



# FLASH MARCHÉS : RETOUR DE L'APPÉTIT POUR LE RISQUE

**Après une année 2018 et une première semaine en 2019 difficiles, les marchés ont pris la mesure des niveaux de valorisation particulièrement déprimés dans toutes les zones géographiques.**

**Les premières discussions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis, la teneur plus accommodante des propos de la Réserve Fédérale américaine et les mesures de soutien au crédit en Chine ont permis un retour de l'appétit pour le risque. Les flux de capitaux se sont ainsi réorientés vers les actions, avec par ordre d'importance : les Etats-Unis, les marchés émergents et l'Europe.**

**Aux Etats-Unis, les marchés restent dans leur mouvement positif avant le début des résultats trimestriels du quatrième trimestre qui seront le prochain vrai baromètre. A ce titre, 28% des sociétés de l'indice S&P500 auront publié dans la semaine du 28 janvier. En moyenne, les résultats sont attendus en hausse de 14,5% mais ce qui va importer, ce sont les prévisions pour 2019 qui ont déjà étaient récemment révisées en baisse de +7,3% à +6,4%.**

**Cette incertitude sur la profondeur des révisions à la baisse des bénéfices des entreprises américaines et l'évolution des discussions commerciales sino-américaines restent donc deux obstacles majeurs à un retour plus généralisé de l'appétit au risque. Cela étant dit, les marchés avaient déjà anticipé et même surréagi à ces révisions à venir.**

**Le dollar faiblit dans le sillage du ton plus prudent de la Fed et des avancées commerciales entre les Etats-Unis et la Chine. Ceci favorise les devises émergentes et notamment le yuan chinois.**

**La remontée du prix du baril de pétrole, qui s'installe au-dessus des 60 dollars pour le Brent, constitue un support aux anticipations d'inflation et entraîne les taux souverains à la hausse.**

**En Europe, le rebond des marchés actions est également significatif, porté par une rotation sectorielle marquée vers les secteurs cycliques. Les perspectives incertaines concernant le Brexit pèsent encore néanmoins sur le sentiment des investisseurs.**

## ACTIONS EUROPÉENNES

Malgré une production industrielle allemande décevante, les marchés européens ont poursuivi leur hausse, soutenus par l'espoir d'avancées significatives dans les négociations commerciales, et aidés par les propos du président de la Fed qui promet patience et réactivité. Ce regain d'optimisme a logiquement bénéficié au début de la semaine aux valeurs les plus sensibles au cycle économique (automobile, industrielles, technologie, services pétroliers).

A l'approche de la saison des résultats du quatrième trimestre, le rebond reste néanmoins fragile alors que le bilan des discussions commerciales paraît finalement modeste, et que l'économie chinoise suscite des doutes croissants. Les valeurs défensives sont ainsi de nouveau privilégiées par les investisseurs en fin de semaine. Les équipementiers automobiles, à la pointe du rebond des derniers jours, repartent à la baisse, alors qu'**Osram** a fait part de commentaires négatifs sur l'activité automobile en particulier en Chine.

Dans le secteur de la distribution, le numéro un britannique **Tesco** a publié des ventes de Noël plus fortes qu'attendu au Royaume-Uni. Néanmoins, **Morrisons** et **Sainsbury** ont affiché des ventes de fin d'année ternes. En France, **Fnac Darty** estime à environ 45 millions d'euros de chiffre d'affaires l'impact des « gilets jaunes » au dernier trimestre. Bien que cet impact soit assez limité, il pénalisera la progression de l'EBIT 2018. En parallèle, le management a confirmé le montant des synergies avec Darty (130 millions d'euros) et ses objectifs moyen terme (marge entre 4,5% et 5%, gains de parts de marché).

**Sodexo** a publié des ventes au titre du premier trimestre au-dessus du consensus, bénéficiant du rebond du secteur de l'éducation aux Etats-Unis et d'une meilleure performance du secteur de la santé. Le groupe de restauration collective a maintenu ses prévisions pour 2019 mais prévoit une détérioration de sa marge au premier semestre. Au sein du secteur financier en Italie, **FincoBank** s'est distingué suite à l'annonce d'un *inflow* net record de 6,22 milliards d'euros en 2018 malgré les conditions de marché.

Côté transformation d'entreprises, **Korian** a annoncé l'acquisition de trois sociétés réalisant au total 70 millions d'euros de chiffre d'affaires, en Espagne, en France et en Allemagne. **Ingenico** a finalisé l'acquisition de Paymark, premier réseau néo-zélandais de paiement électronique. **Alstom** et **Siemens** discutent quant à eux de cessions supplémentaires avec la Commission européenne afin d'obtenir son feu vert d'ici le 18 février. Notons enfin l'entrée au capital de **Nordea** de l'activiste Cevian Capital, qui va rejoindre le board.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Le rebond de début d'année s'est poursuivi cette semaine. Le S&P s'affiche en hausse de +2,6% et le Nasdaq de 3,7%.

Les négociations se poursuivent entre la Chine et les Etats-Unis afin de parvenir à un accord commercial, tandis que le bras de fer continue à Washington entre le président Trump et le Congrès sur la question de la frontière mexicaine. Les administrations américaines restent donc partiellement fermées.

Le président de la Réserve Fédérale a réaffirmé la flexibilité et la patience des membres de la Fed, confirmant les *minutes* du FOMC de décembre qui indiquaient qu'un nombre croissant de participants privilégiaient une approche patiente de la politique monétaire.

La tendance haussière s'est maintenue sur le pétrole, qui termine la semaine autour de 53 dollars. Les premières publications des distributeurs américains ont été jugées décevantes, à l'instar des grands magasins **Macy's** qui reculent de 18% après des ventes comparables au 4ème trimestre de +1%, et ont pénalisé l'ensemble du groupe. Les constructeurs immobiliers (**Lennar**, **KB Homes**) ont dévoilé des résultats mitigés pour le 4ème trimestre, mais les investisseurs ont salué des prises de commande en hausse.

Le secteur des services publics reste à la traîne, pénalisé par la baisse de 25% de **PG&E**, principal fournisseur d'électricité en Californie, dégradé par les agences de notation et en risque de faillite suite à son implication dans les incendies de l'année dernière.

## ACTIONS JAPONAISES

L'année 2019 a relativement bien commencé pour le marché actions japonais à la faveur de l'amélioration de la confiance des investisseurs. En effet, celle-ci a été soutenue par les données solides de l'emploi aux États-Unis, mais également par les propos du président de la Fed, Jerome Powell, qui a suggéré une plus grande souplesse dans la révision de la politique actuelle de hausse des taux. L'indice TOPIX a rebondi de 3,46% durant la semaine, la devise nippone s'échangeant désormais à 108 yens pour un dollar.

Alors que les valeurs défensives des secteurs axés sur la demande intérieure ont enregistré, au quatrième trimestre 2018, une performance supérieure à celle des actions de sociétés liées à la demande extérieure, la situation a légèrement évolué.

Bien que l'annonce du géant américain Apple concernant la baisse de 10% de sa production de nouveaux modèles d'iPhone ait eu un impact négatif sur les fabricants de composants électroniques comme **Nidec** et **Murata**, des titres sensibles à la conjoncture économique et largement survendus figuraient également parmi les dix actions les plus performantes de l'indice TOPIX 100. Ainsi, **Takeda Pharmaceutical** (+13,06%) et **Recruit Holdings** (+11,60%) ont progressé, à l'instar de **Tokyo Electron** (+12,66%), de **Komatsu** (+10,86%) et d'autres titres.

À l'inverse, certaines valeurs des secteurs axés sur la demande intérieure, comme le commerce de détail, les produits chimiques et les produits alimentaires, ont sous-performé sur fond d'inquiétudes concernant le ralentissement de la demande des consommateurs en Chine. **Kao** (-6,82%) et **Unicharm** (-5,72%) ont chuté, alors que **Shiseido** cédait 5,65%. Par ailleurs, les investisseurs semblent procéder au rééquilibrage de leurs portefeuilles.

Selon les données de la Bourse de Tokyo, 2018 a été marquée par le statut de vendeurs nets des investisseurs étrangers, ceux-ci ayant vendu pour 5 700 milliards de yens d'actions japonaises durant l'année. Cela représente le montant le plus important depuis 1987, un chiffre également supérieur à celui enregistré lors de la crise financière mondiale de 2008. La Banque du Japon a constitué le principal acheteur net d'ETF, avec 6 500 milliards de yens.

## MARCHES EMERGENTS

La performance des marchés émergents s'est améliorée suite aux propos conciliants de la Fed selon lesquels elle comptait se montrer plus patiente. Bien que les États-Unis et la Chine soient parvenus à poser les bases d'un accord commercial après trois jours de négociations à Pékin, les déclarations des deux pays semblent relativement timides : des progrès ont été faits, mais un certain nombre de problèmes importants restent encore à résoudre. Le marché des changes a bien réagi, puisque le yuan s'est apprécié de plus de 1,8% durant la semaine.

D'autre part, la **Chine** a annoncé la mise en place de mesures de relance ciblées visant à alléger le fardeau fiscal des micro- et petites entreprises de 200 milliards de yuans (29 milliards de dollars) par an au cours des trois prochaines années. La banque centrale chinoise fournira également des liquidités supplémentaires aux banques afin qu'elles prêtent aux petites entreprises et à celles du secteur privé. D'autres mesures de soutien pour venir en aide à l'industrie automobile et relancer la consommation des appareils ménagers sont aussi à l'étude.

Les constructeurs automobiles ont continué d'afficher une baisse de leur chiffre d'affaires en décembre, **Geely** et **Greatwall Motor** n'ayant pas atteint leurs objectifs de vente pour l'exercice 2018. Geely prévoit désormais une croissance inchangée de son volume en 2019. À **Taiwan**, les chiffres des exportations se sont de nouveau contractés en décembre, à -3% en glissement annuel contre -3,4% en novembre, en raison de la baisse des exportations de composants électroniques vers la Chine, Hong Kong et d'autres pays de l'ASEAN.

Apple a demandé à ses fournisseurs (pour la deuxième fois en deux mois) de réduire de 10%, entre janvier et mars, leur production des modèles XS Max, XS et XR d'iPhone par rapport à ce qui était prévu. Dans le même temps, le Coréen **Samsung** a fait part d'un résultat opérationnel prévisionnel décevant pour le dernier trimestre, qui devrait être inférieur de 25% aux estimations des analystes, en raison du ralentissement de la demande pour les mémoires DRAM et de la faiblesse du marché des smartphones.

**TSMC** a rendu compte d'un chiffre d'affaires conforme aux attentes au quatrième trimestre 2018 (en hausse de 11,3% par rapport au trimestre précédent), malgré la baisse enregistrée en décembre (-8,7%). **Largan** a surpris en annonçant avoir dépassé les prévisions de marges au quatrième trimestre 2018, bien que la croissance de ses bénéfices se soit inscrite en deçà des attentes et que ses prévisions pour le premier trimestre 2019 soient modérées.

En **Inde**, **TCS** a fait part d'une croissance de 12% de son chiffre d'affaires au troisième trimestre de l'exercice 2019, avec une marge d'EBIT de 25,6%, légèrement en-dessous des estimations du marché, en raison de la hausse des frais de personnel et de sous-traitance. Les prises de commandes sont restées solides, avec une hausse de 20% en glissement trimestriel.

Au **Brésil**, la production industrielle a reculé de 0,9% en novembre, un chiffre inférieur aux prévisions des analystes. En ce qui concerne le secteur du transport, un journal local a affirmé que le nouveau gouvernement étudiait la possibilité de changer le modèle actuel des concessions d'autoroutes fédérales, afin d'abandonner la politique de faibles tarifs aux péages pour adopter le modèle des concessions de Sao Paulo, qui favorise l'offre la plus élevée lors de l'appel d'offres.

Au **Mexique**, les ventes à périmètre comparable de **Walmex** ont augmenté de 4,7% en décembre, alors que les attentes tablaient sur 5,8%, un chiffre également inférieur à celui enregistré en novembre (5,9%).

## MATIÈRES PREMIÈRES

Le retour à la normale sur le marché du **pétrole** se poursuit. La hausse des prix au cours de la semaine, à près de +9% pour le Brent et +10% pour le WTI, est d'ailleurs la plus forte progression hebdomadaire depuis février 2016. Les négociations sino-américaines semblent avoir été constructives, mais nécessitent de nouvelles discussions. Les propos du ministre du pétrole saoudien ont tout particulièrement rassuré quant à la volonté du pays de rééquilibrer rapidement le marché pétrolier. Il a en effet indiqué que les exportations d'Arabie saoudite reviendraient à 7,2Mb/j en janvier, et 7,1Mb/j en février, à comparer aux 8,2Mb/j de novembre, et largement supérieures à la réduction de production annoncée par l'OPEP de 800kb/j à compter du 1er janvier. Le budget du pays fait par ailleurs ressortir une hausse des dépenses de 7%, bien loin du budget d'austérité qui avait été mis en place en 2015 alors que le Brent était inférieur à 60\$/b. Le budget saoudien pour 2019 semble nécessiter un prix d'équilibre à 80\$/b.

Parmi les productions plus volatiles, la Libye est repassée sous les 1Mb/j de production en raison de nouveaux troubles dans le pays, alors que le Nigéria pourrait voir sa production affectée à l'approche d'élections générales, le 16 février.

Le cours de l'**or** reste dans la fourchette 1280-1300\$/oz depuis le début de l'année. Les *minutes* de la Fed font apparaître un ton relativement prudent de ses membres concernant de nouvelles hausses de taux. Au cours de la semaine, l'élément marquant est le retour de la banque centrale chinoise, avec l'annonce de ses premiers achats d'or depuis octobre 2016. Les réserves d'or du pays représentent 2,5% de ses réserves de change, à comparer aux 18% de la Russie. Cette action vient à un moment où le pays est particulièrement sous pression, entre la guerre commerciale et le ralentissement de sa croissance. Les banques centrales ont d'ailleurs été tout particulièrement actives en 2018. Le 3ème trimestre, avec 148 tonnes d'achats, a ainsi été le plus élevé depuis le quatrième trimestre 2015.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

La tendance baissière constatée en ce début d'année s'inverse pour cette deuxième semaine dans le contexte d'un infléchissement du discours de Jerome Powell sur la hausse des taux américains à venir, ainsi que de l'optimisme des investisseurs après des négociations Chine-USA prolongées. Les différents gisements du crédit européen sont dans le vert. Le Xover et le Main se resserrent respectivement de -25 et -8 points de base.

L'activité du primaire a repris sur le marché du High Yield en début de semaine, avec **Telecom Italia** (BB+/Ba1) qui a émis une obligation *Senior Unsecured* 5.25 ans pour 1,25 milliard d'euros avec un coupon de 4%. L'obligation a été émise à un prix de 99,436 (rendement de 4.125%), avec un prime à l'émission de 50 points de base. La syndication s'est par ailleurs très bien passée, avec un carnet d'ordres sursouscrit 3.6x et une bonne performance de la souche sur le marché secondaire.

Côté financières, **UniCredit** (BBB-/Baa3) a émis une obligation *Senior Non-Preferred* en deux souches : la première à trois ans pour 2,5 milliards de dollars à MS +400 Bps; la seconde sur la même maturité pour 500 millions de dollars à MS+390 Bps. Les deux obligations s'échangent actuellement au-dessus du *par*.

Sur le marché Investment Grade, **ArcelorMittal** (BBB-/Baa3) a émis une obligation *Senior Unsecured* cinq ans pour 750 millions d'euros à MS +210 Bps. **Fiat Chrysler** a annoncé qu'il allait verser 800 millions de dollars pour régler le litige avec la justice américaine sur des soupçons de recours à un logiciel interdit de manipulation des émissions polluantes de ses véhicules diesel. Enfin, selon le magazine Challenges, Dexter Goei, président d'**Altice** et Thomas Reynaud, directeur général d'**Iliad** ont déjeuné jeudi midi dans un restaurant parisien, relançant les rumeurs sur une possible consolidation du marché télécom français.

### CONVERTIBLES

Après un quatrième trimestre 2018 marqué par une forte correction des marchés financiers liée à la baisse des liquidités globales, les tensions commerciales et politiques, les révisions en baisse des potentiels de croissance ayant amené des craintes de récession, 2019 débute dans un contexte où l'incertitude domine toujours. En revanche, la forte baisse des marchés a conduit les multiples à corriger certains excès, voire dans certains cas à valoriser une récession.

On peut donc constater en ce début d'année un retour de plus de discernement, qui a par exemple particulièrement profité au secteur de la santé. Cette semaine se tenait une conférence à San Francisco, occasion d'assister à plusieurs annonces de la part de sociétés de biotechnologie qui ont ainsi fortement rebondi à l'instar d'**Insméd, Exact Science, Dexcom, Qiagen, Wright Medical Group**, etc. Le secteur de la technologie se comporte également bien et plus particulièrement sur les dossiers liés au « cloud ».

Néanmoins, il reste difficile de voir se mettre en place une réelle tendance, en raison notamment des inquiétudes qui persistent. La période de publications des résultats pourrait apporter quelques éléments via les « guidances » des sociétés.

Au cours de la semaine, le marché primaire est resté assez calme. On notera le « Tap » de **Cellnex** qui est venu émettre 200 millions d'euros supplémentaires sur son obligation convertible 2026, au prix de 100,80. Une société chinoise, **China Yuhua Education** (services à l'éducation), a également émis une nouvelle obligation convertible, pour 940 millions de dollars de Hong Kong (HKD) avec 3% de coupon et une prime de 20%, d'échéance 363 jours.

*Achevé de rédiger le 11/01/2019*

**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](http://www.edram.fr)