



FLASH MARCHÉS : UN RÉFÉRENDUM À RISQUE

LE 2 DECEMBRE 2016

Sur les marchés

Au fil des semaines, la thématique liée à la reflation continue de prendre de l'ampleur notamment après l'accord trouvé par l'OPEP cette semaine sur la diminution de la production. La violente hausse hebdomadaire du prix du baril et l'impact positif sur les valeurs pétrolières renforcent le trait de ce changement de paradigme. Alors que le thème de la déflation était devenue en tout début d'année une question centrale dans la réflexion des grandes banques centrales et des investisseurs, le regard sur l'inflation a diamétralement changé. L'inflation globale tend à accélérer depuis quelques mois et la contribution des prix du pétrole aura tendance à jouer positivement dans la construction des prix énergétiques sur les prochains mois. Au niveau macroéconomique, le contexte conjoncturel reste favorable si l'on se réfère aux derniers chiffres de consommation des ménages ou même à l'indice manufacturier régional PMI de Chicago qui est ressorti à 57,6 contre 50,6 un mois auparavant.

Ce contexte de réappréciation des dynamiques de prix pèse logiquement sur les marchés obligataires, précisément sur les parties longues des courbes de taux. En effet, les taux nominaux suivent ce mouvement de reprise des anticipations d'inflation qui est par ailleurs à l'origine de cette rotation entre classes d'actifs et entre secteurs d'activité. Notons dans ce contexte des fortes dispersions de performances au sein des grands indices boursiers avec en tête sur la semaine les valeurs pétrolières et le secteur financier, et ce, au détriment des valeurs de biens non durables (« Staples »). Par ailleurs, l'écart de rendements entre les Etats-Unis et les autres partenaires du G7 pousse le dollar à la hausse, notamment contre le yen.

Si les marchés se sont calés incontestablement sur un scénario plus reflationniste, un mouvement en phase avec notre allocation d'actifs, il n'en demeure pas moins que les risques politiques restent présents, précisément à la veille du référendum italien. Nous avons ainsi réduit la surpondération action en utilisant principalement des couvertures tactiques. Par ailleurs, nous continuons de prendre des profits sur la sous-pondération des obligations américaines après ce fort mouvement de remontée des rendements.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Le marché européen reste en attente du référendum italien. Jusqu'à hier, les marchés ont oscillé au gré des soubresauts liés au niveau mondial du pétrole. Ces incertitudes seront finalement soldées par l'obtention d'un accord de baisse de production entre les pays

producteurs de l'OPEP. Le marché a réagi à cette décision. Les valeurs de l'énergie et plus largement des matériaux de base et des ressources naturelles ainsi que les valeurs financières ont été portées les unes par la remontée des prix du pétrole et les autres par les anticipations de remontée des taux. Ce sont les deux seuls secteurs en hausse cette semaine.



Les valeurs bancaires remontent en fin de semaine alors qu'est évoquée la possibilité par la BCE de racheter un peu plus de dette italienne après le référendum. Côté macroéconomique encore, les bons chiffres en provenance des Etats-Unis (ISM manufacturier) et de l'Europe (amélioration du taux de chômage) ne suffisent pas à infléchir la baisse du marché.

D'un point de vue plus microéconomique, mis à part les bons chiffres d'immatriculations neuves en France (en hausse de +8,5% sur novembre, soit +5% sur 11 mois), il y a eu peu de publications cette semaine. Ce sont les opérations financières qui font l'actualité. **Royal Dutch Shell** étudierait la possibilité de vendre une partie de ses champs pétroliers en Irak dans le cadre de son programme de vente d'actifs. **Rémy Cointreau** a annoncé la signature d'un accord pour le rachat du whisky américain **Westland**, une opération qui s'inscrit dans sa stratégie d'acquisition de marques de luxe. Enfin, dans le prolongement de la semaine dernière, **Actelion** a encore fortement progressé cette semaine à la suite des discussions engagées avec **Johnson & Johnson** (annoncées vendredi dernier) et non encore abouties.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Les marchés américains ont légèrement consolidé, après le fort rebond des valeurs cycliques au lendemain de l'élection de Donald Trump, l'indice S&P500 reculant de -0,6% au cours des cinq dernières séances.

Du côté des publications économiques, on retiendra l'amélioration de l'activité manufacturière en novembre : en effet, l'ISM manufacturier s'établit au-dessus des attentes à 53,2 (contre 52,2 estimé et 51,9 précédemment). Le rapport souligne que 11 des 18 sous-secteurs ont affiché une croissance, en particulier la production de pétrole et de charbon. Enfin, le PIB du 3^{ème} trimestre annualisé ressort supérieur aux attentes à 3,2% (contre 3% estimé), et l'indice de confiance des consommateurs est ressorti à 107,1 en novembre (contre 101,3 estimé), touchant ainsi son meilleur niveau en neuf ans.

Au troisième trimestre, le joaillier **Tiffany's** publie des résultats supérieurs aux attentes, profitant du rebond de ses ventes au Japon ainsi que d'un ralentissement plus faible qu'anticipé aux Etats-Unis.

La société **Clarcor**, spécialiste d'appareils de filtrage de l'air et liquide, accepte l'offre de rachat de **Parker Hannifin** pour 4,3 milliards de dollars, soit 18% de prime. Par ailleurs, l'assureur **Allstate** annonce l'acquisition de **SquareTrade**, fournisseur d'assurance pour les produits électronique et produits de maison, pour 1,4 milliard de dollars en cash.

La décision de l'OPEP de baisser sa production de pétrole a permis au secteur de l'énergie de surperformer. Les financières et les matières premières affichent également de fortes hausses, alors que la technologie, la santé et la consommation reculent.

▶ ACTIONS JAPONAISES

L'état de grâce consécutif à l'élection de Donald Trump se poursuit sur le marché actions japonais. L'indice Topix a progressé de 1,6% et le Nikkei 225 a renoué avec un plus haut annuel, dopés par les anticipations d'une politique économique expansionniste aux Etats-Unis, la baisse des inquiétudes liées à un prix bas du pétrole et la dépréciation du yen face au dollar, sous la barre des 114 points. La hausse du prix du pétrole après l'accord de l'OPEP visant à réduire sa production a déclenché un rally mondial des actions et des anticipations d'inflation. L'élargissement des *spreads* entre les Etats-Unis et le Japon s'est traduit par un yen faible, maintenant un marché haussier au Japon. A ce niveau du yen, les estimations des résultats des entreprises exportatrices sont en train d'être relevées par les analystes. L'amélioration du Quick Consensus DI, qui montre le ratio des résultats des entreprises révisés en hausse, a atteint son plus haut niveau depuis octobre 2015.

Cette semaine, les grands gagnants sont les secteurs des Mines (+8,5%), du Pétrole & des Produits à base de charbon (+6,6%) et les Titres & Matières premières (+4,3%), tandis que le secteur du Transport aérien a enregistré une performance négative (-2,4%).



Les sociétés pétrolières au Japon telles qu'**Inpex** (+9,1%) et **JX holdings** (+5,9%) ont engrangé des gains, avec les anticipations d'une amélioration des résultats liée à la hausse des prix du pétrole.

En revanche, la hausse des prix du pétrole a eu des conséquences négatives sur les valeurs du transport aérien. **ANA** a cédé 2,9% en raison d'inquiétudes entourant la hausse éventuelle des frais de carburant.

▶ MARCHES EMERGENTS

Cette semaine, les marchés émergents ont rebondi (+0,3%), surperformant les marchés développés (-1,1%). Les marchés asiatiques (+0,9%) et la Russie (+2,31%) ont surperformé l'Amérique latine (-2,79%), à cause du Brésil (-5%). L'élément majeur a été l'accord signé par l'OPEP visant à réduire la production dans la fourchette haute des anticipations. Le prix du baril de Brent s'est envolé de 11%.

En outre, les bons du Trésor américain à 10 ans ont continué de progresser, mettant sous pression certaines devises des marchés émergents. Au **Brésil**, la consolidation s'est accentuée à cause des turbulences politiques grandissantes (mise en accusation du Président du Sénat par le Tribunal suprême fédéral) et des chiffres du PIB au troisième trimestre pires que prévu. Malgré la décision de la banque centrale d'abaisser les taux d'intérêt de 25 points de base, liée à des statistiques économiques décevantes et des anticipations d'une inflation plus modérée (inflation 12 mois à 4,75%), le marché espère une baisse plus importante des taux d'intérêt.

En **Inde**, la banque centrale a décidé de relever le taux de réserves obligatoires sur les dépôts collectés entre le 16 septembre et le 11 novembre à la suite de la décision de démonétiser certaines coupures. L'inflation a continué de baisser (4,4% en octobre). Le PIB du troisième trimestre est ressorti inférieur aux attentes. Selon le management d'**Eicher**, la démonétisation devrait avoir un impact limité sur les résultats des entreprises.

En **Chine**, l'indice des directeurs d'achat en novembre et la croissance des résultats en octobre ont surpris positivement. L'élément principal a été l'annonce du démarrage de la connexion boursière entre Shenzhou et Hong Kong le 5 décembre.

▶ MATIERES PREMIERES

L'**OPEP** aura réussi à surprendre le marché, en parvenant à un accord au-dessus des attentes. Jusqu'à la veille de la décision, les déclarations des protagonistes entretenaient un scepticisme sur les marchés. Les importants efforts diplomatiques des six derniers mois ont conduit à un accord qui prévoit une baisse de production du cartel de 3,4% (1,17 millions de barils par jour), entérinant ainsi celui prévu à Alger fin septembre pour ramener la production de l'organisation à 32,5 millions de barils par jour.

L'accord est relativement historique car il s'agit de la première action en ce sens depuis 2008 (le Brent était alors à 43 dollars le baril et l'OPEP produisait 29 millions de barils par jour). La baisse de production est répartie entre les membres au prorata de leurs productions respectives, tout en tenant compte des situations spéciales. L'Indonésie n'est pas concernée et quitte l'organisation, le pays étant importateur net. La Libye et le Nigéria sont également exclus car les événements spécifiques de conflits internes les empêchent de produire normalement. Pour l'Iran, qui était le sujet épineux, une production de référence de 3,975 millions de barils par jour a été retenue (le pays produit actuellement 3,7 millions de barils par jour) sur laquelle est calculée la baisse de 4,6% prévue pour les autres. Le pays pourra ainsi passer sa production à 3,797 millions de barils par jour (+90.000 barils par jour), et participe à l'effort tout en augmentant sa production.

La nouveauté par rapport aux accords du passé réside dans la **création d'un comité de contrôle** chargé de surveiller de près la mise en œuvre. L'OPEP est connue pour avoir un niveau de respect des quotas limité (en moyenne à 80%). L'organisation cherche ainsi à regagner la crédibilité érodée au cours des deux dernières années.



L'inclusion de certains producteurs hors-OPEP, principalement la Russie, pour une coupe supplémentaire de 600.000 barils par jour est un plus en apparence, même si des doutes sont permis quant à la réalité d'une baisse de production russe. Une réunion est prévue le 9 décembre pour en préciser les contours. L'effet recherché par l'organisation est une diminution significative de l'excès de stocks de pétrole, qui empêche une remontée plus importante des prix, pourtant nécessaire pour justifier les investissements permettant une croissance de la production et un remplacement des réserves. L'accord devrait permettre de stabiliser les prix entre 50 et 60 dollars le baril au cours des six prochains mois.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

La semaine écoulée sur les marchés de crédit européens a ressemblé à s'y méprendre à la semaine dernière. Trois « facteurs de risque » cristallisent l'attention des investisseurs : référendum italien, évolution des taux cœurs européens et pétrole. Dans ce contexte, les indices de crédit sont relativement stables, avec un Main qui clôture la semaine à 80 points de base (contre 82 points de base lundi) et un Xover à 340 points de base (contre 342 points de base lundi). On note une amélioration du sentiment sur les grands pétroliers émergents voire même européens à la suite de l'accord de l'OPEP (**Petrobras, Pemex, Repsol**).

Parallèlement, on constate une baisse des papiers *corporate seniors* à longue durée du secteur des *utilities* et TMT dans le sillage de la hausse des taux cœur européens. Enfin, le *momentum* sur les banques italiennes est meilleur après l'annonce de la BCE. Pour rappel, celle-ci a déclaré être prête à augmenter temporairement ses achats de dette souveraine italienne si le résultat du référendum constitutionnel de dimanche provoque une flambée des rendements obligataires.

Concernant les nouvelles de notre couverture, nous notons que le japonais **JNFL** serait intéressé par la

prise d'une participation minoritaire dans **Areva NewCo**, indique le quotidien Les Echos. **RBS** n'a pas réussi les stress tests prudentiels annuels conduits par le régulateur britannique et annonce une série d'actions afin de renforcer son capital. **IKKS** publie des résultats en forte baisse et des perspectives décevantes. **Labeyrie Fine Foods** a dévoilé des résultats rassurants au titre du premier trimestre 2016/2017. **Verallia** a publié des résultats satisfaisants au titre du troisième trimestre 2016. La dette nette et le levier sont néanmoins affectés par le remboursement des contributions *equity* de 230 millions d'euros aux actionnaires. Le groupe confirme ses objectifs pour 2016. **Thomas Cook** cherche à émettre 500 millions d'euros d'obligations, qui serviront à rembourser l'obligation de 200 millions de livres, qui arrivera à échéance en mai 2017, ainsi qu'une partie de la souche 2020.

CONVERTIBLES

Cette semaine, les incertitudes liées au référendum en Italie ont pesé sur le sentiment des investisseurs, l'Eurostoxx 50 passant sous la barre des 3000 points. Les obligations convertibles du secteur pétrolier se sont envolées après l'annonce de l'accord de l'OPEP mercredi : Galp, ENI, Technip, Tullow et Weatherford ont enregistré un rally, mais certaines de ces obligations convertibles sont en fait moins chères sur la base d'un delta neutre.

Du côté négatif, jeudi, nous avons assisté à une purge sur les valeurs technologiques avec un NASDAQ en baisse de 1,36%. L'indice des semi-conducteurs a terminé en recul de 4,85% car la rotation des valeurs technologiques et de l'Internet se poursuit, **AMD** et **Microchip** cédant près de 7% au cours de la séance. **Micron** a annoncé de façon anticipée de solides résultats du premier trimestre. Le groupe de semi-conducteurs a relevé sa prévision de marge brute à 25-26% à la suite de la forte hausse des prix des mémoires DRAM.

Du côté du marché primaire, nous avons assisté à trois nouvelles émissions de la part de sociétés de petite et moyenne capitalisation. En Europe, le groupe néerlandais **BE Semiconductor Industries** est



arrivé sur le marché avec des obligations convertibles de 125 millions d'euros à un taux de 2,5% à échéance 7 ans. Aux Etats-Unis, le fournisseur de services informatiques pour le secteur de la santé **Evolent Health** a proposé pour 110 millions de dollars d'obligations convertibles à un taux de 2%. Le groupe de services pétroliers et gaziers **Newpark Resources** a émis une obligation convertible de 100 millions de dollars à un taux de 4%. Du côté des flux de fonds, à noter que Global CB funds a enregistré un afflux de 162 millions d'euros la semaine précédente.

Achévé de rédiger le 02/12/2016



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