



FLASH MARCHÉS : POURSUITE DU MOUVEMENT DE BAISSSE DU DOLLAR

LE 19 JANVIER 2018

Sur les marchés

Portée par la vague d'optimisme sur les perspectives de croissance et d'inflation, la poursuite du mouvement de remontée des taux souverains et de baisse du dollar constitue l'un des traits marquants de cette semaine. Les signes en faveur d'un redémarrage de l'inflation dans les économies développées se renforcent. Outre le fait que le baril de Brent est passé au-dessus de 70 dollars, touchant un plus haut depuis décembre 2014, l'inflation sous-jacente est repartie à la hausse depuis quelques mois des deux côtés de l'Atlantique. Ainsi, depuis le vote de la réforme fiscale aux Etats-Unis et le fort rebond des cours du pétrole, l'appréciation des taux américains semble justifiée mais l'absence de réaction du dollar soulève des questions. En dépit de la force de la conjoncture américaine, le dollar recule depuis un an face à toutes les devises du G10, de la zone Asie et de la zone Amérique Latine, à l'exception du peso mexicain.

Il existe plusieurs pistes d'explication à cette baisse généralisée du dollar :

- Primo, c'est bien la Fed qui est jusqu'à présent parvenue à insensibiliser les investisseurs à ses remontées de taux, en ne touchant pas à ses prévisions d'inflation ou de taux directeurs en décembre dernier, et ce, malgré la révision d'un cran de ses attentes en termes de croissance.
- Deuxièmement, en zone euro ou au Japon, l'amélioration des perspectives du couple croissance/inflation a soutenu les anticipations d'une accélération de la normalisation des taux directeurs, ceci impactant directement la partie courte de la courbe des taux de la zone euro. Ainsi, en partant de l'hypothèse d'une position dans le cycle des Etats-Unis bien plus avancée que l'Europe ou le Japon, le « pricing » des marchés laisse penser que le différentiel de politique monétaire avec les Etats-Unis, qui avait atteint des sommets, ira vraisemblablement en déclinant.

Selon nous, les investisseurs pourraient sous-estimer le potentiel de resserrement supplémentaire de la Fed comme en témoignent les derniers propos de William Dudley (Président de la Fed de New York). D'autre part, la vitesse et l'ampleur du mouvement de baisse du dollar sont trop importants. Il nous semble que la BCE voudra calmer le jeu sur l'euro comme le suggèrent d'ores et déjà les récents propos de certains membres du conseil des gouverneurs tels que Ewald Nowotny, Jens Weidmann et le gouverneur de la Banque de France.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les chiffres définitifs de l'inflation dans la zone euro en décembre sont ressortis à +1,5% en rythme annuel.

Des signes de la BCE laissent supposer que la politique monétaire restera accommodante tant que les 2% d'inflation ne seront pas atteints.



Le secteur technologique, tiré par les semi-conducteurs, a surperformé après les excellents chiffres d'**ASML** qui s'affiche en forte hausse, entraînant **STM** et **Infineon** dans son sillage. Les médias (**ProSiebenSat1**, **Publicis**) ont profité de la décision de **Facebook** de limiter la publicité sur son site, ce qui pourrait favoriser les supports classiques.

Côté valeurs, **BASF** a publié des résultats préliminaires 2017 supérieurs aux attentes, contribuant à la surperformance du DAX. Les valeurs exposées au projet du Grand Paris (**Vinci**, **Eiffage**) s'affichent également en hausse au cours de la semaine dans la perspective des annonces du gouvernement. **EDF** a profité de la perspective d'une hausse des tarifs réglementés, suite à la recommandation de la Commission de Régulation de l'Energie.

Alstom a pour sa part dévoilé une progression plus forte qu'attendu des commandes et une croissance organique des ventes à +8% (au-dessus du rythme de croisière fixé à +5% par an). Les objectifs 2020 sont confirmés et la fusion avec Siemens est prévue fin 2018. **Rémy Cointreau** a publié des ventes au titre du troisième trimestre légèrement supérieures aux attentes, tirées une fois de plus par la division Cognac. Les constructeurs automobiles ont dévoilé leurs chiffres d'immatriculations pour 2017. Notons que **Renault** a enregistré des ventes record sur la période et devient le plus grand constructeur mondial. L'internationalisation du groupe est le principal levier de cette performance.

Du côté des transformations d'entreprises, la Commission européenne a autorisé **Qualcomm** à racheter **NXP Semiconductors**. Le fonds activiste **Cevian** s'est renforcé dans **thyssenkrupp** (18% du capital) intensifiant sa pression pour une nouvelle organisation du conglomérat (déconsolidation de l'acier). **Rolls Royce** a annoncé une restructuration et la cession probable de l'activité marine. **Siemens** a été soutenu par l'annonce de la prochaine introduction en Bourse de la division santé. **Continental** envisagerait de se scinder en trois divisions (pneus/powertrain/châssis-intérieur-véhicule autonome) avec une introduction en Bourse d'une minorité du capital des deux premières.

FCA a évoqué le *spin-off* d'ici à la fin de l'année de **Magneti Marelli**. Enfin, **Nestlé** a annoncé la cession de ses activités de confiserie aux Etats-Unis au groupe italien **Ferrero**.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Les marchés américains finissent relativement inchangés au cours d'une semaine écourtée à la faveur du Martin Luther King's day. Sur le plan économique, hormis la faiblesse continue du dollar, il n'y a pas eu d'indicateurs majeurs. Les démarrages de chantiers et les dépôts de permis de construire envoient des signaux contradictoires (bonne tenue des dépôts de permis, moindres démarrages). Dans l'ensemble, l'*Empire manufacturing index* est en ligne avec les attentes : si l'estimation du mois de janvier ressort à 17,7 contre 19 attendu, les chiffres du mois précédent ont cependant été révisés à la hausse.

Coté entreprises, la saison de publications trimestrielles a vraiment débuté avec **Citigroup**, **JPMorgan** et **Bank of America** affichant des résultats solides hors exceptionnels, portés par l'environnement économique. L'activité banque de détail reste bien orientée avec une croissance des crédits et des défauts qui reste peu élevée. A contrario, le segment de la banque d'investissement a souffert dans un contexte de volatilité faible et a particulièrement affecté les résultats de **Goldman Sachs**. Au sein des valeurs technologiques, **IBM** a renoué modestement avec la croissance après plusieurs années de déclin et de restructuration.

Au cours des cinq derniers jours ouvrés, les secteurs de la santé et de la consommation discrétionnaire signent les plus fortes hausses. Le secteur immobilier et les services publics continuent leur repli.

▶ ACTIONS JAPONAISES

La Bourse de Tokyo a fait du surplace cette semaine avec une actualité défavorable, marquée notamment par un plongeon du cours du Bitcoin et l'appréciation du yen.



Les participants au marché étaient également anxieux face à un possible léger ajustement de l'assouplissement monétaire de la Banque du Japon et des taux de change du yen mais la perspective d'une solide croissance des bénéfices a permis aux actions de bien résister. L'indice TOPIX a achevé la semaine en hausse de 0,03%.

Produits en caoutchouc (+2,29%), appareils électriques (+2,12%), autres produits (+1,77%), produits métalliques (+2,35%) et instruments de précision (+0,77%) ont été les secteurs les plus performants au cours de la semaine. En ce qui concerne les valeurs en portefeuille, **Keyence**, **Mitsubishi Electric** et **Nidec** se sont adjugés respectivement 7,51%, 5,98% et 5,67%. L'accélération de la croissance des bénéfices de ces célèbres groupes industriels a suscité l'intérêt des investisseurs étrangers.

En revanche, les secteurs qui, à l'instar de la sidérurgie (-5,48%), des produits du pétrole et du charbon (-3,7%) et des métaux non ferreux (-2,77%), avaient jusqu'ici enregistré un rebond après être restés à la traîne ont fini la semaine dans le rouge. **Nippon Steel & Sumitomo Metal** (-6,28%), **JFE Holdings** (-5,64%) et **Sumitomo Metal & Mining** (-4,96%) ont fait face à une pression vendeuse liée à des prises de bénéfices. Les secteurs du transport aérien (-2,619%) et du transport maritime (-1,77%) ont également sous-performé.

▶ MARCHES EMERGENTS

En **Inde**, l'actualité a notamment été marquée par des rumeurs selon lesquelles le ministre des finances envisagerait de relever le plafond des investissements directs à l'étranger (IDE) dans le secteur bancaire, de 74 à 100% pour les banques privées et de 20 à 49% pour les banques publiques. Si cette information se confirme, cela aboutira à une hausse significative du poids de l'Inde dans l'indice MSCI Emerging Markets. Les sociétés informatiques indiennes ont une nouvelle fois publié de mauvais résultats (-0,3% sur un an pour **Infosys** et -0,8% pour **TCS**) en raison d'une demande toujours atone de la part du secteur de la banque et des services financiers.

Le cimentier **Ultratech** a dévoilé des résultats inférieurs aux attentes en raison de la chute de ses prix de vente (-23%), qui devrait toutefois s'atténuer. Grâce à l'instauration de la taxe sur les biens et services et au positionnement plus haut de gamme de ses produits, **Hindustan Unilever** a annoncé de très bons résultats, en hausse de 28% sur un an. Les banques du secteur privé ont une nouvelle fois publié de très bons résultats (+20% pour **HDFC Bank**, +24% pour **Indusind Bank** et +22% pour **Yes Bank**) et fait état d'une stabilité de la qualité de leurs actifs. Dans le domaine de l'industrie, **Adani Ports** a publié des résultats satisfaisants, avec un bénéfice d'exploitation en hausse de 18%.

En **Chine**, la banque centrale a annoncé en septembre dernier une réduction de 50 points de base du coefficient de réserves obligatoires ciblée sur les banques dont au moins 1,5% de leur encours de prêts ou du montant net de leurs nouveaux prêts a trait à la « finance inclusive ». Cette mesure entrera en vigueur le 25 janvier. Les ventes au détail sont ressorties en hausse de 9,4% sur un an en décembre, un taux inférieur aux prévisions (10,2%). A **Taiwan**, **TSMC** a revu à la hausse son estimation de chiffre d'affaires, dans une fourchette de +10% à +15% supérieure à celle visée à long terme (+5% à +10%) grâce à l'essor de l'intelligence artificielle, du minage de crypto-monnaies (pour s'assurer du bon fonctionnement des transactions) et de l'Internet des objets. La marge d'exploitation au quatrième trimestre 2017 (39,2%) s'est avérée meilleure que prévu (38,5%). La banque de **Corée** a relevé de 2,9% à 3% sa prévision de croissance du PIB en 2018. Elle a néanmoins maintenu son taux directeur actuel à 1,5% car la pression inflationniste demeure modeste.

Les banques thaïlandaises ont une nouvelle fois publié de mauvais résultats : -3,8% pour **Bangkok Bank**, qui a fait état d'une faible croissance du crédit, -9,4% pour **Siam Commercial Bank** et -44% pour **Kasikornbank** qui a fait état d'une hausse de ses provisions. En **Indonésie**, les ventes de véhicules d'**Astra International** sont ressorties en baisse de 20% sur un an au quatrième trimestre.



La Banque d'Indonésie a laissé comme prévu son taux directeur inchangé à 4,25%. La croissance du crédit demeure poussive (+8%).

En **Argentine**, le déficit budgétaire primaire en 2017 est ressorti à 3,9% du PIB, un niveau inférieur à l'objectif officiel de 4,2%.

Nous restons optimistes à l'égard des marchés émergents, avec une préférence pour la Chine, le Brésil et l'Argentine.

▶ MATIERES PREMIERES

Après huit semaines de hausse consécutives, les **prix du pétrole** ont consolidé, autour des 68-69 dollars le baril pour le Brent et 64 dollars pour le WTI cette semaine. La principale raison de cette consolidation est liée à la reprise de l'activité de forage aux Etats-Unis, avec une hausse de 10 rigs la semaine dernière, la première depuis quatre semaines. Cette hausse est tout de même à relativiser car l'activité avait été impactée par la vague de froid qui a touché les Etats-Unis ces dernières semaines. Néanmoins, la hausse récente du pétrole (WTI au-dessus des 60 dollars le baril) devrait inciter les producteurs américains à reprendre l'activité. Dans son 'drilling productivity report', l'Agence d'Information sur l'Energie prévoit d'ailleurs une hausse de la production de pétrole de schiste de 111.000 barils par jour en février à 6,55 millions de barils par jour. Les publications du quatrième trimestre et les annonces des perspectives des sociétés d'Exploration et Production des prochaines semaines devraient apporter des éléments de clarification. Si discipline il y a, les prix du pétrole devraient se tenir sur les niveaux de 65 dollars pour le Brent.

Donald Trump a finalement étendu la levée des sanctions contre l'Iran « une dernière fois » tout en prévenant les signataires européens que « c'est la dernière chance » qui leur est donnée pour renforcer les sanctions contre Téhéran et son supposé programme nucléaire. Néanmoins, les fondamentaux restent toujours bien orientés.

Selon les données du département de l'énergie aux Etats-Unis, les stocks ont continué de baisser (-6,9 millions de barils pour le brut uniquement, -7,2 millions de barils en incluant les produits) la semaine dernière.

Le deuxième plus gros producteur de **lithium** au monde, **SQM**, est enfin arrivé à un accord sur l'extension de sa licence avec le régulateur chilien. L'accord prévoit l'autorisation d'étendre sa production annuelle à 216.000 tonnes sur 13 ans à comparer avec une capacité de 63.000 tonnes annuelle. L'obtention de cet accord a engendré une forte correction du secteur, le marché s'inquiétant d'une correction des prix du lithium. Nous pensons que cette nouvelle est à relativiser car 1/ SQM devra clarifier ses intentions en termes d'augmentation de production 2/ cette extension de capacité maximum est conditionnée à de lourds investissements (un milliard de dollars) 3/ et des temps de construction longs : trois ans pour construire une usine de purification et 12-18 mois pour produire la solution ; soit un impact sur l'offre prévu pas avant 2021/2022. Nous restons constructifs sur les prix du lithium à court terme.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché du crédit continue de se resserrer en Europe, soutenu par l'absence de volumes de nouvelles émissions trop importants.

Concernant les nouvelles de notre couverture, nous notons l'alerte sur résultats de deux distributeurs alimentaires, **Carrefour** et **Casino**. Carrefour a publié un chiffre d'affaires au titre du quatrième trimestre un peu supérieur aux attentes, mais a de nouveau révisé à la baisse sa *guidance* d'Ebit 2017. Casino a indiqué s'attendre à une progression de l'ordre de 20% de son Ebit consolidé en 2017 (vs. supérieure à 20% auparavant) et a révisé à la baisse sa *guidance* pour la France où il attend désormais une progression de son Ebit de plus 10% (contre une prévision initiale de plus de 15%).



De plus, Moody's a finalement dégradé la notation de **Teva** de Baa3 à Ba2. L'émetteur a dorénavant ses deux pieds en High Yield. En revanche, la perspective stable limite le risque d'une nouvelle dégradation à court terme. S&P a placé le rating B+ d'**Altice NV** et de ses filiales sous surveillance négative. **AG2R LA MONDIALE** et le **Groupe Matmut** ont dévoilé plus précisément leur projet de rapprochement annoncé fin 2017 et qui pourrait être effectif au 1er janvier 2019.

La deuxième opération intervenue aux États-Unis est le fait du fabricant de produits destinés à la construction **Patrick Industries**, qui a émis pour 150 millions de dollars d'obligations convertibles à cinq ans, assorties d'un coupon de 1%, afin de financer des acquisitions et des investissements.

Achévé de rédiger le 19/01/2018

CONVERTIBLES

Six nouvelles émissions ont eu lieu cette semaine. En Europe, la compagnie aurifère russe **Polyus** a annoncé l'émission de 250 millions de dollars d'obligations convertibles à trois ans assorties d'un coupon de 0,5 à 1%, dont le produit servira au refinancement de sa dette.

En Chine, le promoteur immobilier **Country Garden** a fait appel au marché avec une très importante émission (15,6 milliards de dollars de Hong Kong) d'obligations convertibles sans coupon à un an, qui lui permettra de rembourser sa dette et de financer son besoin en fonds de roulement. Autre émission en Asie : **Khazanah**, le fonds souverain de la Malaisie (un habitué du marché des obligations convertibles), a émis pour 320 millions de dollars d'obligations sans coupon à 5 ans, échangeables en actions de **CITIC Securities**, une société de courtage chinoise cotée à Hong Kong. Le produit de cette émission lui permettra de financer son besoin en fonds de roulement. La troisième opération en Asie est à mettre l'actif de la holding **Canopus International**, qui a émis pour 200 millions de dollars d'obligations sans coupon à un an, échangeables en actions du groupe chimique thaïlandais **Indorama Ventures**.

Aux États-Unis, le prestataire de services cloud **Nutanix** a émis pour 500 millions de dollars d'obligations convertibles sans coupon à cinq ans pour financer son besoin en fonds de roulement, ses investissements et d'éventuelles acquisitions.



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