



FLASH MARCHÉS : UN RETOUR DE L'AGITATION ?

LE 10 NOVEMBRE 2017

Sur les marchés

Nous venons de vivre une semaine un peu plus agitée que les précédentes sur les marchés. Après une impressionnante succession de hausses, les marchés d'actions ont corrigé hier. L'une des raisons immédiates semble être le rappel des réalités par Benoît Cœuré, membre du Conseil de la BCE qui souligne que le cycle actuel aura une fin et que la fuite en avant de l'endettement devrait être banni au profit des réformes de structure. Ceci a entraîné une légère tension sur les taux et par voie de conséquence un repli des actions.

Les deux autres éléments saillants de la semaine sont le renforcement du dollar et celui des prix du pétrole. La hausse des prix du pétrole est liée à la fois à des éléments de marché - la hausse de la demande mondiale - et à des éléments géopolitiques avec l'épuration en cours en Arabie Saoudite sur fond de tension accrue avec l'Iran. Enfin, les marchés sont attentifs au parcours législatif de la réforme fiscale aux Etats-Unis.

Dans ce contexte, nous restons favorables aux actions européennes et japonaises par rapport aux obligations d'Etat, mais nous sommes tactiquement plus prudents à court terme compte tenu de l'accélération de l'économie mondiale et de l'évolution probable des politiques monétaires au cours de l'année 2018.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les marchés européens s'affichent en baisse avec des mouvements différenciés significatifs au sein des indices en fonction des publications de résultats du T3. Les publications de résultats inférieures aux attentes ont pu donner lieu à d'importantes prises de bénéfice dans un marché au plus haut, en particulier après les propos de Benoît Cœuré estimant que la BCE ne pouvait recourir indéfiniment au Quantitative Easing. La croissance organique moyenne des ventes s'affiche néanmoins à près de +5% traduisant une résurgence de la croissance initiée au T1 et accentuée au T3 sur les secteurs les plus cycliques.

D'un point de vue sectoriel, notons la bonne tenue du segment pétrolier qui bénéficie d'un baril à près de 64\$. La distribution est en verve après un très bon trimestre d'**Ahold** qui annonce un nouveau programme de rachat d'actions pour 2018. Bonne tenue également du secteur des matériaux de construction grâce à un trimestre finalement bon pour **HeidelbergCement** (maintien d'un objectif d'EBITDA 2017 en croissance de 5 à 10%) comme **Vicat**. Les Utilities ont également affiché de bons résultats (**Veolia, Engie...**).

A l'inverse, le secteur bancaire a souffert en lien avec des résultats assez pauvres et la baisse des taux longs. Le secteur automobile a connu des prises de bénéfice après la décision de la Commission Européenne de réduire de 30% les émissions de CO2 pour les nouveaux véhicules, la



publication décevante de **BMW** dans son activité automobile ou les difficultés d'Opel chez **Peugeot**.

La forte correction d'**Altice** dont la dette du groupe s'élève à 51mds€ a également fait l'actualité. Depuis juin le titre a perdu la moitié de sa valeur. Patrick Drahi a repris la direction opérationnelle suite à la démission du directeur général.

Du côté des transformations d'entreprises, **ADP** a bénéficié de nouvelles informations concernant l'avancée du projet de privatisation du groupe. **Fortum** a officiellement déposé une offre d'achat sur l'intégralité du capital d'**Uniper** et **EON** a jusqu'à janvier 2018 pour vendre sa participation de 46.65%. **Innogy** serait en négociations avec **SSE** pour rapprocher leurs filiales britanniques qui constitueraient un groupe indépendant coté de distribution d'énergie. Le rapprochement entre **T-Mobile** et **Sprint** est en revanche abandonné.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Au cours des cinq dernières séances, le niveau des indices américains reste quasi inchangé mais s'accompagne du retour d'une certaine nervosité. En l'absence de nouvelle macroéconomique majeure, c'est sur la politique que le marché a porté son attention, certains sénateurs républicains ayant déclaré que la réforme fiscale pourrait ne pas voir le jour avant 2019.

Le pétrole a retrouvé ses plus hauts niveaux depuis plus de deux ans : la demande de pétrole continue de surprendre favorablement (près de 2 millions de barils jour vs. 2016 contre une croissance traditionnelle de +1mb/j). L'OPEP semble prêt pour prolonger le gel de sa production l'année prochaine et la production de gaz de schiste aux Etats-Unis ne s'est pas envolée contrairement aux attentes : les chiffres trimestriels des sociétés d'exploration et production américaines révèlent une croissance de seulement 1% de leur production.

La saison des résultats trimestriels approche de la fin. Ce sont 457 sociétés qui ont déjà publié leurs chiffres, 337 sont ressorties au-dessus des attentes, 109 ont déçu. L'agrégat fait ressortir un BPA de \$33.36, 7% au-dessus des résultats du troisième trimestre 2016, 4% supérieur aux anticipations du consensus à \$32.

Les secteurs défensifs (immobilier, utilities, consommation de base) ainsi que l'énergie affichent les meilleures performances hebdomadaires, tandis que les financières ont été plus fortement pénalisées par l'aplatissement de la courbe des taux : les craintes de décalage de la réforme fiscale ont pesé sur les taux longs tandis qu'une hausse des taux en décembre est désormais largement anticipée.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Le marché actions japonais a atteint son plus haut niveau depuis 25 ans mais a achevé la semaine en légère baisse. L'indice TOPIX a néanmoins terminé en hausse de 1,1 %. Le récent marché haussier à Tokyo a permis aux actions japonaises de regagner la moitié du terrain perdu entre leur pic en 1989 et leur creux en 2009, d'où l'optimisme de certains experts à leur égard. Les grandes capitalisations surperforment les petites et les moyennes en raison des belles perspectives de croissance économique à l'échelle mondiale et des solides prévisions de bénéfices pour l'exercice 2017. Les sociétés de négoce, réputées sensibles à la conjoncture, ont enregistré une forte hausse de leurs cours de bourse (+8,6 % pour **Mitsubishi** et +6,7 % pour **Sumitomo**). **Keyence** (+8,3 %) et le groupe chimique **Asahi-Kasei** (+7,0%) comptent parmi les grandes capitalisations qui ont le plus progressé cette semaine.

À l'échelle des secteurs, l'exploitation minière (+6,3 %), le transport maritime (+4,6 %) et le commerce de gros (+3,3 %) ont fini dans le vert tandis que la pêche & agriculture (-3,3 %), les produits du caoutchouc (-2,6 %) et les métaux non ferreux (-1,3 %) ont fini dans le rouge. Les valeurs bancaires ont également terminé en repli (-1,9 %) dans le sillage des trois poids lourds du secteur, à savoir **Mizuho** (-0,9 %), **Sumitomo Mitsui Financial Group** (-1,4 %) et **Mitsubishi UFJ Financial Group** (-2,2 %). Les investisseurs jugent les autres valeurs bancaires sous-évaluées mais sont encore circonspects quant à leurs stratégies après l'annonce de plans de rationalisation axés sur une réduction du nombre d'agences.



▶ MARCHES EMERGENTS

Les marchés émergents, notamment la Chine, ont signé une belle performance (l'indice MSCI China a progressé de 2,4 %).

En général, les entreprises ont annoncé de bons résultats. La Chine s'est également illustrée sur ce front. La demande plus forte que prévu pour l'iPhone X constitue un autre moteur de performance important. En effet, les fonctionnalités innovantes de ce modèle (double caméra et capteur 3D) ont donné un coup de fouet aux sous-traitants chinois d'Apple tels que **Sunny Optical**, **AAC** et **Q-Technology**. Sur le plan macroéconomique, les chiffres du commerce extérieur chinois (exportations et importations) se sont avérés conformes aux estimations du consensus, même si l'on constate une décélération par rapport au mois de septembre, imputable en partie à l'impact de la Fête de la mi-automne.

En Inde, le comité de pilotage de la taxe sur les biens et services a adopté un taux réduit (18 % au lieu de 28 %) pour un certain nombre d'articles tels que le chocolat, le chewing-gum, l'après-rasage, les produits de beauté, la poudre, les détergents, les boissons bonnes pour la santé et le marbre. Sur le front des résultats d'entreprises, le bilan est mitigé dans l'industrie.

Voltas a annoncé de bons résultats (+19 %) malgré la modeste croissance de son chiffre d'affaires (+7 %) grâce à une remarquable maîtrise de ses coûts. Dans le secteur des équipements énergétiques, **Bharat Heavy** a enregistré un EBITDA négatif en raison de retards dans la réalisation de projets. Dans le secteur automobile, **Motherson Sumi** a publié des résultats légèrement inférieurs aux attentes (+22 %). En revanche, **Bharat Forge** a dévoilé de très bons résultats (+52 %) grâce au rebond de son activité poids-lourds aux États-Unis. **Indraprastha Gas** a publié de solides résultats (+17 %) grâce à une mesure anti-pollution qui rend obligatoire la conversion des bus et des véhicules de transport privés au gaz naturel comprimé (GNC).

Au Brésil, les résultats ont également été meilleurs que prévu grâce à l'amélioration des chiffres d'affaires et

des marges d'exploitation (baisse des coûts). Le concessionnaire d'autoroutes à péage **Ecorodovias** a fait état d'une progression de son chiffre d'affaires, de son EBITDA et de son bénéfice net de 11 %, 21 % et 85 %, respectivement. L'équipementier automobile **Iochpe** a également annoncé un BPA supérieur aux attentes, en hausse de 15 % grâce à une forte progression (+21 %) de son chiffre d'affaires. La production et la demande d'automobiles est une nouvelle fois ressortie en forte hausse en octobre (+65 % et +25 % sur un an, respectivement).

En Argentine, les banques ont une nouvelle fois dévoilé de bons résultats trimestriels, portés par la forte croissance du crédit. La banque centrale a de nouveau relevé ses taux d'intérêt (de 100 pb) pour juguler l'inflation. En outre, elle a annoncé la fin des subventions aux petites entreprises qui leur permettaient d'obtenir des prêts à des conditions inférieures au taux de référence. Nous voyons cette décision d'un bon œil.

Nous restons optimistes à l'égard des marchés émergents, qui surfent sur la révision à la hausse des bénéfices et la décrue de l'inflation.

▶ MATIERES PREMIERES

Le momentum reste soutenu sur le marché du pétrole, grâce à une combinaison de la montée du risque politique et de la reconnaissance par le marché de l'amélioration des fondamentaux. A près de \$64 le baril, le Brent est dans sa 5ème semaine de hausse consécutive. Ce niveau n'avait pas été atteint depuis juin 2015.

La baisse des stocks de brut mondiaux a permis une revalorisation de la prime géopolitique : l'augmentation des tensions entre les États-Unis et l'Iran (refus de Trump de signer l'accord sur le nucléaire suite au missile tiré depuis le Yémen), les tensions entre l'Arabie Saoudite et le Liban après la démission du premier ministre libanais qui a accusé le Hezbollah et l'Iran d'avoir la mainmise sur son pays, le risque de défaut du Venezuela (production de 1,94M de b/j selon l'AIE en septembre)... ont été des facteurs de soutien des prix cette semaine. Le Prince héritier saoudien Mohammed Ben Salmane a également consolidé son pouvoir en organisant « une purge » lors de



laquelle des personnalités politiques et des affaires ont été arrêtées le week-end dernier. Cette initiative renforce dans une certaine mesure la crédibilité du pays à conduire sa politique de coupe de production au sein de l'OPEP. Un porte-parole du ministère de l'énergie saoudien a précisé que le royaume prévoyait de couper ses exportations en décembre sur toutes les destinations de 120k b/j.

Du côté des données hebdomadaires, l'activité de forage aux Etats-Unis continue de baisser avec un nombre de foreuses de pétrole de 728 (-8 rigs sur la semaine). Les stocks de brut aux Etats-Unis ont cru de 2,2M de barils sur la semaine alors que la période de maintenance des raffineries bat son plein. Les stocks totaux (brut + produits pétroliers) ont en conséquence baissé de 4,4M de barils. La demande reste très bien orientée.

Nous relevons donc nos estimations de bas de fourchette de 50 à 55 (plage de 55-65 \$/b) et pensons que la hausse des prix pourrait être capée à court terme. En effet, la forte hausse récente de l'or noir pourrait amener l'OPEP à repousser la décision d'étendre son intervention au-delà de mars 2018 (prochaine réunion prévue le 30 Novembre). Néanmoins, malgré sa bonne performance récente (+14% en Euro), nous pensons que le secteur énergie a toujours un rattrapage à faire.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché a été en baisse cette semaine avec de nombreux flux vendeurs qui ont entraîné un écartement significatif des spreads (- 19 points de base pour le Xover sur la semaine). Les papiers à longue duration et les noms périphériques ont particulièrement sous performé, suite à la hausse des taux.

Le marché primaire a été très actif. **Titan (BB+)**, producteur mondial de matériaux de construction, a émis une obligation Senior 7 ans pour 250 Mi d'euros. **Rexel (Ba2 /BB s/BB)**, expert de la distribution multicanale pour le monde de l'énergie, a émis une obligation Senior 7.5 ans pour 500 Mi d'euros. **CMC di Ravenna (B2/B)**, leader dans l'industrie de la construction, a émis une obligation Senior 5.25 ans pour 325 Mi d'euros. **Eurofins Scientific**, groupe français de biotechnologies, a émis

une obligation perpétuelle (non call 8 ans) pour 400 Mi d'euros. Enfin, **Ferrovial (BBB/BBB)**, qui opère dans le domaine des infrastructures, a émis une obligation hybride perpétuelle (non call 5,5 années) pour 500 Mi d'euros. Sur le segment des financières, **BNP Paribas (Aa3/A)** et **BBVA (Baa1/BBB)** ont émis des Cocos (non call 10 ans) pour 750 Mi et 1 milliard de dollars.

Il y a eu de nombreuses publications de résultats cette semaine. **New Look (Caa1/CCC+)**, détaillant mondial en habillement, a publié des résultats S1 2017/18 toujours en baisse. Le CA global recule de 4.5%, impacté par une baisse du CA de 6.1% du réseau retail UK. La marge brute baisse de 11% du à une augmentation des promotions. Le groupe se montre cependant confiant dans sa capacité à améliorer ses performances, indiquant tout de même que le deuxième semestre sera « challenging ». **Wind Tre (B1/BB-)**, opérateur mobile italien, a publié ses résultats 9M 2017 avec un T3 décevant. Le CA est en baisse de 2.1% (-6% au T3 après +0.2% au S1) mais l'EBITDA ressort en hausse de 2.9% (-5% au T3 après +7.9% au S1). La baisse provient en grande partie du secteur Mobile (-3,8% au T3) au sein duquel il y a une intensification de la concurrence et un changement de réglementation sur l'itinérance en Europe. **Wienerberger (Ba2)**, producteur mondial de briques en terre cuite, affiche une hausse de son CA de 4% au T3 2017 due à l'accélération du secteur de la construction en Amérique du Nord. **Europcar (B1/B+)**, entreprise de location de véhicule, a annoncé des résultats assez bons, confirmant ses objectifs pour l'année. Le CA est en hausse de 12.3% sur le trimestre, avec une croissance particulièrement forte des pays européens du sud.

Altice (B1/B+) a annoncé la démission de son directeur général Michel Combes, afin de procéder à une réorganisation du groupe, caractérisée par un retour au premier plan de Patrick Drahi. Cette décision fait suite aux résultats décevants du groupe au T3 2017, qui affiche une forte sous performance en France (perte d'abonnées) et dont le CA pro forma recule de 1.8% à 5.75 mds d'euros. Altice a particulièrement sous performé sur les segments actions et crédit suite à ces annonces.

CONVERTIBLES

Une semaine mouvementée sur le marché des obligations convertibles avec le retour de la volatilité et de nombreuses émissions sur le marché primaire.



En Europe, le géant français du BTP et des concessions **Vinci** a procédé à une émission complémentaire d'obligations convertibles non dilutives remboursables en 2022 d'un montant de 125 millions d'USD. En Chine **Qingdao Haier** a émis pour 8 milliards de HKD d'obligations zéro coupon échangeables en actions du groupe d'électronique grand public **Haier Electronics** (coté à Hong Kong) à des fins de refinancement. À Singapour, **Suntec REIT** a placé pour 300 millions de SGD d'obligations convertibles à 7 ans assorties d'un coupon de 1,75 % à des fins de refinancement. Aux États-Unis, le fabricant de pompes à insuline **Insulet** a émis pour 350 millions d'USD d'obligations convertibles à 7 ans assorties d'un coupon de 1,375 % à des fins de refinancement. Autre émission réalisée par un émetteur issu du secteur de la santé : la société biotechnologique **Sarepta**, spécialisée dans les approches thérapeutiques basées sur l'ARN, a émis pour 475 millions d'USD d'obligations convertibles à 7 ans assorties d'un coupon de 1,5 %. Le produit de cette émission lui permettra de renforcer son bilan. Une troisième émission est intervenue aux États-Unis : **Arbor Realty Trust**, une société spécialisée dans le financement immobilier, a émis pour 125 millions d'USD d'obligations convertibles à 3 ans assorties d'un coupon de 5,375 % afin de financer des investissements.

Le groupe de BTP italien **Astaldi** était en difficulté cette semaine : son cours de bourse a dévissé de 44 % et son spread de crédit s'est creusé de plus de 1 200 points de base après que l'entreprise a annoncé envisager une augmentation de capital de 200 millions d'EUR et un possible refinancement de son émission 2020 d'un montant de 750 millions d'EUR. Cette double annonce est intervenue après le report de la publication de ses résultats trimestriels.

Sur le front des résultats d'entreprises, l'éditeur français de jeux vidéo **Ubisoft** a fait état d'une forte croissance de son chiffre d'affaires au deuxième trimestre (+85,8 % en glissement annuel), qui s'est élevé à 264,2 millions d'EUR. Ce montant, supérieur à l'objectif de l'entreprise et aux estimations des analystes, est attribuable à la belle performance de Mario + The Lapins Crétins et Rainbow Six Siege. Le processus de numérisation est toujours en cours et

représente désormais 73 % des ventes totales. Aux États-Unis, **Pacira Pharmaceuticals** a annoncé un chiffre d'affaires trimestriel de 67,3 millions d'USD moins mauvais que prévu. L'entreprise a noté une forte accélération des ventes de l'Exparel au cours du trimestre malgré l'impact du cyclone Irma. Le titre s'est adjugé 17 % dans la foulée de la publication des résultats. Au Japon, **Teijin** a dévoilé de très bons résultats, avec un bénéfice d'exploitation de 37,5 milliards de JPY au premier semestre, supérieur aux estimations, grâce à la belle performance de sa division matériaux.

Achevé de rédiger le 10/11/2017



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



FLASH MARCHÉS : UN RETOUR DE L'AGITATION ?

LE 10 NOVEMBRE 2017

Sur les marchés

Nous venons de vivre une semaine un peu plus agitée que les précédentes sur les marchés. Après une impressionnante succession de hausses, les marchés d'actions ont corrigé hier. L'une des raisons immédiates semble être le rappel des réalités par Benoît Cœuré, membre du Conseil de la BCE qui souligne que le cycle actuel aura une fin et que la fuite en avant de l'endettement devrait être banni au profit des réformes de structure. Ceci a entraîné une légère tension sur les taux et par voie de conséquence un repli des actions.

Les deux autres éléments saillants de la semaine sont le renforcement du dollar et celui des prix du pétrole. La hausse des prix du pétrole est liée à la fois à des éléments de marché - la hausse de la demande mondiale - et à des éléments géopolitiques avec l'épuration en cours en Arabie Saoudite sur fond de tension accrue avec l'Iran. Enfin, les marchés sont attentifs au parcours législatif de la réforme fiscale aux Etats-Unis.

Dans ce contexte, nous restons favorables aux actions européennes et japonaises par rapport aux obligations d'Etat, mais nous sommes tactiquement plus prudents à court terme compte tenu de l'accélération de l'économie mondiale et de l'évolution probable des politiques monétaires au cours de l'année 2018.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les marchés européens s'affichent en baisse avec des mouvements différenciés significatifs au sein des indices en fonction des publications de résultats du T3. Les publications de résultats inférieures aux attentes ont pu donner lieu à d'importantes prises de bénéfice dans un marché au plus haut, en particulier après les propos de Benoît Cœuré estimant que la BCE ne pouvait recourir indéfiniment au Quantitative Easing. La croissance organique moyenne des ventes s'affiche néanmoins à près de +5% traduisant une résurgence de la croissance initiée au T1 et accentuée au T3 sur les secteurs les plus cycliques.

D'un point de vue sectoriel, notons la bonne tenue du segment pétrolier qui bénéficie d'un baril à près de 64\$. La distribution est en verve après un très bon trimestre d'**Ahold** qui annonce un nouveau programme de rachat d'actions pour 2018. Bonne tenue également du secteur des matériaux de construction grâce à un trimestre finalement bon pour **HeidelbergCement** (maintien d'un objectif d'EBITDA 2017 en croissance de 5 à 10%) comme **Vicat**. Les Utilities ont également affiché de bons résultats (**Veolia, Engie...**).

A l'inverse, le secteur bancaire a souffert en lien avec des résultats assez pauvres et la baisse des taux longs. Le secteur automobile a connu des prises de bénéfice après la décision de la Commission Européenne de réduire de 30% les émissions de CO2 pour les nouveaux véhicules, la



publication décevante de **BMW** dans son activité automobile ou les difficultés d'Opel chez **Peugeot**.

La forte correction d'**Altice** dont la dette du groupe s'élève à 51mds€ a également fait l'actualité. Depuis juin le titre a perdu la moitié de sa valeur. Patrick Drahi a repris la direction opérationnelle suite à la démission du directeur général.

Du côté des transformations d'entreprises, **ADP** a bénéficié de nouvelles informations concernant l'avancée du projet de privatisation du groupe. **Fortum** a officiellement déposé une offre d'achat sur l'intégralité du capital d'**Uniper** et **EON** a jusqu'à janvier 2018 pour vendre sa participation de 46.65%. **Innogy** serait en négociations avec **SSE** pour rapprocher leurs filiales britanniques qui constitueraient un groupe indépendant coté de distribution d'énergie. Le rapprochement entre **T-Mobile** et **Sprint** est en revanche abandonné.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Au cours des cinq dernières séances, le niveau des indices américains reste quasi inchangé mais s'accompagne du retour d'une certaine nervosité. En l'absence de nouvelle macroéconomique majeure, c'est sur la politique que le marché a porté son attention, certains sénateurs républicains ayant déclaré que la réforme fiscale pourrait ne pas voir le jour avant 2019.

Le pétrole a retrouvé ses plus hauts niveaux depuis plus de deux ans : la demande de pétrole continue de surprendre favorablement (près de 2 millions de barils jour vs. 2016 contre une croissance traditionnelle de +1mb/j). L'OPEP semble prêt pour prolonger le gel de sa production l'année prochaine et la production de gaz de schiste aux Etats-Unis ne s'est pas envolée contrairement aux attentes : les chiffres trimestriels des sociétés d'exploration et production américaines révèlent une croissance de seulement 1% de leur production.

La saison des résultats trimestriels approche de la fin. Ce sont 457 sociétés qui ont déjà publié leurs chiffres, 337 sont ressorties au-dessus des attentes, 109 ont déçu. L'agrégat fait ressortir un BPA de \$33.36, 7% au-dessus des résultats du troisième trimestre 2016, 4% supérieur aux anticipations du consensus à \$32.

Les secteurs défensifs (immobilier, utilities, consommation de base) ainsi que l'énergie affichent les meilleures performances hebdomadaires, tandis que les financières ont été plus fortement pénalisées par l'aplatissement de la courbe des taux : les craintes de décalage de la réforme fiscale ont pesé sur les taux longs tandis qu'une hausse des taux en décembre est désormais largement anticipée.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Le marché actions japonais a atteint son plus haut niveau depuis 25 ans mais a achevé la semaine en légère baisse. L'indice TOPIX a néanmoins terminé en hausse de 1,1 %. Le récent marché haussier à Tokyo a permis aux actions japonaises de regagner la moitié du terrain perdu entre leur pic en 1989 et leur creux en 2009, d'où l'optimisme de certains experts à leur égard. Les grandes capitalisations surperforment les petites et les moyennes en raison des belles perspectives de croissance économique à l'échelle mondiale et des solides prévisions de bénéfices pour l'exercice 2017. Les sociétés de négoce, réputées sensibles à la conjoncture, ont enregistré une forte hausse de leurs cours de bourse (+8,6 % pour **Mitsubishi** et +6,7 % pour **Sumitomo**). **Keyence** (+8,3 %) et le groupe chimique **Asahi-Kasei** (+7,0%) comptent parmi les grandes capitalisations qui ont le plus progressé cette semaine.

À l'échelle des secteurs, l'exploitation minière (+6,3 %), le transport maritime (+4,6 %) et le commerce de gros (+3,3 %) ont fini dans le vert tandis que la pêche & agriculture (-3,3 %), les produits du caoutchouc (-2,6 %) et les métaux non ferreux (-1,3 %) ont fini dans le rouge. Les valeurs bancaires ont également terminé en repli (-1,9 %) dans le sillage des trois poids lourds du secteur, à savoir **Mizuho** (-0,9 %), **Sumitomo Mitsui Financial Group** (-1,4 %) et **Mitsubishi UFJ Financial Group** (-2,2 %). Les investisseurs jugent les autres valeurs bancaires sous-évaluées mais sont encore circonspects quant à leurs stratégies après l'annonce de plans de rationalisation axés sur une réduction du nombre d'agences.



▶ MARCHES EMERGENTS

Les marchés émergents, notamment la Chine, ont signé une belle performance (l'indice MSCI China a progressé de 2,4 %).

En général, les entreprises ont annoncé de bons résultats. La Chine s'est également illustrée sur ce front. La demande plus forte que prévu pour l'iPhone X constitue un autre moteur de performance important. En effet, les fonctionnalités innovantes de ce modèle (double caméra et capteur 3D) ont donné un coup de fouet aux sous-traitants chinois d'Apple tels que **Sunny Optical**, **AAC** et **Q-Technology**. Sur le plan macroéconomique, les chiffres du commerce extérieur chinois (exportations et importations) se sont avérés conformes aux estimations du consensus, même si l'on constate une décélération par rapport au mois de septembre, imputable en partie à l'impact de la Fête de la mi-automne.

En Inde, le comité de pilotage de la taxe sur les biens et services a adopté un taux réduit (18 % au lieu de 28 %) pour un certain nombre d'articles tels que le chocolat, le chewing-gum, l'après-rasage, les produits de beauté, la poudre, les détergents, les boissons bonnes pour la santé et le marbre. Sur le front des résultats d'entreprises, le bilan est mitigé dans l'industrie.

Voltas a annoncé de bons résultats (+19 %) malgré la modeste croissance de son chiffre d'affaires (+7 %) grâce à une remarquable maîtrise de ses coûts. Dans le secteur des équipements énergétiques, **Bharat Heavy** a enregistré un EBITDA négatif en raison de retards dans la réalisation de projets. Dans le secteur automobile, **Motherson Sumi** a publié des résultats légèrement inférieurs aux attentes (+22 %). En revanche, **Bharat Forge** a dévoilé de très bons résultats (+52 %) grâce au rebond de son activité poids-lourds aux États-Unis. **Indraprastha Gas** a publié de solides résultats (+17 %) grâce à une mesure anti-pollution qui rend obligatoire la conversion des bus et des véhicules de transport privés au gaz naturel comprimé (GNC).

Au Brésil, les résultats ont également été meilleurs que prévu grâce à l'amélioration des chiffres d'affaires et

des marges d'exploitation (baisse des coûts). Le concessionnaire d'autoroutes à péage **Ecorodovias** a fait état d'une progression de son chiffre d'affaires, de son EBITDA et de son bénéfice net de 11 %, 21 % et 85 %, respectivement. L'équipementier automobile **Iochpe** a également annoncé un BPA supérieur aux attentes, en hausse de 15 % grâce à une forte progression (+21 %) de son chiffre d'affaires. La production et la demande d'automobiles est une nouvelle fois ressortie en forte hausse en octobre (+65 % et +25 % sur un an, respectivement).

En Argentine, les banques ont une nouvelle fois dévoilé de bons résultats trimestriels, portés par la forte croissance du crédit. La banque centrale a de nouveau relevé ses taux d'intérêt (de 100 pb) pour juguler l'inflation. En outre, elle a annoncé la fin des subventions aux petites entreprises qui leur permettaient d'obtenir des prêts à des conditions inférieures au taux de référence. Nous voyons cette décision d'un bon œil.

Nous restons optimistes à l'égard des marchés émergents, qui surfent sur la révision à la hausse des bénéfices et la décrue de l'inflation.

▶ MATIERES PREMIERES

Le momentum reste soutenu sur le marché du pétrole, grâce à une combinaison de la montée du risque politique et de la reconnaissance par le marché de l'amélioration des fondamentaux. A près de \$64 le baril, le Brent est dans sa 5ème semaine de hausse consécutive. Ce niveau n'avait pas été atteint depuis juin 2015.

La baisse des stocks de brut mondiaux a permis une revalorisation de la prime géopolitique : l'augmentation des tensions entre les États-Unis et l'Iran (refus de Trump de signer l'accord sur le nucléaire suite au missile tiré depuis le Yémen), les tensions entre l'Arabie Saoudite et le Liban après la démission du premier ministre libanais qui a accusé le Hezbollah et l'Iran d'avoir la mainmise sur son pays, le risque de défaut du Venezuela (production de 1,94M de b/j selon l'AIE en septembre)... ont été des facteurs de soutien des prix cette semaine. Le Prince héritier saoudien Mohammed Ben Salmane a également consolidé son pouvoir en organisant « une purge » lors de



laquelle des personnalités politiques et des affaires ont été arrêtées le week-end dernier. Cette initiative renforce dans une certaine mesure la crédibilité du pays à conduire sa politique de coupe de production au sein de l'OPEP. Un porte-parole du ministère de l'énergie saoudien a précisé que le royaume prévoyait de couper ses exportations en décembre sur toutes les destinations de 120k b/j.

Du côté des données hebdomadaires, l'activité de forage aux Etats-Unis continue de baisser avec un nombre de foreuses de pétrole de 728 (-8 rigs sur la semaine). Les stocks de brut aux Etats-Unis ont cru de 2,2M de barils sur la semaine alors que la période de maintenance des raffineries bat son plein. Les stocks totaux (brut + produits pétroliers) ont en conséquence baissé de 4,4M de barils. La demande reste très bien orientée.

Nous relevons donc nos estimations de bas de fourchette de 50 à 55 (plage de 55-65 \$/b) et pensons que la hausse des prix pourrait être capée à court terme. En effet, la forte hausse récente de l'or noir pourrait amener l'OPEP à repousser la décision d'étendre son intervention au-delà de mars 2018 (prochaine réunion prévue le 30 Novembre). Néanmoins, malgré sa bonne performance récente (+14% en Euro), nous pensons que le secteur énergie a toujours un rattrapage à faire.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché a été en baisse cette semaine avec de nombreux flux vendeurs qui ont entraîné un écartement significatif des spreads (- 19 points de base pour le Xover sur la semaine). Les papiers à longue duration et les noms périphériques ont particulièrement sous performé, suite à la hausse des taux.

Le marché primaire a été très actif. **Titan (BB+)**, producteur mondial de matériaux de construction, a émis une obligation Senior 7 ans pour 250 Mi d'euros. **Rexel (Ba2 /BB s/BB)**, expert de la distribution multicanale pour le monde de l'énergie, a émis une obligation Senior 7.5 ans pour 500 Mi d'euros. **CMC di Ravenna (B2/B)**, leader dans l'industrie de la construction, a émis une obligation Senior 5.25 ans pour 325 Mi d'euros. **Eurofins Scientific**, groupe français de biotechnologies, a émis

une obligation perpétuelle (non call 8 ans) pour 400 Mi d'euros. Enfin, **Ferrovial (BBB/BBB)**, qui opère dans le domaine des infrastructures, a émis une obligation hybride perpétuelle (non call 5,5 années) pour 500 Mi d'euros. Sur le segment des financières, **BNP Paribas (Aa3/A)** et **BBVA (Baa1/BBB)** ont émis des Cocos (non call 10 ans) pour 750 Mi et 1 milliard de dollars.

Il y a eu de nombreuses publications de résultats cette semaine. **New Look (Caa1/CCC+)**, détaillant mondial en habillement, a publié des résultats S1 2017/18 toujours en baisse. Le CA global recule de 4.5%, impacté par une baisse du CA de 6.1% du réseau retail UK. La marge brute baisse de 11% du à une augmentation des promotions. Le groupe se montre cependant confiant dans sa capacité à améliorer ses performances, indiquant tout de même que le deuxième semestre sera « challenging ». **Wind Tre (B1/BB-)**, opérateur mobile italien, a publié ses résultats 9M 2017 avec un T3 décevant. Le CA est en baisse de 2.1% (-6% au T3 après +0.2% au S1) mais l'EBITDA ressort en hausse de 2.9% (-5% au T3 après +7.9% au S1). La baisse provient en grande partie du secteur Mobile (-3,8% au T3) au sein duquel il y a une intensification de la concurrence et un changement de réglementation sur l'itinérance en Europe. **Wienerberger (Ba2)**, producteur mondial de briques en terre cuite, affiche une hausse de son CA de 4% au T3 2017 due à l'accélération du secteur de la construction en Amérique du Nord. **Europcar (B1/B+)**, entreprise de location de véhicule, a annoncé des résultats assez bons, confirmant ses objectifs pour l'année. Le CA est en hausse de 12.3% sur le trimestre, avec une croissance particulièrement forte des pays européens du sud.

Altice (B1/B+) a annoncé la démission de son directeur général Michel Combes, afin de procéder à une réorganisation du groupe, caractérisée par un retour au premier plan de Patrick Drahi. Cette décision fait suite aux résultats décevants du groupe au T3 2017, qui affiche une forte sous performance en France (perte d'abonnées) et dont le CA pro forma recule de 1.8% à 5.75 mds d'euros. Altice a particulièrement sous performé sur les segments actions et crédit suite à ces annonces.

CONVERTIBLES

Une semaine mouvementée sur le marché des obligations convertibles avec le retour de la volatilité et de nombreuses émissions sur le marché primaire.



En Europe, le géant français du BTP et des concessions **Vinci** a procédé à une émission complémentaire d'obligations convertibles non dilutives remboursables en 2022 d'un montant de 125 millions d'USD. En Chine **Qingdao Haier** a émis pour 8 milliards de HKD d'obligations zéro coupon échangeables en actions du groupe d'électronique grand public **Haier Electronics** (coté à Hong Kong) à des fins de refinancement. À Singapour, **Suntec REIT** a placé pour 300 millions de SGD d'obligations convertibles à 7 ans assorties d'un coupon de 1,75 % à des fins de refinancement. Aux États-Unis, le fabricant de pompes à insuline **Insulet** a émis pour 350 millions d'USD d'obligations convertibles à 7 ans assorties d'un coupon de 1,375 % à des fins de refinancement. Autre émission réalisée par un émetteur issu du secteur de la santé : la société biotechnologique **Sarepta**, spécialisée dans les approches thérapeutiques basées sur l'ARN, a émis pour 475 millions d'USD d'obligations convertibles à 7 ans assorties d'un coupon de 1,5 %. Le produit de cette émission lui permettra de renforcer son bilan. Une troisième émission est intervenue aux États-Unis : **Arbor Realty Trust**, une société spécialisée dans le financement immobilier, a émis pour 125 millions d'USD d'obligations convertibles à 3 ans assorties d'un coupon de 5,375 % afin de financer des investissements.

Le groupe de BTP italien **Astaldi** était en difficulté cette semaine : son cours de bourse a dévissé de 44 % et son spread de crédit s'est creusé de plus de 1 200 points de base après que l'entreprise a annoncé envisager une augmentation de capital de 200 millions d'EUR et un possible refinancement de son émission 2020 d'un montant de 750 millions d'EUR. Cette double annonce est intervenue après le report de la publication de ses résultats trimestriels.

Sur le front des résultats d'entreprises, l'éditeur français de jeux vidéo **Ubisoft** a fait état d'une forte croissance de son chiffre d'affaires au deuxième trimestre (+85,8 % en glissement annuel), qui s'est élevé à 264,2 millions d'EUR. Ce montant, supérieur à l'objectif de l'entreprise et aux estimations des analystes, est attribuable à la belle performance de Mario + The Lapins Crétins et Rainbow Six Siege. Le processus de numérisation est toujours en cours et

représente désormais 73 % des ventes totales. Aux États-Unis, **Pacira Pharmaceuticals** a annoncé un chiffre d'affaires trimestriel de 67,3 millions d'USD moins mauvais que prévu. L'entreprise a noté une forte accélération des ventes de l'Exparel au cours du trimestre malgré l'impact du cyclone Irma. Le titre s'est adjugé 17 % dans la foulée de la publication des résultats. Au Japon, **Teijin** a dévoilé de très bons résultats, avec un bénéfice d'exploitation de 37,5 milliards de JPY au premier semestre, supérieur aux estimations, grâce à la belle performance de sa division matériaux.

Achevé de rédiger le 10/11/2017



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