



FLASH MARCHÉS : L'OPEP NE DONNE PAS ENTIÈRE SATISFACTION

LE 26 MAI 2017

Sur les marchés

Cette semaine aura été relativement calme sur les marchés. En Europe, ils sont restés globalement à l'équilibre, tandis que les émergents ont repris près de 1% et les marchés américains ont signé un nouveau plus haut. Sur le front de la croissance mondiale, le *momentum* favorable se poursuit. Les indicateurs de confiance des directeurs d'achats ont confirmé la bonne tenue de l'activité. L'Europe a tout particulièrement affiché une bonne tenue, avec des PMI au plus haut depuis 2011, tout comme l'indice de confiance des industriels allemands (I'IFO). Cet optimisme se diffuse à l'intérieur de la zone euro, nous permettant de rester confiants quant à la pérennité de ce cycle.

Autre élément très attendu de la semaine : la réunion de l'OPEP. L'organisation a annoncé la poursuite des coupes de production jusqu'en mars 2018. Si cette nouvelle est positive car synonyme de limitation du potentiel de baisse des cours du baril, le marché a été déçu. Il espérait, outre la prolongation des coupes, une augmentation de celles-ci, d'où les prises de bénéfices de fin de semaine.

Au total, tous ces éléments soutiennent la vigueur et la poursuite de la croissance dans les pays développés. Les *minutes* de la Fed ont logiquement confirmé une nouvelle hausse des taux dans un avenir prochain. Le marché anticipe la prochaine hausse des taux de la Fed dès le mois de juin. Par ailleurs, toujours selon ces *minutes*, la réduction du bilan de la Fed (4500 milliards de dollars) commence à être envisagée pour la fin de l'année, voire le début de l'année prochaine, mais certainement à un rythme très lent compte tenu de la hausse des taux en cours. Suite à la publication de ces *minutes*, les taux longs ont légèrement baissé, annulant la hausse du début de semaine.

Nous demeurons positifs sur les actions. Dans un environnement de cycle économique solide et de très bon cru concernant les publications de résultats, il nous semble en effet que les actions de la zone euro, hormis la volatilité de court terme, offrent toujours le meilleur couple rendement/risque d'ici la fin d'année. Elles n'ont pas terminé leur rattrapage, après de nombreuses années de sous-performance. Sur le marché obligataire, nous demeurons prudents sur les taux longs des pays *core* de la zone euro, mais restons positionnés sur les pentifications des courbes aux Etats-Unis et en Europe. De même, nous conservons nos positions sur le crédit et également sur les obligations convertibles.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

La semaine écoulée se sera révélée calme et quasi étale sur les marchés européens. Pour autant, les opérations de M&A et de transformation se sont poursuivies.

Le groupe chimique suisse **Clariant** a ainsi annoncé une fusion entre égaux de 13 milliards de dollars (en titres) avec **Huntsman**. Cette opération est avant tout une opération pour gagner en taille : la part de création de valeur envisagée (3,5 milliards de dollars) de Clariant équivaut à 1/4 de la capitalisation de la



société. Quant au feuilleton **Zodiac/Safran**, l'épilogue semble proche. Zodiac a en effet reçu une offre 100% cash révisée à 25 euros par titre (en baisse par rapport à l'offre à 29,47 euros en cash reçue en janvier). Le *deal* a d'ores et déjà été approuvé par les familles au capital de Zodiac et par les *boards* des deux entreprises. Si Safran décide finalement de renoncer à ce *deal*, il devra payer 150 millions d'euros à Zodiac (si les conditions ont toutes été remplies) mais inversement, si Zodiac émet un nouveau *profit warning*, Safran serait alors amené à renoncer.

Du côté d'**AkzoNobel**, la pression monte. La « Dutch Enterprise Chamber » a entendu hier les inquiétudes des investisseurs au sujet de la réticence d'AkzoNobel à s'entretenir avec PPG et se prononcera le 29 mai sur la tenue d'une éventuelle assemblée générale extraordinaire. La décision concernant une approche hostile est fixée au 1er juin mais le PDG de PPG explique aujourd'hui que ce délai devrait être prolongé de deux semaines, compte tenu du moment auquel la décision de l'« Enterprise Chamber » a été prise.

Chez **Vivendi**, le CEO a indiqué qu'il pourrait envisager l'introduction en Bourse d'une participation minoritaire dans Universal Music. Enfin, concernant **Dialog Semiconductor**, le Chinois **Tsinghua**, qui a pris 3,2% du capital la semaine passée, serait monté à 4,2% cette semaine.

Parmi les autres éléments les plus notables, **Nokia** a annoncé avoir réglé tous ses litiges avec **Apple** concernant leurs conflits touchant à la propriété intellectuelle et signé un accord de licence de brevets courant sur plusieurs années. Si les détails de l'accord resteront confidentiels, Nokia recevra un paiement initial en numéraire et des revenus additionnels durant toute la durée de l'accord. Les deux sociétés ont réglé leurs différends plus rapidement que ne le pensaient les analystes.

Enfin, le groupe **LafargeHolcim** a annoncé que l'actuel CEO de Sika, Jan Jenish, à l'excellent *track record*, deviendra CEO en remplacement d'Eric Olsen, à compter du 16 octobre, ce qui a valu au titre une progression de de 7%.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Les indices américains ont clôturé à des niveaux records. Le S&P500 progresse de 2% au cours des cinq dernières séances, tiré par les valeurs technologiques et industrielles, tandis que le secteur énergétique recule de 1% après la décision de l'OPEP.

Du côté des publications macro-économiques, les indicateurs PMI de mai étaient en ligne avec les attentes, à 52,5 pour le PMI manufacturier et 54 pour le PMI des services. Les ventes de maisons neuves ont été décevantes en avril, tandis que le chiffre du mois précédant a été légèrement revu en hausse.

Les *minutes* de la Fed ont indiqué que la quasi-totalité de ses membres s'accorde pour s'abstenir de relever les taux courts si le ralentissement économique de début d'année n'était pas transitoire, et qu'il convient de commencer à réduire le bilan à la fin de l'année, de manière très graduelle.

Le constructeur immobilier **Toll Brothers** publie des résultats supérieurs aux estimations ; le management a estimé avoir enregistré « les meilleures ventes printanières des dix dernières années », et parvient à améliorer ses marges brutes malgré les pressions sur les coûts de construction subies par l'ensemble de l'industrie.

Alors que certains *retailers* avaient publié des trimestres décevants la semaine dernière, le secteur a rebondi cette semaine grâce aux publications meilleures qu'attendu de **Best Buy**, **PVH** (holding propriétaire de Calvin Klein et Tommy Hilfiger) et **Sears**.

▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a progressé de 1% au cours de la semaine. Le marché actions japonais a rebondi mercredi dans le sillage de la hausse des actions américaines et s'est apprécié durant deux jours consécutifs. Les investisseurs institutionnels ont accru leurs achats de valeurs sous-évaluées telles que les



entreprises aux estimations de bénéfices bien orientées. La demande en faveur des sociétés axées sur le marché intérieur et peu susceptibles d'être affectées par les fluctuations de change s'est révélée soutenue. De même, les progressions des poids lourds du Nikkei 225, à l'image de SoftBank Group, ont contribué à la hausse de l'indice. Toutefois, l'appréciation du marché s'est trouvée être quelque peu freinée par la fin de la dépréciation du yen face au dollar.

Au niveau sectoriel, les secteurs des autres sociétés de financement (+3,9%) et de l'électricité & du gaz (+3,4%) ont été les plus performants. L'action de **Toshiba Corporation** a bondi de 11,5% à l'annonce mercredi de l'offre faite par Western Digital de 2 000 milliards de yens pour le rachat de sa filiale Toshiba Memory, le second fabricant mondial de mémoires flash NAND. **SoftBank Group**, l'opérateur de téléphonie mobile, a progressé de 5,4% suite à la nouvelle de sa prise de participation dans le capital du fabricant américain de processeurs Nvidia. Au nombre des autres grands gagnants de la semaine ont notamment figuré le premier fabricant mondial de moteurs électriques **Nidec Corporation**, la société de services Internet **Rakuten, Inc.** et l'éditeur de jeux **Nintendo Co.**

A l'inverse, les secteurs des produits pétroliers & houillers (-0,9%) et du transport aérien (-0,8%) ont reculé. **Japan Airlines Co.** (-3%) et **Sumitomo Metal Mining Co.** (-2,2%) ont concédé du terrain.

▶ MARCHES EMERGENTS

Les marchés émergents progressent sur la semaine. La faiblesse du dollar est un facteur favorable mais il n'est pas le seul. Plusieurs développements plus qualitatifs sont venus conforter la tendance.

En **Indonésie**, Standard & Poor's a revu à la hausse la notation de la dette souveraine. Dernière des trois grandes maisons (Fitch et Moody's) à ne pas être *Investment Grade* sur ce pays, et ce depuis 1997, S&P repasse de BB+ à BBB- en notant une baisse du risque de déficit et une meilleure politique fiscale.

La devise et le marché boursier ont réagi favorablement, le taux 10 ans se resserre. Cela devrait conforter le scénario d'une accélération progressive de croissance sur 2017. Alors que 5% ont été enregistrés au premier trimestre, nous devrions voir +5,2% de moyenne attendue sur l'année. La Bourse du pays, bénéficiant de cette amélioration, réagit généralement de manière favorable au cours des mois qui suivent, comme par le passé en Hongrie ou en Roumanie.

Au **Brésil**, dans un contexte politique plus tumultueux, les publications macro-économiques sont plutôt solides. Les comptes courants d'avril affichent un surplus de 1,2 milliard de dollars, en hausse par rapport aux 0,4 milliard enregistrés un an avant. La balance commerciale représente la principale source de ce bon résultat. Les comptes de capitaux sont en surplus de 2,7 milliards de dollars avec un flux entrant d'investissements directs des étrangers de 5,6 milliards de dollars.

MSCI et les **marchés domestiques chinois** soufflent le chaud et le froid concernant une possible décision d'inclure les marchés de Shanghai et Shenzhen dans les indices. Une annonce en juin pour une mise en place l'année d'après semblait peu probable il y a encore quelques jours. Toutefois, la Chine avance désormais l'idée de prendre le *Connect*, lien entre les Bourses de Hong Kong et de Chine continentale, comme schéma initial. Une pondération de 5% dans l'indice MSCI Emergents serait suggérée. En absolu, la Chine devrait aller jusqu'à 30 voire 40% sur un indice Emergents (la Chine domestique boursière pèse 6500 milliards de dollars, contre 5500 milliards de dollars au Japon). Nous n'en sommes pas là, mais la Chine met la pression.

Des rumeurs en provenance de **Taïwan** et de **Corée** font état d'un possible délai pour le lancement du futur iPhone. La presse locale parle de difficultés du côté de **Taiwan Semiconductor Manufacturing Co.**, le producteur pour Apple du processeur A11 qui doit équiper les nouveaux modèles. Après trois tentatives de production de masse, la qualité ne serait toujours pas satisfaisante. Ceci pourrait retarder le lancement du nouveau modèle de deux ou trois mois, à la fin de l'année 2017.



La société paraît démentir ces allégations et la montée en puissance de production semble en ligne avec les attentes. Une production de 120 millions d'unités de A11 est prévue pour 2017.

▶ MATIERES PREMIERES

La semaine a été marquée par la 172ème réunion de l'OPEP qui s'est tenue le 25 mai à Vienne. Les attentes étaient nombreuses et l'OPEP a finalement décidé d'étendre l'intervention qu'elle avait initiée en novembre 2016 (effective le 1er janvier 2017) à savoir : une baisse de 1,17 million de barils par jour à un niveau de production de 32,5 millions de barils par jour pour les membres OPEP suivie d'une extension de l'accord aux non-OPEP avec une baisse de 558.000 barils par jour (principalement supportée par la Russie). L'extension porte ici sur neuf mois et était largement anticipée par le marché (le pétrole avait rebondi de quatre dollars au cours des deux semaines précédant l'intervention).

Suite à l'annonce, le **pétrole** a été victime de prise de profits et a perdu 2,5-3 dollars pour finir la semaine respectivement à un peu plus de 51 dollars le baril pour le Brent et 48,5 dollars le baril pour le WTI. Certains investisseurs ont jugé l'intervention décevante, s'attendant à des annonces de coupes supplémentaires et/ou la participation d'un nouveau pays (non-OPEP).

Cette réaction nous semble excessive :

1/ L'extension est une bonne nouvelle et apporte de la visibilité jusqu'en mars 2018. Au total, l'intervention portera donc sur 15 mois et pourrait être étendue si nécessaire (une option de trois mois supplémentaires était sur la table des négociations) afin d'infléchir les surplus de stocks mondiaux OCDE sur les niveaux moyens de 2012-16.

2/ Avec un niveau de compliance élevé - respect des quotas de 111% en avril, 110% en mars - l'OPEP nous montre qu'elle fait déjà plus que ce sur quoi elle s'était engagée en novembre 2016, ce qui permet de relativiser les craintes d'une accélération de la production américaine. Selon l'Agence Internationale de l'Energie, le marché est aujourd'hui à l'équilibre.

Nous réitérons notre thèse positive sur le pétrole qui devrait voir ses fondamentaux s'améliorer de manière significative en 2017 avec une baisse marquée des stocks de bruts mondiaux. Les chiffres hebdomadaires du Département de l'Energie aux Etats-Unis vont dans ce sens avec une réduction des stocks de brut (-4,4 millions de barils) cette semaine, soit la 7ème semaine de baisse consécutive.

Du côté des **métaux de base**, nous observons une stabilisation des prix du **minerai de fer** autour de 60 dollars la tonne. Bien que le sentiment des traders reste mitigé à cause des mesures de resserrement de liquidités en Chine et des inventaires élevés au niveau des ports, les fondamentaux semblent s'améliorer. La demande d'acier en Chine reste bien orientée, les prix de l'acier ainsi que les marges s'améliorent, les stocks d'acier et de minerai de fer dans la sidérurgie sont à des niveaux bas. A noter que les majors du secteur (**Rio, BHP, Forstescue**) ne semblent pas être inquiétés par un éventuel ralentissement chinois.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché du High Yield était stable cette semaine avec des indices qui oscillent autour de 250 points de base et 60 points de base respectivement pour le Xover et l'Itraxx Main.

Hormis le **tap** de **Peugeot** de 100 millions d'euros à maturité 2024 (pour une souche initiale de 600 millions d'euros), il n'y a pas eu d'émission primaire en euro cette semaine. Quant aux financières, **Crédit Mutuel Arkéa** est entré sur le marché avec une *Senior non-preferred Notes* de 500 millions d'euros.

Les résultats publiés cette semaine sont encourageants. **Selecta Group** (Caa1/B) dévoile un chiffre d'affaires en hausse de +3,1% à 180 millions d'euros et un EBITDA en hausse de +27,7%. Ces résultats s'inscrivent dans la dynamique amorcée fin 2016. Le groupe doit néanmoins encore assurer l'intégration de Pelican Rouge et montrer sa capacité à générer des



synergies. **BUT** (B2/B) délivre des résultats supérieurs aux attentes avec un chiffre d'affaires en hausse de +2,7% à magasins comparables avec tous les segments à la hausse (produits blanc, produits bruns, ventes en ligne). L'EBITDA progresse légèrement de +0,8%, une bonne surprise étant donné les pratiques promotionnelles, les efforts marketing et logistiques consentis par la société jusqu'en début d'année.

Loxam (BB-) publie aussi de très bons résultats grâce au rebond de la construction en France notamment. Le chiffre d'affaires progresse de +11,8% en croissance organique à 297 millions d'euros et l'EBITDA augmente fortement de +27,5%. En raison des investissements pour renforcer sa flotte, le *free cash-flow* de Loxam devrait rester négatif au deuxième trimestre.

Europcar (B1/B+) a annoncé l'acquisition de Buchbinder, spécialiste allemand de la location de véhicules à bas coûts et d'utilitaires qui a réalisé 200 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2016. La transaction devrait s'effectuer avec un multiple de 5x EBITDA. Le nouveau groupe deviendra alors numéro un en Allemagne.

CONVERTIBLES

Au sein de l'ensemble des régions, la semaine s'est révélée relativement chargée sur le marché primaire des obligations convertibles avec cinq nouvelles émissions d'un montant total de près de 2,2 milliards de dollars. Il semble que nous renouons avec le rythme des émissions qui avait suivi la saison des annonces de résultat au 1er trimestre. Parmi ces nouvelles émissions, trois ont été le fait d'émetteurs réguliers :

- **ServiceNow** (l'éditeur de logiciels américain) a émis pour 750 millions de dollars (+112,5 millions de dollars d'option de surallocation [« *greenshoe* »]) d'obligations convertibles échéance 2022 à coupon zéro et assorties d'une prime de 32,5%. La société prévoit d'utiliser le produit afin de refinancer la convertible 0% 2018 existante, dans le cadre d'opérations de couverture et dans le but de racheter jusqu'à 100 millions de dollars d'actions ordinaires.

- **Impala Platinum** (le groupe minier sud-africain) a procédé à une émission de convertibles en deux tranches (USD et ZAR) avec le rachat simultané de ses obligations convertibles 2018 en deux tranches. La taille totale de l'émission n'excédera pas 450 millions de dollars (le coupon de la convertible en dollar sera de 3,25% pour une prime de 32,5%).

- **PRA Group** (le groupe financier américain) a émis pour 300 millions de dollars (+45 millions de dollars d'option de surallocation [« *greenshoe* »]) d'obligations convertibles échéance 2023 assorties d'un coupon de 3,5% et d'une prime de 35%. Le produit sera utilisé afin de racheter des actions (de l'ordre de 45 millions de dollars) et de rembourser sa facilité de crédit renouvelable en cours.

Les deux autres, respectivement aux États-Unis et en Europe, ont été :

- **LendingTree** (le courtier en ligne de crédits immobiliers) a émis une convertible à cinq ans assortie d'un coupon de 0,625% et d'une prime de 32,5%. Le produit net sera utilisé à des fins de couverture et aux besoins généraux de la société « non limités au fonds de roulement et à de possibles opérations de fusion/acquisition »

- **GN Store Nord** (le fabricant danois d'aides auditives et d'équipements audio mains libres) a procédé à une émission de 225 millions d'euros d'obligations convertibles à zéro coupon et d'échéance cinq ans (une prime de 40%) et prévoit d'utiliser le produit afin de refinancer ses facilités de crédit existantes, de racheter des actions et de financer des opportunités de croissance.

Achévé de rédiger le 26/05/2017



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