



---

# FLASH MARCHÉS : LA MACROÉCONOMIE À LA RESCOUSSE

---

LE 17 NOVEMBRE 2017

## Sur les marchés

Le début de la semaine fut marqué par la poursuite de la correction sur les marchés européens. Les statistiques macroéconomiques sont ensuite venues conforter les investisseurs, grâce à la vigueur de la croissance en Europe et aux Etats-Unis. La publication du PIB allemand pour le 3<sup>ème</sup> trimestre 2017 a montré une accélération à +2,8% en rythme annuel, ce qui surpasse largement les attentes moins optimistes du consensus (+2,3%). Il a de plus été revu à la hausse pour les deux trimestres précédents. La croissance italienne (+1,8% vs +1,5% au 2<sup>ème</sup> trimestre), puis celle de la zone euro (confirmée à +2,5%), accompagnée enfin par la France, dont la croissance attendue par le consensus Bloomberg devrait atteindre +1,8%, sont ensuite venues confirmer la tendance. L'embellie du commerce mondial et une phase de restockage expliquent en grande partie cette accélération de la croissance. Mais cette activité n'entraîne pas, pour l'instant, de pressions inflationnistes dans la zone euro, qui se replie même de 0,3% (à +1,2% en Allemagne et +0,9% en Espagne). La solidité des chiffres de croissance dans la zone ont néanmoins eu pour conséquence une remontée de l'euro contre dollar qui a touché 1,186 en séance mercredi.

Aux Etats-Unis, bien qu'une étape majeure a été franchie concernant la mise en œuvre de la réforme fiscale, les doutes persistent sur fond de divergences entre le Sénat et la Chambre des représentants. Cela alimente l'aversion au risque et entretient la volatilité sur les marchés d'actions (le VIX a atteint en séance mercredi un point haut de plus de deux mois à 13,3 points). Au plan fondamental, l'économie américaine continue de montrer d'excellents chiffres avec une production industrielle en progression de 0,9% en octobre (+2,9% sur un an), tirée notamment par les secteurs de la chimie, du pétrole et de l'automobile. L'emploi manufacturier s'améliore également avec 156.000 postes créés au cours des 12 derniers mois, soit la plus forte croissance annuelle depuis la mi-2015.

Les pays émergents souffrent dans le même temps d'un certain essoufflement. Les indicateurs avancés restent globalement bien orientés mais les bonnes nouvelles s'épuisent. Si les banques centrales (notamment russe et brésilienne) resteront en soutien de l'activité, le niveau des prix du pétrole et le tassement attendu de la croissance en Chine atténueront la vigueur de la croissance de l'ensemble de la zone émergente dans les mois à venir. Une modération de la croissance chinoise (souhaitée et contrôlée par le gouvernement central à Pékin) se fait de plus en plus présente : le ralentissement de l'octroi de nouveaux financements (notamment du *shadow banking*) vise à assainir le système financier mais il se fait au détriment de la croissance. Les statistiques de consommation et d'investissement publiées en début de semaine confirment par ailleurs le tassement de l'activité au 4<sup>ème</sup> trimestre. En Russie, la publication du PIB au 3<sup>ème</sup> trimestre (+1,8% vs +2,5% au deuxième trimestre) témoigne aussi de cette tendance : après le net rebond de l'économie au début de l'année, la consommation des ménages ne suffit pas à compenser le ralentissement de la production industrielle alors que la croissance potentielle reste limitée par le manque de réformes.



L'un des éléments clé de la semaine s'est déroulé sur le marché des obligations d'entreprises avec un repli marqué sur ces indices en Europe et aux Etats-Unis. Des facteurs spécifiques à certaines sociétés (Altice, Astaldi) ont suscité des prises de bénéfices sur l'ensemble de la classe d'actif, celle-ci bénéficiant de performances solides sur 2017.

Dans cet environnement, et compte tenu de notre prudence la semaine dernière, nous avons tactiquement pris des profits sur nos couvertures en actions européennes et accru légèrement nos positions en dollar, sans pour autant modifier nos allocations.

## ▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les marchés européens ont poursuivi leur correction au début de la semaine avant de se reprendre à compter de jeudi. La hausse de l'euro contre dollar participe au mouvement en raison des incertitudes sur la réforme fiscale américaine d'une part, et de la bonne tenue économique en Europe d'autre part (hausse du PIB allemand supérieur aux attentes au troisième trimestre). La correction a ainsi en particulier concerné les valeurs exportatrices. La baisse du baril a également impacté le secteur pétrolier, tandis que le secteur des matières premières a souffert suite aux déclarations du président chinois, évoquant la qualité de la croissance chinoise plutôt que sa quantité.

La saison des résultats trimestriels se termine globalement sans gloire malgré des publications différenciées. **Bouygues** a affiché de meilleurs résultats qu'attendu, tirés par la division Télécoms. Le groupe continue de gagner des abonnés dans le mobile, le fixe et la fibre, et les revenus moyens par abonné en légère progression lui ont permis d'afficher une amélioration de la marge d'EBITDA. Le management a relevé son objectif de marge pour 2017 dans les Télécoms de «supérieur à 25%» à « 26-27% ». Le rebond des commandes en construction est par ailleurs confirmé. **Iliad** a en revanche affiché des résultats contrastés et globalement décevants à l'exception du nombre de nouveaux abonnés dans le mobile, tandis qu'**Altice** a continué sa chute.

**Airbus** a profité de l'enregistrement d'une commande historique de 430 A320neo pour plus de 40 milliards de dollars au prix catalogue. **Alstom** a également publié de bons chiffres, confirmant les *guidances* de l'objectif 2020 avec des ventes en organique à +5% par an et une marge d'exploitation ajustée de 7%.

**EDF** a en revanche dévissé après sa publication trimestrielle, le groupe révisant à la baisse ses prévisions d'EBITDA 2018. Les énergéticiens allemands ont souffert sur fond de prise de bénéfices suite aux performances depuis le début de l'année, malgré de bons résultats au titre du troisième trimestre pour **RWE**. **Leonardo** a poursuivi sa baisse suite à de nouvelles dégradations et aux difficultés de l'activité hélicoptères.

Notons enfin que le fonds américain Cerberus qui détient déjà 5% de **Commerzbank** vient de prendre 3% du capital de la première banque allemande **Deutsche Bank**, relançant les rumeurs de fusion entre les deux groupes.

## ▶ ACTIONS AMERICAINES

Les principaux indices américains terminent la semaine sur des niveaux inchangés en dépit d'une certaine volatilité sur la période. Les publications macroéconomiques ont été très bien orientées tant du côté de l'inflation (aussi bien CPI que PPI) que des ventes de détail (+0,3% hors auto et essence en octobre) ou la production industrielle (+0,9% en octobre). Le projet de réforme fiscale a franchi une nouvelle étape avec l'adoption d'un texte à la Chambre des représentants.

La saison de publications trimestrielles touche à sa fin, avec de bons résultats au sein du secteur technologique (**NetApp** a délivré une accélération de la croissance accompagnée d'une amélioration de marges, **Cisco** renoue avec la croissance et poursuit sa transition vers un modèle de souscription).



**Walmart** a surpris le marché en annonçant une progression des ventes comparables de +2,7% ainsi qu'une envolée des ventes sur les plateformes en ligne, et s'adjuge +10%.

Les secteurs de la consommation de base, discrétionnaire et des services publics terminent la semaine en hausse, tandis que les valeurs industrielles et l'énergie reculent.

## ▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a cédé 2,15% cette semaine. La Bourse de Tokyo a enregistré six séances consécutives de repli dans le sillage de Wall Street, avec à la clé sa plus forte baisse depuis huit mois, imputable à l'appréciation du yen par rapport au dollar américain. Toutefois, l'indice a préservé le seuil des 22.000 points grâce à des achats à bon compte. Après cette série de pertes, le marché a vivement rebondi jeudi à la faveur de bons résultats d'entreprises et d'un rebond du moral des investisseurs après une pause dans l'appréciation du yen face au dollar américain. Les compagnies pétrolières et les sidérurgistes ont perdu du terrain tandis que les valeurs exportatrices ont pâti de la vigueur du yen.

Le secteur Autres produits (+0,31%) a été le plus performant. **Shiseido Company** (+5,03%) et **Nintendo Co** (+3,44%) ont fini dans le vert, portés par un relèvement de recommandations de la part des analystes.

Tous les autres secteurs ont fini dans le rouge. Exploitation minière (-6,8%), services d'entreposage et de pilotage portuaire (-6,67%) et transport maritime (-6,12%) ont été les secteurs les moins performants. Les compagnies pétrolières **Inpex** (-7,06%) et **JXTG Holdings** (-4,39%) ont été confrontées à une pression vendeuse liée à la poursuite de la baisse des cours du pétrole brut. Les sidérurgistes **Nippon Steel & Sumitomo Metal** (-6,37%), **JFE Holdings** (-5,89%) et **Sumitomo Metal Mining** (-5,4%) ont également fini dans le rouge.

## ▶ MARCHES EMERGENTS

**Tencent** a publié des résultats meilleurs que prévu, avec une croissance de son chiffre d'affaires de 61% sur un an. Tencent Video est devenu le numéro un des applications par abonnement en Chine. Le nombre de ses abonnés a doublé en un an, franchissant la barre des 43 millions. Le BPA a augmenté de 45% sur un an, un taux supérieur de quatre points à celui prévu par le consensus. L'érosion des marges persiste en raison des investissements dans la vidéo. À noter également la contribution accrue au chiffre d'affaires des activités paiements et cloud. **JD.com** a dévoilé de solides résultats (+162%) grâce aux économies d'échelle générées par la forte croissance de son chiffre d'affaires (+39%). Toutefois, la réaction des investisseurs a été atténuée par le retrait de plus de 100 marques de prêt-à-porter de la plate-forme marchande. La direction table sur une poursuite de l'amélioration des marges. L'EBITDA ajusté de **Samsonite** a augmenté de 19% alors que l'intégration de TUMI est en bonne voie.

Dans le secteur des jeux vidéo, **NCSoft** a publié de très bons résultats, avec un bénéfice d'exploitation multiplié par cinq. En Chine, **Netease** a publié des résultats médiocres : son bénéfice est ressorti en baisse de 8% sur un an malgré une progression de 35% du chiffre d'affaires. Toutefois, les investisseurs n'ont pas sanctionné ces mauvais résultats car la direction s'est montrée très optimiste quant à la monétisation des jeux vidéo sandbox.

En Inde, **Eicher Motors** a une nouvelle fois annoncé de très bons résultats, en hausse de 25%, avec des prises de commandes pour Royal Enfield supérieures à sa production. Dans le domaine des infrastructures, les résultats sont mitigés. L'EBITDA récurrent d'**Adani Ports** est ressorti en hausse de seulement 2% sur un an. **Larsen & Toubro** a fait état d'une croissance de ses bénéfices de 39% mais son carnet de commandes se remplit moins rapidement. L'inflation en Inde s'est avérée plus forte que prévu (+3,6% en octobre) en raison notamment de la hausse des prix de l'alimentation.



Au **Brésil**, les ventes au détail poursuivent leur lent redressement (+6,4% sur un an en septembre). En **Argentine**, le quotidien *La Nación* a publié un article suggérant l'implication de Jorge Brito (le président de Banco Macro) et de l'ancien vice-président Amado Boudou dans le scandale de corruption en cours, en achetant par le biais d'une société-écran (Old Fund) la société Ciccone, qui détient le monopole de l'impression des billets de banque en Argentine. D'aucuns redoutent que cette affaire déclenche une vaste campagne anticorruption ayant pour effet de geler les réformes en cours en Argentine. Au **Mexique**, le cinquième round de négociations sur l'ALENA vient de débuter. Une annonce majeure semble improbable à court terme.

## ▶ MATIERES PREMIERES

Les prix du **pétrole** ont corrigé cette semaine, perdant entre 1,5 et deux dollars pour le WTI et le Brent, alors que l'Agence Internationale de l'Energie a réduit ses estimations de croissance de la demande (+1,5 million de barils par jour en 2017 contre +1,6 Mb/j précédemment, et +1,3 Mb/j en 2018 contre +1,4 Mb/j), en raison de la hausse des prix et de l'attente d'une moindre consommation hivernale. Concernant la production hors-OPEP, elle maintient la croissance 2017 à +0,7 Mb/j et réduit 2018 à +1,4 Mb/j. Si les stocks OCDE ont fortement baissé depuis leur point haut, ils restent encore supérieurs à la moyenne à cinq ans, et l'AIE n'attend pas de baisse supplémentaire en 2018.

La hausse de l'or noir (+40% depuis le point bas de juin), au-dessus des 60 dollars le baril pour le Brent, reflète cette amélioration des fondamentaux, mais elle ne facilite pas l'annonce d'une extension des coupes de production au-delà de mars 2018. La hausse des prix a par ailleurs entraîné une reprise de l'activité de forage sur la dernière semaine (+9 rig de pétrole, la plus forte hausse hebdomadaire depuis juin dernier). La bonne nouvelle est que les sociétés américaines d'Exploration-Production présentent dans le pétrole de schiste se focalisent de plus en plus sur la création de valeur et la génération de *free cash flows* plutôt que l'augmentation des volumes de production.

Les marchés devraient rester nerveux jusqu'au meeting OPEP/non-OPEP du 30 novembre prochain.

Les dernières données économiques en provenance de Chine pointent un ralentissement de la croissance. La production industrielle ressort ainsi à +6,2% en octobre contre +6,6% en septembre, les investissements en capital fixe (FAI) à +3,2% contre +5,3% et la consommation d'électricité à +2,5% contre +5,3%, entraînant un recul des prix des métaux sur le LME de -1,3%, dont -7,8% pour le **nickel** qui corrige l'excès à la hausse de la semaine précédente. Ces données sont cependant à relativiser car elles reflètent également un ralentissement de l'activité pendant la tenue du congrès du Parti communiste chinois qui s'est tenu en octobre.

## ▶ DETTES D'ENTREPRISES

### CREDIT

Il y a eu un nouvel écartement des *spreads* de crédit cette semaine avec un marché baissier animé en grande partie par des prises de profit et la présence de risques spécifiques liés à certains noms (**Altice/Astaldi/Teva**). Nous avons constaté une sous-performance de la plupart des segments, plus particulièrement ceux des *corporates high beta* et des *Cocos*. Le marché a cependant rebondi à partir de jeudi avec de nouveaux flux acheteurs.

**Altice** (B1/B+) a continué à sous-performer sur les segments actions et crédit avec une forte volatilité observée. Notons tout de même un rebond en fin de semaine après que le groupe a annoncé donner la priorité à la réduction du levier net et de la dette.

**Salt** (Matterhorn Telecom, B2/B), groupe de télécommunications, a émis une obligation Senior pour 400 millions d'euros avec une maturité de 10 ans.

**Verisur** (Caa1), spécialisé dans les systèmes d'alarme et télésurveillance, a émis une obligation Senior de maturité 6 ans en deux tranches libellées en euros et couronnes suédoises avec coupon fixe et flottant.



Il y a eu de nombreuses annonces de résultats cette semaine. **Telecom Italia** (Ba1/BB+), groupe italien de télécommunications, a publié des résultats satisfaisants et a confirmé ses objectifs 2017. Le chiffre d'affaires ressort en hausse de 1,3% avec une hausse des revenus des activités en Italie et au Brésil. **Adler Real Estate AG** (BB), société immobilière allemande, a annoncé de bons résultats, confirmant ses objectifs 2017. Le taux d'occupation s'établit à 89,9% à fin septembre (légèrement en hausse sur le trimestre) et les revenus locatifs nets sont en augmentation de 5,5% pour atteindre 44,1 millions d'euros. **Cellnex** (BB+), opérateur d'infrastructures de télécommunications sans fil en Europe, a publié des résultats au titre des neuf premiers mois de 2017 conformes aux attentes. Le chiffre d'affaires est en hausse de 11,4% et l'EBITDA ajusté est en progression de 25%, tiré par les bonnes performances de la division Infrastructure de Téléphonie Mobile (59% du chiffre d'affaires).

**Astaldi** (B3/B-/B+), constructeur italien, a dévoilé des résultats au titre des neuf premiers mois de 2017 plombés par la dépréciation (partielle) de son exposition au Venezuela et par un niveau d'endettement très élevé. Le chiffre d'affaires du troisième trimestre baisse de 10,3% et la dette nette augmente de 117 millions d'euros au cours du trimestre. Le groupe a confirmé son intention de réaliser une augmentation de capital de 200 millions d'euros, mais peu d'indications ont été données. **Hapag Lloyd** (B2/B), armateur mondial de transport maritime en conteneurs, a publié des résultats en hausse, profitant de la remontée des taux de fret dans le secteur (chiffre d'affaires et EBITDA en hausse de 52% et 101%).

## CONVERTIBLES

Cette semaine, le fabricant américain de puces **Rambus Inc.** a émis pour 150 millions de dollars d'obligations convertibles à échéance 2023 assorties d'un coupon de 1,375%. Le produit de cette émission sera affecté au refinancement de l'ancienne émission convertible, qui arrive à échéance en 2018.

Il est possible que de nouvelles émissions interviennent avant la fête de Thanksgiving le 23 novembre.

À noter l'arrivée à échéance de l'emprunt obligataire de **La Caixa / Caixabank** (750 millions d'euros d'obligations assorties d'un coupon de 1%) la semaine prochaine.

*Achévé de rédiger le 17/11/2017*



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