



FLASH MARCHÉS : LES INVESTISSEURS APPUIENT SUR PAUSE

LE 13 JANVIER 2017

Sur les marchés

S'il est indéniable que la conjoncture économique reste actuellement dynamique, les marchés semblent marquer le pas, montrant certains signes de pause dans la thématique liée à la reflation, celle-ci ayant été initiée depuis un peu plus de six mois. Du côté des chiffres d'activité, notons l'envolée de l'indice NFIB - mesure de l'optimisme des petites entreprises américaines - qui atteint un niveau inégalé depuis plus de dix ans. C'est de loin la plus forte progression mensuelle jamais enregistrée. Si l'embellie est visible sur toutes les composantes de l'enquête, la hausse la plus forte concerne l'activité future. Il reste à voir si cet enthousiasme se traduira en actions concrètes, auquel cas une accélération de l'activité des PME est à attendre rapidement. En Europe, c'est le chiffre de la croissance allemande sur 2016 qui a marqué les esprits. A 1,9%, il a légèrement dépassé les attentes et atteint son plus haut niveau depuis cinq ans. Les chiffres de balance commerciale chinoise tranchent toutefois avec la bonne tenue des chiffres économiques dans les pays développés.

Cette poursuite de l'amélioration des indicateurs d'activité n'a pas empêché la stabilisation des indices mondiaux et une légère correction des actions européennes et japonaises, le Stoxx 50 et le Nikkei cédant respectivement 1% et 1,64% sur la semaine. La rotation sectorielle marque aussi le pas puisque ce sont les bancaires et l'automobile qui pèsent sur les indices durant cette période. La conférence de presse de Donald Trump n'a d'ailleurs pas changé la tendance à la consolidation après les mouvements importants enregistrés depuis son élection début novembre. Cette consolidation trouve aussi une explication dans le positionnement des marchés, où tout est allé très vite depuis quelques mois, aussi vite que les remontées d'estimations macroéconomiques. Les positions vendeuses sur les contrats à terme obligataires américains sont à des niveaux records, les positions longues nettes sur le pétrole sont proches des plus hauts historiques tandis que les positions vendeuses sur le yen sont à des niveaux élevés. Il n'est donc pas étonnant d'observer une phase de respiration au sein du cycle de marché.

Jusqu'à présent, les marchés actions résistent bien en comparaison des autres mouvements de marchés. Car, depuis quelques semaines, le dollar cède du terrain, les courbes de taux ont eu tendance à corriger leur mouvement de pentification et les taux d'intérêt ont significativement baissé, tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Dans cet environnement, nous demeurons confiants concernant le potentiel des actions. En termes d'allocation géographique, la zone euro devrait poursuivre son rattrapage, favorisée par de bons fondamentaux (des attentes de résultats en hausse et réalistes, des valorisations attractives et une zone sous-pondérée par les investisseurs internationaux). Nous avons renforcé les actions japonaises sur la semaine, suite à la correction. Sur les marchés obligataires, nous demeurons neutres en duration sur les taux américains et positifs sur les obligations indexées sur l'inflation européenne et la position intermédiaire de la courbe européenne. A noter que nous conservons notre exposition sur la dette grecque alors que nous avons allégé nos positions sur le deux ans allemand.



▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les marchés européens consolident au cours de cette deuxième semaine de janvier, dans des volumes qui restent modérés et dans un contexte de prix du baril de pétrole qui rebaisse légèrement. Par secteur, les valeurs financières sont un peu attaquées, de même que l'automobile et la pharmacie suite aux critiques de Donald Trump adressées contre la politique des prix pratiquée par les laboratoires.

Dans l'automobile, alors que **Volkswagen** s'est mis d'accord avec les autorités américaines sur un montant d'amende de 4,3 milliards de dollars, c'est au tour de **Fiat** d'être impliqué dans un scandale de triches aux émissions concernant ses véhicules diesel vendus aux Etats-Unis, entraînant un fort plongeon du titre. A l'inverse, le secteur du luxe est favorisé cette semaine par les chiffres publiés par **Richemont**, démontrant une très forte inflexion de croissance organique au 3^e trimestre (à +5%) sur ses ventes de joaillerie en Asie (surtout en Chine).

Dans la distribution, la publication de **Metro** pour le premier trimestre (octobre-décembre 2016) est un peu décevante. Les marges du groupe pourraient se retrouver sous pression. **Marks and Spencer** publie un chiffre d'affaires supérieur aux attentes à +2,3%. Dans l'industrie, **Airbus** profite d'une commande de 3,8 milliards de dollars auprès de la société américaine Aviation Capital Group. **Cobham** abaisse ses prévisions de résultats à 245 millions de livres (par rapport à 255-275 millions de livres prévus auparavant) et n'anticipe pas de distribution de dividendes, entraînant une forte baisse du titre.

Du côté du M&A, **Ipsen** rachète un laboratoire de biotechnologie américain spécialisé dans l'oncologie et le traitement du cancer du pancréas. **L'Oréal** achète trois marques de cosmétiques à **Valeant** sur la base de ratios élevés (8X le CA). Les discussions autour du rachat d'**Actelion** par **Johnson & Johnson** semblent progresser. Un accord sur le prix aurait été trouvé (information non encore confirmée à ce stade).

▶ ACTIONS AMERICAINES

Les marchés actions américains sont restés relativement inchangés au cours d'une semaine marquée sur le plan politique par la première conférence de presse de Donald Trump et sur le plan de la politique monétaire par l'intervention de Janet Yellen. Le futur président a passé la majeure partie du temps à répondre à des questions personnelles, notamment concernant les rumeurs d'une vidéo compromettante réalisée en Russie en 2013 et la gestion des conflits d'intérêts latents entre son activité économique et son rôle politique.

Lors de son intervention, Janet Yellen s'est exprimée quant à l'actuel environnement économique américain et estime qu'aucun obstacle ne devrait perturber sa solidité à court-terme. Ainsi, elle déclare que « le taux de chômage est historiquement bas, le marché du travail est solide et la croissance des salaires commence à repartir », tandis que « l'inflation a décollé de son plus bas niveau et ressort actuellement juste en dessous de l'objectif fixé par la Fed à 2% ».

Du côté des entreprises, le secteur de la **santé** a souffert de l'incertitude créée par l'intérêt croissant des Républicains pour la refonte de l'Affordable Care Act et les récents propos du président Trump à l'encontre du secteur pharmaceutique, estimant que le prix des médicaments devait être plus concurrentiel et que la production devait avoir lieu davantage aux Etats-Unis. Une opération financière a été annoncée dans le secteur. **Ariad Pharmaceuticals**, spécialisée dans la recherche contre le cancer, a annoncé son rachat par l'entreprise pharmaceutique japonaise **Takeda Pharmaceutical**. L'offre valorise la société à environ 5,2 milliards de dollars, soit une prime de plus de 70% par rapport à son dernier cours de clôture.

Concernant le secteur automobile, l'EPA, le régulateur du secteur, a annoncé une enquête sur les pratiques de **Fiat Chrysler** et la possibilité d'une approche similaire à celle de Volkswagen pour truquer les résultats des tests d'émissions des moteurs diesels.



Au cours de la semaine, le secteur des matériaux et la consommation discrétionnaire signent les meilleures performances. A l'opposé du spectre, l'immobilier et l'énergie enregistrent les plus fortes baisses.

▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a cédé 1,3% après un bon démarrage la semaine dernière. Les marchés actions nippons se sont montrés attentistes avec le mouvement du yen, tandis que les anticipations d'une révision en hausse des résultats des entreprises et le bénéfice de la stabilité politique ont continué d'attirer les investisseurs sur le marché. Les prévisions des analystes pour les perspectives de résultats des entreprises nippones, qui ont été relevées dans un contexte de recul du yen passant de 100 à 110, ont également soutenu le sentiment du marché. Cependant, cette semaine, les commentaires du Président élu Donald Trump sur le grand constructeur automobile japonais ont provoqué la prudence des investisseurs.

Le grand gagnant est le secteur des produits pétroliers et gaziers (+1,5%), tandis que celui de l'assurance est le grand perdant depuis deux semaines avec une baisse de -3,7%.

Toyota a perdu 2,9% à la suite des attaques sur Twitter de Donald Trump concernant son projet de construire de nouvelles usines au Mexique. Le PDG a annoncé un investissement de 10 milliards de dollars sur cinq ans, peu après son commentaire.

SoftBank Group, qui a dévoilé son projet visant à investir 50 milliards de dollars et créer 50.000 emplois aux Etats-Unis, a bondi de 3,4%. Début décembre, le PDG s'est entretenu rapidement avec Donald Trump.

▶ MARCHES EMERGENTS

Les actions émergentes ont progressé pour atteindre un plus-haut sur deux mois, tirées par de bonnes performances en Russie, au Brésil, en Chine (Bourse de Hong Kong), en Inde et au Chili. Les **actions coréennes** ont réalisé un beau parcours et ont atteint

un plus-haut depuis juillet 2015 après que **Samsung Electronics** a atteint un nouveau plus-haut historique. Les actions taïwanaises ont gagné 0,7% atteignant un plus-haut depuis juin 2015 et les actions russes libellées en dollars ont bondi de 2,1% d'une semaine sur l'autre.

L'information majeure cette semaine a été la décision à l'unanimité du Comité de politique monétaire de la **banque centrale brésilienne**, connu sous l'acronyme COPOM, de baisser fortement ses taux d'intérêt, à savoir le taux directeur Selic, de 75 points de base, pour ressortir à 13%. Les deux précédentes baisses des taux par la banque dans ce contexte d'assouplissement étaient d'un quart de point chacune. L'accélération de l'assouplissement de la politique monétaire devrait être bien accueillie, les sorties de capitaux devraient être limitées tant que les rendements restent élevés et attrayants. De nouvelles baisses sont attendues cette année.

En **Inde**, la baisse de l'inflation se poursuit pour atteindre 3,4% en décembre, soit presque un plus-bas depuis deux ans. La production industrielle a rebondi grâce à un faible effet de base, pas encore totalement convaincant mais au moins stabilisant. Les résultats du fournisseur indien de services informatiques, **TCS**, ont été un peu meilleurs que prévu avec une croissance du bénéfice par action de 10,9% en glissement annuel pour un chiffre d'affaires en hausse de 8%. Les marges devraient encore s'améliorer, pour atteindre 30% contre 29,1% l'an dernier.

L'idée persistante selon laquelle Donald Trump mènerait une politique moins dure que le Président Obama, et les espoirs d'un assouplissement des sanctions occidentales imposées à Moscou lors de la crise en Ukraine, sont autant d'éléments qui soutiennent les prix des **actifs russes**.

En **Chine**, l'inflation sur les produits industriels (IPP) s'est accélérée, en hausse de 5,5% en décembre, grâce à une baisse de l'effet de base (IPP en recul de 6% en décembre 2015) et la hausse des prix des matières premières. L'inflation de l'IPC s'est stabilisée en raison d'un effet de base élevé et d'une décélération de la



hausse des prix de l'alimentaire. L'IPC ressort actuellement à 2,1%. Cette tendance est positive pour la croissance bénéficiaire future au sein de secteurs tels que l'énergie, les matériaux, la finance et l'industrie.

Concernant les entreprises, **Sunny Optical**, fabricant chinois (et n°1 mondial) d'optiques pour appareils photos, et son concurrent taïwanais fournisseur d'Apple, **Largan Precision**, ont tous deux publié de solides résultats cette semaine. Grâce à l'amélioration de son portefeuille de produits, la marge brute de Largan a crû, passant d'un plus-haut historique de 68% au troisième trimestre 2016 à 70,7% au quatrième trimestre 2016 malgré une baisse des ventes annuelles de 13%. Sunny a publié un chiffre des livraisons très élevé en décembre. Son kit de lentilles pour téléphone a bondi de 106% en glissement annuel pour atteindre un niveau record de 50 millions d'unités, grâce à l'adoption de l'appareil photo à double optiques par plusieurs marques chinoises, dont Huawei, Vivo et Oppo. Les deux sociétés sont de formidables références dans un contexte où les smartphones à doubles optiques gagnent des parts de marché et devraient passer de 3,7% du nombre total des livraisons au niveau mondial en 2016 à près de 16% en 2017.

▶ MATIERES PREMIERES

Les prix du **pétrole** ont été plus volatiles sur la semaine, avec un point bas à 53 dollars le baril pour le Brent avant de repasser au-dessus des 55 dollars le baril. La faiblesse a été alimentée par le niveau record d'exportation de pétrole en provenance d'Irak (3,51 millions de barils par jour en décembre depuis les ports du Golfe Persique) faisant craindre un manque de respect des quotas. Les nouvelles en provenance d'autres producteurs (Angola, Arabie Saoudite, Émirats arabes unis - EAU, Koweït, Oman, Qatar) sont cependant positives. L'Arabie saoudite a même indiqué qu'elle avait réduit sa production en-dessous des 10 millions de barils par jour, alors que son quota est de 10,058 millions de barils par jour. La Russie semble également participer, avec une baisse de production de 100.000 barils par jour en janvier à 11,1 millions de barils par jour. Les chiffres de commerce extérieur de la Chine pour le mois de décembre restent bien orientés.

Les importations de pétrole atteignent même un niveau record à 8,57 millions de barils par jour, +12,5% mensuellement et +14% sur 2016. La compagnie nationale **CNPC** anticipe pour 2017 une croissance de la demande du pays de 3,4% à 11,88 millions de barils par jour.

Du côté des **métaux**, les importations de cuivre ont été fortes en décembre (+29% mensuellement, +2% sur 2016), alors que celles de minerai de fer se stabilisent (-3% en décembre, +7% sur 2016) et confirment globalement l'amélioration de la demande chinoise. Les prix des métaux ressortent ainsi en hausse sur la semaine, une hausse accentuée par le regain de faiblesse du dollar, pénalisé par le manque de direction économique issue du premier discours de Donald Trump. Le nickel ne bénéficie pas de cette tendance. Le gouvernement indonésien vient d'assouplir certaines interdictions d'exportation de minerai de faible teneur. Le pays était traditionnellement un exportateur important de minerai de nickel et de bauxite (matière première de l'alumine servant à produire l'aluminium), mais avait mis en place depuis 2014 une interdiction à l'exportation de ces minerais, afin de promouvoir une industrie locale de transformation, et ainsi exporter du métal plutôt que du minerai. S'il est encore trop tôt pour anticiper les volumes de minerai pouvant être dorénavant exportés, le niveau de déficit précédemment anticipé sur le marché du nickel devrait diminuer, limitant ainsi la hausse du prix.

L'**or** profite également de la faiblesse du dollar pour se rapprocher des 1200\$/oz.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Les deux premières semaines de janvier ont été plutôt dynamiques après un mois de décembre relativement calme. Les indices Itraxx Main et Itraxx Over se sont peu écartés par rapport au début de la semaine (respectivement +2 points de base et +5 points de base). Parmi les nouvelles de la semaine, il faut noter l'acceptation mercredi de l'offre du consortium



Alstom-Bombardier par la **SNCF** sur un contrat portant sur 255 rames (RER D et RER E) pour un montant estimé à 3,75 milliards d'euros. La première tranche s'élève à 1,155 milliards. Notons également que la Commission européenne a validé le plan de sauvetage d'**Areva** (injection de 4,5 milliards d'euros par l'Etat français) sous conditions et notamment celle de la cession de l'activité réacteurs d'Areva. Enfin, **Fiat Chrysler** a reçu une notice de violation du Clean Air Act aux Etats-Unis qui mettrait en cause plus de 100.000 véhicules. Nous avons vu de nombreux vendeurs après cette annonce mais également et assez rapidement, de nombreux acheteurs opportunistes qui se sont manifestés en fin de séance après le démenti du groupe.

Notons également quatre émissions primaires importantes. Tout d'abord, **Jaguar Land Rover** avec une émission de 500 millions d'euros *7-year non-call life euro bond*, **Cellnex** avec une émission de 300 millions d'euros *2025 bond*, **Talk Talk** avec une émission de 300 millions de livres et enfin **Telecom Italia** avec une émission d'un milliard d'euros *2023*. Etant donné l'appétit des investisseurs, Talk Talk et Cellnex ont pu augmenter leur taille d'émission et approcher la fourchette basse du coupon.

Le marché des additional Tier 1 a vu l'émission d'un milliard de dollars **Standard Chartered AT1 perpetual non call 7**.

CONVERTIBLES

La deuxième semaine de 2017 a été marquée par une activité importante sur le marché primaire. En Europe, le fabricant italien de câbles, **Prysmian**, a émis une obligation convertible à échéance 2022 de 500 millions d'euros avec un coupon zéro et une prime de 41,25%, dont les bénéfices seront utilisés pour des opportunités de croissance externe. **ImmoFinanz** est également revenu sur le marché avec une obligation convertible à échéance 7 ans de 300 millions d'euros assortie d'un coupon de 2% (baisse de 0,5% en cas de statut « investment grade ») et une prime de 30%, tout en offrant une conversion assortie de mesures incitatives sur l'obligation convertible à échéance 2018.

Au Japon, **Ezaki Glico**, le fabricant de confiseries qui produit le biscuit « Mikado » (« Pocky » en japonais), a émis une obligation convertible de 30 milliards de yens à échéance 7 ans et à coupon zéro, principalement pour financer le développement de ses activités en Asie du Sud-Est.

Enfin, aux Etats-Unis, **Nice System** a émis une obligation convertible de 225 millions de dollars à échéance 7 ans pour un emprunt à terme qu'il a repris après sa récente acquisition de l'opérateur de centres d'appels, **inContact**. **Nabors Industries**, société de forage basée au Texas, a émis une obligation convertible de 500 millions de dollars à un taux de 0,75% et à échéance 7 ans.

Lors de la « Healthcare Conference » organisée par JPMorgan cette semaine, les émetteurs d'obligations convertibles ont également communiqué des informations intéressantes. Les points clés à retenir sont selon nous les suivants : les commentaires du fabricant de matériel médical, **Nuvasive**, qui a indiqué avoir terminé l'année 2016 en beauté et dévoilé des perspectives optimistes pour 2017. Le développeur d'équipement de séquençage génétique, **illumina** a lancé un nouveau produit conçu pour réduire les temps de traitement des deux tiers et a annoncé de nouvelles collaborations avec IBM, ainsi qu'avec la start-up Nrgene qui a recours au big data pour développer les outils de sélection moléculaire dans l'agriculture.

Ailleurs, **Sainsburys** a publié des ventes supérieures aux attentes grâce à la décélération de la déflation des prix dans l'agroalimentaire et à la surperformance de sa récente acquisition, Argos, activité non alimentaire, lors des fêtes de fin d'année. En parallèle, S&P a abaissé sa notation sur **CGG** de deux crans à CCC- (avec perspectives négatives).

Achévé de rédiger le 13/01/2017



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