



FLASH MARCHÉS : LA BCE AGIT EN DOUCEUR

LE 27 OCTOBRE 2017

Sur les marchés

Après de longues semaines d'attente d'une clarification du message de la Banque centrale européenne, les marchés de la zone euro ont été convaincus par les annonces de Mario Draghi. La prolongation des achats d'actifs jusque fin septembre 2018 au moins a continué de repousser à 2019 les attentes concernant la première hausse des taux directeurs, pesant sur l'euro contre le dollar. En effet, la banque centrale a maintenu sa politique conventionnelle mais a pris la décision de prolonger le programme d'achats d'actifs de neuf mois, pour un montant qui passera de 60 à 30 milliards d'euros à partir de début 2018. On peut voir dans cette forte réduction des montants d'achats, un moyen pour la BCE de réduire la contrainte liée à la rareté des titres allemands éligibles au programme.

Autre point notable, elle a évoqué l'idée que la fin des mesures ne serait pas « brutale », laissant entrevoir une nouvelle réduction temporaire avant la fin des achats. Elle a, en parallèle, maintenu sa « forward guidance » concernant les taux directeurs qui resteront durablement à leurs niveaux actuels après la fin des achats. En somme, la BCE est parvenue à garder la main en montrant aux marchés qu'elle saurait rester ouverte à la possibilité d'une prolongation de son programme en cas de choc négatif sur l'inflation, ceci illustrant une nouvelle fois qu'elle continuera à remplir son mandat.

L'autre temps fort de la semaine reste la victoire de Shinzo Abe au Parlement japonais qui a fait mentir ses détracteurs lors des élections anticipées. Sa majorité de coalition a remporté les deux tiers des sièges au Parlement, ceci ayant soutenu le Nikkei qui a salué le maintien en place du couple Abe-Kuroda et des « Abenomics ».

Dans ce contexte de reprise des marchés, nous avons mis à profit ce mouvement pour écrier nos pondérations sur les marchés actions. Nous continuons néanmoins de privilégier dans nos allocations actions, la zone euro et le Japon par rapport aux marchés américains et aux marchés émergents. Sur les marchés de taux, nous demeurons prudents sur la sensibilité au risque de taux, essentiellement sur les parties longues des courbes américaines et allemandes.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Après un début de semaine assez atone, marqué par un certain attentisme et des publications majoritairement de bonne facture, les marchés ont été soulagés par les annonces de la BCE.

Son président a répondu aux attentes du consensus sur le timing et la diminution des programmes de rachats. Les marchés ont été agréablement surpris par les commentaires de Mario Draghi, plus accommodants que prévu.



L'effet sur l'euro a été immédiat, la monnaie unique abandonnant près de 1,4% contre le dollar, ce qui a largement profité aux sociétés exportatrices européennes.

La semaine a été riche en résultats. **Nokia** s'est distingué avec des chiffres au titre du troisième trimestre visuellement bons, mais uniquement flattés par des revenus de licences. La réalité est tout autre, avec une *guidance* 2018 décevante et des coûts de restructuration plus élevés que prévu. La reprise est repoussée (au mieux) à 2019 et le groupe annonce en effet des revenus mobiles en baisse de 2 à 5% pour 2018, contre un consensus *flat*. La marge des réseaux est annoncée à 8/10% contre 11% pour les attentes, avec une unification des produits entre Nokia et Alcatel qui prend plus de temps. Le titre a été lourdement sanctionné, abandonnant plus de 15%.

Le fabricant de semi-conducteurs

STMicroelectronics a quant à lui publié des chiffres très robustes, marqués par une croissance séquentielle des ventes en hausse (+ 11%), une prévision toujours à deux chiffres pour le prochain trimestre et une marge brute attendue à près de 40%.

Le secteur du luxe continue d'afficher des performances très solides. **Kering** publie ainsi un chiffre d'affaires en hausse de + 27%, notamment porté par la croissance spectaculaire de la marque **Gucci** (+ 50%).

La bonne dynamique du secteur des SSII perdure, portée par la reprise de l'investissement des entreprises et leur digitalisation. Les résultats de **Capgemini** sont marqués par une inflexion positive en Amérique du Nord avec un retour à la croissance du secteur pétrolier et une dynamique soutenue du secteur industriel. La croissance reste bien orientée chez **Atos**, même si le groupe estime ne pas avoir saisi toutes les opportunités aux Etats-Unis et révisé son organisation commerciale dans cette zone. **Sopra Steria** continue de bénéficier de la forte croissance des logiciels bancaires (+ 17%).

Au sein du secteur de la construction, **Saint-Gobain** confirme le rebond de l'activité en France mais indique que toutes les divisions ne seront pas en mesure de compenser la hausse des coûts des matières premières.

Le nouveau management de **Lafarge Holcim** a quant à lui révisé à la baisse les objectifs 2017 et 2018. Pour 2017, la croissance de l'EBITDA à périmètre comparable est ramenée à +5/7% vs une croissance à deux chiffres. Pour 2018, le groupe anticipe une hausse d'au moins de 5% contre une croissance à deux chiffres auparavant. De son côté, **Vinci** paraît plus confiant sur son activité de travaux et les chiffres des concessions sont dopés par l'essor du trafic aérien dans les aéroports.

► ACTIONS AMERICAINES

Semaine de très légère consolidation (-0,5% pour le S&P), imputable à la seule séance de mercredi.

Les estimations du PIB du troisième trimestre sont revues à la hausse, passant de +2,7% à +3%. La forte demande de biens durables (+2,2% en septembre) suggère que l'investissement des entreprises se renforce.

La Chambre des Représentants a adopté le projet de résolution budgétaire, libérant la voie pour la réforme fiscale. Le projet pourrait être déposé avant *Thanksgiving*. De nombreuses tractations ont actuellement lieu. Des sujets restent très polémiques voire bloquants, comme le SALT (déductibilité des taxes locales). Les espoirs de voir un package fiscal être élaboré ont alimenté la pentification de la courbe des taux, le 10-ans atteignant 2,46%.

La saison des résultats trimestriels se poursuit. Ce sont 257 sociétés qui ont déjà publié leurs chiffres. 202 sont ressortis au-dessus des attentes et 49 ont déçu. L'agrégat fait ressortir un bénéfice par action de 32,45 dollars, soit une progression de 3,7% par rapport au troisième trimestre 2016, et 1,15% supérieur aux anticipations du consensus.



Plusieurs géants de la tech ont publié d'excellents chiffres. **Amazon, Google, Intel, Microsoft** ont tous fait mieux qu'attendu. Le secteur des financières a bénéficié de la pentification de la courbe des taux, tandis que la possible nomination de Powell à la tête de la Fed fait revivre les espoirs de dérèglementation.

Schlumberger est positivement impacté par la remontée des cours de brut qui rend le groupe plus optimiste. Le rebond de l'activité s'explique également par les gains de parts de marché en Amérique du Nord dans le domaine de la fracturation hydraulique et les services de forage.

Le secteur de la santé recule nettement, entraîné par la chute des valeurs biotechnologiques telles que **Celgene** ou **Biogen**. Elles décrochent fortement après des publications certes décevantes mais qui ne semblent pas justifier une telle réaction de marché.

Au sein du S&P, les matériaux, les financières et la tech affichent une performance positive. Le reste de l'indice sous-performe.

▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a clôturé la semaine en hausse de 1,34%. Lundi, le marché japonais a salué la victoire écrasante de la coalition au pouvoir du Premier ministre Shinzo Abe, qui a conservé la majorité des deux-tiers à la Diète. L'indice Nikkei 225 a enregistré un nouveau record en clôturant à la hausse pour la seizième séance consécutive et s'est hissé au-dessus des 21.000 points durant la période. Après une pause d'une journée mercredi, le marché a rebondi légèrement jeudi grâce aux achats après correction, les investisseurs anticipant de plus en plus d'excellents bénéfices pour le premier semestre de l'année fiscale.

Les secteurs de la banque (+3,61%), de la sidérurgie (+3,42%) et de l'assurance (+3,28%) ont été les plus performants au cours de la semaine.

Les valeurs financières telles que **Daiwa Securities Group** (+6,31%), **Mitsubishi UFJ Financial Group** (+5,76%) et **Resona Holdings** (+4,73%) se sont particulièrement distinguées, grâce à la hausse du cours de Daiwa après l'annonce de ses solides bénéfices et de son projet de rachat d'actions. Les sidérurgistes **JFE Holdings** (+5,92%), **Sumitomo Metal Mining** (+4,25%) et **Nippon Steel & Sumitomo Metal** (+4,11%) ont également fait preuve de vigueur, pour la deuxième semaine consécutive.

En revanche, les secteurs du commerce de détail (-1,08%), des autres produits (-1,04%) et de la construction (-0,64%) ont été malmenés. **Shiseido Company** (-5,32%) et **Ono Pharmaceutical** (-3,41%) ont cédé du terrain. L'éditeur de jeux vidéo **Nintendo** (-2,77%) a corrigé après la révision à la baisse de sa note de crédit par certains courtiers.

▶ MARCHES EMERGENTS

Des prises de bénéfices ont eu lieu cette semaine sur les marchés émergents, suite à la hausse du rendement des bons du Trésor à 10 ans due au projet de réforme budgétaire aux États-Unis et aux incertitudes en amont de la réunion de la BCE.

En **Inde**, l'événement marquant a été l'annonce par le gouvernement d'un plan de recapitalisation massif des banques publiques. Ces dernières vont en effet bénéficier d'une injection de 32 milliards de dollars sur deux ans. Il s'agit d'une mesure inattendue qui sera bénéfique, selon nous, puisqu'elle va permettre d'accélérer le traitement des créances douteuses. **HDFC** a publié des résultats très satisfaisants.

En **Chine**, les résultats de **TAL** se sont révélés décevants. Sa marge brute et le montant de ses bénéfices sont en effet ressortis inférieurs aux attentes malgré une croissance significative de son chiffre d'affaires (68%) et une hausse de 100% du nombre de souscriptions. Nous pensons que ce repli n'est que provisoire compte tenu de l'augmentation des investissements dans les centres d'apprentissage, qui devrait se traduire par une croissance des bénéfices.



Les dirigeants ont été à la hauteur en termes de gestion des frais généraux et administratifs.

Sur le plan macroéconomique, la croissance des bénéfices du secteur industriel s'est accélérée au mois de septembre grâce à la hausse du chiffre d'affaires et de la rentabilité.

En **Indonésie**, **BCS** a publié de meilleurs résultats que prévu grâce à la baisse du montant de ses provisions.

Au **Brésil**, **CCR** a dévoilé des résultats plus satisfaisants que prévu, à la faveur d'une croissance de 4% du trafic et d'un ajustement tarifaire. **Renner** a également enregistré de très bons résultats, comme en témoigne la croissance de 13% de son chiffre d'affaires à périmètre constant et l'augmentation de sa marge d'EBITDA. D'un point de vue macroéconomique, la balance des opérations courantes brésilienne a continué de progresser et la Banque centrale a abaissé ses taux d'intérêt de 0,75 point de base à 7,5%, une diminution conforme aux attentes. Le marché se tourne désormais vers le gouvernement pour savoir quelle réforme il va pouvoir faire adopter au Congrès avant la fin de l'année.

Au **Mexique**, le groupe **Banorte** a pris le marché de court en annonçant sa fusion avec sa concurrente **Interacciones**. En cas d'autorisation, cette fusion va renforcer l'exposition de Banorte au secteur public, ce qui constitue un changement d'orientation pour la banque, qui privilégiait jusqu'ici les prêts aux particuliers.

En **Argentine**, les élections de mi-mandat se sont déroulées bien mieux que prévu pour le parti Cambiemos du Président Mauricio Macri. Contre toute attente, la Banque centrale a relevé ses taux d'intérêt de 150 points de base.

Nous restons optimistes à l'égard des marchés émergents.

▶ MATIERES PREMIERES

Portés par une amélioration marquée des fondamentaux, les prix du **pétrole** entrent dans leur 3ème semaine de hausse consécutive.

Le Brent termine la semaine aux alentours des 59 dollars le baril, niveau que l'on n'avait pas connu depuis juillet 2015. Le WTI quant à lui est à plus de 52,5 dollars, à un niveau légèrement en-dessous des plus hauts de janvier/février. Le *spread* entre les deux reste élevé, à 6-6,5 dollars, ce qui est positif car il limite l'incitation à la reprise de l'activité dans les bassins de pétrole de schiste américains. À ce titre, le nombre de foreuses en activité est ressorti en baisse de sept rigs la semaine dernière, soit neuf semaines de baisse au cours des 10 dernières semaines. On est aujourd'hui à 736 rigs dans le pétrole, soit 32 rigs de moins que le pic de l'année atteint en août.

Les fondamentaux continuent de s'améliorer sur le marché de l'or noir :

- 1/ La demande reste forte avec les chiffres d'importations de brut chinois en hausse à 8,9 millions de barils par jour en septembre 2017 (+ un million de barils par jour), et depuis le début de l'année les importations ont augmenté de +12% en rythme annuel
- 2/ La demande en Inde est également solide (+10% sur un an en septembre)
- 3/ Amélioration du respect des quotas de compliance OPEP/Non-OPEP à 120% en septembre
- 4/ Une baisse marquée des stocks mondiaux, en particulier aux Etats-Unis. L'objectif de l'Arabie Saoudite reste focalisé sur une normalisation des inventaires mondiaux sur les niveaux de leur moyenne à cinq ans et, à ce stade, « toutes les options restent ouvertes pour étendre l'intervention » du cartel au-delà de mars 2018.

Le PDG d'**Aramco** a confirmé que l'introduction en Bourse de la plus grosse société (de pétrole) au monde aura bien lieu au second semestre 2018. La capitalisation boursière pourrait atteindre plus de 1000 milliards de dollars.



Les publications battent leur plein. Cette semaine, **Total** et **Statoil** ont publié de bons chiffres et démontrent surtout leur capacité à couvrir leurs dividendes grâce à leurs générations de cash-flows opérationnels.

L'or a perdu 12 dollars l'once à 1267-68\$/oz alors que les taux long américains continuent de se tendre, suite au risque de nomination d'un nouveau président de la Fed beaucoup moins accommodant que Janet Yellen. Les annonces de Mario Draghi ont engendré une appréciation du dollar, impactant négativement le cours de l'or.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Cette semaine, les investisseurs ont attendu le discours de la BCE, accordant une plus faible attention aux incertitudes entourant la Catalogne. Le marché du crédit était donc en légère hausse en début de semaine avec un resserrement des *spreads* et quelques flux acheteurs dus à la hausse des taux *core* européens. Le discours assez « dovish » de la BCE a par la suite renforcé ce mouvement haussier (resserrement de quatre points de base du Xover entre jeudi et vendredi).

Ineos (Ba1/BB+/BBB-) qui opère dans le secteur de l'industrie pétrochimique a émis une obligation senior de maturité 8 ans pour 550 millions d'euros. Dans le secteur de l'habillement, **CBR Fashion** (B2/B) a émis une obligation senior de maturité 5 ans pour 450 millions d'euros et **Takko** a émis une obligation senior de maturité 6 ans en deux tranches de coupon fixe et flottant pour 510 millions d'euros.

Il y a eu de nombreuses publications de résultats cette semaine, pour la majorité positive. **Plastic Omnium** (BBB) a annoncé de bons résultats avec un chiffre d'affaires en progression de 5,5% et de 7,8% en organique.

Le secteur automobile bénéficie d'une bonne croissance organique et les systèmes SCR de dépollution des véhicules diesel continuent de se développer au niveau mondial. **FCA** (Ba3/BB) a publié des résultats du troisième trimestre supérieurs aux attentes. Le chiffre d'affaires ressort à +2% en changes constants et l'EBIT ajusté est en hausse de 17%. L'amélioration des résultats provient de tous les segments et le groupe a confirmé sa *guidance* annuelle.

Ovako Group AB (B3/B-) a annoncé des résultats supérieurs à ceux de l'année précédente avec un chiffre d'affaires en hausse de 19%.

Enfin, **Eurofins** (BB+ estimé) a publié de très bons résultats avec un chiffre d'affaires qui a augmenté de 16,2% sur un an, en grande partie généré par la croissance en Allemagne et Amérique du Nord.

Bombardier a été dégradé par Moody's de B2 à B3 et sa perspective a été abaissée à « négative », faisant passer la note des obligations à Caa1. L'agence estime que l'endettement du groupe est élevé (levier calculé de 14x à fin juin 2017) et émet des craintes quant à la capacité de Bombardier à retrouver des cash-flows positifs à partir de 2019 (objectifs du groupe).

CONVERTIBLES

Le marché des obligations convertibles s'est montré volatil dans un contexte marqué par de nombreuses publications de résultats.

En Europe, **Outokumpu** a déçu les investisseurs avec des résultats pour le troisième trimestre plus faibles que prévu. Plus précisément, à 56 millions d'euros, l'EBITDA a raté le consensus en raison de problèmes d'approvisionnements dans sa division américaine, du calendrier de réévaluation des stocks et de couvertures sur matières premières. Néanmoins, la société a fait état d'une forte demande structurelle pour l'acier inoxydable. **Covestro** a publié de solides résultats. La hausse de 50% en glissement annuel de l'EBITDA a été soutenue par la très bonne tenue des prix des polyuréthanes.



En outre, l'entreprise a surpris positivement le marché en annonçant un programme de rachat d'actions pour un montant maximum de 1,5 milliard d'euros.

Ceconomy a enregistré de bons résultats pour le troisième trimestre. La progression de 5,8% du chiffre d'affaires à périmètre comparable est principalement à mettre sur le compte de la croissance des ventes en ligne (+21%).

Au Moyen-Orient, l'opérateur portuaire **DP World** a annoncé de bons résultats pour le troisième trimestre, la croissance des volumes accélérant à +9,3% à périmètre comparable malgré les restrictions commerciales avec le Qatar.

Au Japon, le fabricant de technologies médicales **Terumo** a publié en avance des résultats favorables pour le premier semestre. La société a confirmé ses prévisions pour l'exercice, et ce en dépit de l'impact non encore quantifié de l'ouragan Maria sur ses installations basées à Porto Rico et dédiées aux traitements neurovasculaires. Parallèlement, **Mitsubishi Chemical** a revu à la hausse son résultat du 1^{er} semestre et ses prévisions pour l'exercice fiscal en raison d'une part de la hausse des prix de son principal produit (méthacrylate de méthyle ou « MMA »), et d'autre part des très bons résultats affichés par sa division « Produits de Performance » qui fabrique des plastiques et des matériaux de batterie.

Aux États-Unis, **Teradyne** a annoncé de bons résultats. Ses prévisions pour les troisième et quatrième trimestres ont été revues à la hausse en raison des solides performances de la société dans les domaines des microprocesseurs intégrés et des tests pour mémoires vives. Sur une note moins positive, le fabricant de dispositifs médicaux pour la colonne vertébrale **Nuvasive**, et l'agence de voyages en ligne **Expedia**, ont enregistré des résultats mitigés à cause des violents ouragans qui ont frappé les États-Unis.

Cela étant, les deux sociétés ont réitéré leur confiance dans leurs activités respectives : Nuvasive a confirmé ses prévisions pour 2018 et un programme de rachat d'actions de 100 millions de dollars, et Expedia a de son côté accéléré ses dépenses de marketing afin de soutenir la surperformance continue de son activité HomeAway.

Sur le marché primaire cette semaine, **BASF** a levé en Europe 250 millions de dollars supplémentaires en ré-abondant son obligation convertible 2023 émise en mars.

Par ailleurs, deux sociétés chinoises cotées aux États-Unis ont fait leur entrée sur le marché primaire : **Weibo** a émis pour 800 millions de dollars d'obligations convertibles 1,25% à 5 ans. Les capitaux levés sont destinés à financer d'éventuelles acquisitions. De son côté, afin de refinancer sa facilité de crédit, **China Lodging Group** a annoncé émettre pour 425 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans dans une fourchette de prix allant de 0,5 à 1%.

Achévé de rédiger le 27/10/2017



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