l'égard des marchés émergents.

▶ MATIERES PREMIERES

La hausse des prix du **pétrole** de 65 à 70 dollars le baril (référence Brent) depuis le mois de décembre était exagérée et davantage liée à un positionnement acheteur des traders historiquement élevé, tirant profit d'une courbe des futures favorable (*backwardation* ou déport). La correction récente, de 70 à 61 dollars le baril en six séances, la plus forte baisse hebdomadaire en deux ans, est tout autant exagérée, et est cette fois-ci tirée par un retour de l'aversion au risque suite aux craintes entourant l'inflation américaine. Après le rebond de ces derniers jours, le marché est maintenant revenu à un niveau de 65 dollars le baril, davantage en phase avec la réalité des fondamentaux. Ceux-ci ont en effet vu une contraction supplémentaire des stocks de pétrole, tels que mesurés par l'Agence Internationale de l'Energie (AIE) dans son dernier rapport mensuel. Après avoir baissé de 55,6 millions de barils en décembre, la plus forte baisse mensuelle depuis février 2011, et de 156 millions de barils sur l'ensemble de l'année 2017, les stocks OCDE sont maintenant de 2.851 millions de barils, seulement 52 millions de barils au-dessus de la fameuse « moyenne à 5 ans », à savoir l'objectif annoncé de l'OPEP et de ses alliés non-OPEP.

La question peut dès lors se poser du « et après ? », est-ce la fin de l'accord OPEP ? Tout d'abord, il convient de rappeler que dès le mois de mars, l'industrie du raffinage entre dans sa période de maintenance, qui sous-entend une hausse saisonnière des stocks de pétrole et une baisse des stocks de produits pétroliers. Ensuite, les chiffres récents de la production américaine font ressortir une ré-accelération de la croissance.

Le dernier *Drilling Productivity Report* montre une dernière production connue de 6,54 millions de barils par jour pour novembre 2017 et une estimation de 6,757 millions de barils par jour pour mars 2018 pour les productions de pétrole de schiste. A ce rythme-là, il est probable que l'ensemble de la production américaine dépasse prochainement les productions russes et d'Arabie Saoudite. L'AIE a ainsi révisé à la hausse (de +250.000 barils par jour) son estimation de croissance de la production hors-OPEP pour 2018 à +1,4 million de barils par jour. Autant de raisons qui vont conduire les pays OPEP à rester disciplinés dans les coupes de production. La bonne nouvelle réside dans une demande mondiale vigoureuse, également révisée à la hausse et attendue en croissance de +1,59 million de barils par jour. La demande indienne est ainsi ressortie en hausse de 10% en janvier.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Encore une semaine marquée par la volatilité sur le marché du crédit, avec un indice Xover oscillant entre 260 et 280 selon les jours et les heures. Le marché s'est concentré sur les chiffres d'inflation aux Etats-Unis. Nous avons vu une accélération des flux vendeurs de la part des ETF crédit mais aussi dans les fonds *High Yield retail*.

La société de télécoms danoise **TDC** s'est fait racheter pour 5,5 milliards d'euros (8.0x EBITDA) par un consortium regroupant le fonds Macquarie et trois fonds de pension danois. La société française **Solocal** a suspendu son cours de Bourse pendant 48h puis a annoncé un nouveau plan stratégique incluant un PSE de 1.000 personnes. **Rabobank** a publié des résultats satisfaisants avec une hausse attendue de ses RWA ('risk weighted assets') de 30 à 35%. **Bombardier** ou encore **Faurecia** ont publié de bons résultats au titre de 2017, en ligne ou supérieurs aux attentes.

Aucune émission primaire dans ce marché volatile.



CONVERTIBLES

Les trimestres se suivent et se ressemblent pour **Ubisoft**, qui s'est adjugé près de 8% après avoir publié des résultats supérieurs aux attentes pour le troisième trimestre. L'éditeur de jeux vidéo a fait état d'un chiffre d'affaires de 725 millions d'euros, porté par la forte hausse du « Player Recurring Investment » (PRI) : +93% sur un an grâce au succès rencontré par les jeux de la franchise Tom Clancy. La direction a également maintenu ses objectifs pour les exercices 2018 et 2019. **Gedeon Richter** a publié ses résultats relatifs au quatrième trimestre : le chiffre d'affaires et l'EBIT se sont avérés conformes aux estimations du consensus. Toutefois, le bénéfice net s'est avéré décevant, sans oublier une certaine incertitude concernant l'Esmya (les initiations de traitements sont suspendues jusqu'en mai 2018 dans l'attente des résultats de la réévaluation du rapport bénéfice/risque du médicament par l'Agence européenne des médicaments).

Yandex, le concurrent russe de Google, a réservé une bonne surprise aux investisseurs en revoyant à la hausse son estimation de croissance du chiffre d'affaires en 2018, dans une fourchette de 25 à 30%, grâce à sa coentreprise avec Uber. Le titre a bondi de 7,9% dans le sillage de ces résultats.

Aux États-Unis, **Neurocrine Biosciences** a fait un point sur son traitement contre la maladie de Parkinson, l'opicapone : la demande d'autorisation de mise sur le marché auprès de la FDA sera déposée plus tôt que prévu, la FDA ayant estimé qu'un nouvel essai clinique de phase 3 sur le sol américain n'était pas nécessaire.

En Asie, malgré la fermeture des principales places financières après les festivités du Nouvel An chinois, le promoteur immobilier philippin **Ayala Land** a annoncé une forte croissance (+21%) de son bénéfice net en 2017, essentiellement liée à la bonne tenue de ses opérations (les ventes de biens immobiliers ont augmenté de 13% en 2017, contre seulement 3% en 2016).

Enfin, au Japon, l'électricien **Kyushu Electric Power** a enregistré un vif rebond de son cours de bourse, entraînant dans son sillage d'autres producteurs d'électricité, après avoir annoncé l'amorce du processus de redémarrage du réacteur numéro 3 de sa centrale nucléaire de Genkai.

Achévé de rédiger le 16/02/2018



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