



FLASH MARCHES : L'AUTOMNE S'INSTALLE

Après une semaine de relative stabilité, les marchés sont repartis à la baisse. Les éléments d'inquiétude restent les mêmes : la position de l'Italie, la pérennité de la croissance économique, l'évolution des politiques monétaires des banques centrales, la solidité des résultats des entreprises.

Comme attendu, Moody's a dégradé la note de l'Italie sans la faire passer en catégorie « high yield » et en conservant une perspective stable. La Commission européenne a rejeté la proposition de budget italien, ce qui a entraîné à la hausse l'écart de taux entre l'Italie et l'Allemagne. Les investisseurs sont en attente des décisions des autres agences de notation, à savoir S&P et Fitch.

Aux Etats-Unis, les investisseurs craignent une hausse de l'inflation qui pousserait la Fed à conduire une politique monétaire plus restrictive. Dans le *Beige Book*, la Fed observe que les prix et salaires ont progressé mais à un rythme de « modeste à modéré ». De plus, les incertitudes autour du protectionnisme pourraient avoir un impact sur les marges des entreprises. De ce point de vue, la saison de résultats augmente la volatilité sur les marchés : les sanctions sur le cours des entreprises qui ne délivrent pas les résultats anticipés sont violentes. Cependant, aux Etats-Unis, plus de 80% des résultats publiés sont supérieurs aux attentes, avec une croissance de plus de 20% par rapport au troisième trimestre 2017.

Cette solidité de la croissance économique et des résultats aux Etats-Unis nous incite à renforcer les actions américaines dans la baisse actuelle des marchés. Sur la partie obligataire, nous renforçons les obligations indexées sur l'inflation aux Etats-Unis après la hausse marquée des taux réels au cours des dernières semaines.

ACTIONS EUROPÉENNES

C'est l'automne sur les marchés : les feuilles tombent, ainsi que les profit warnings... La semaine fut rude, en plein cœur de la saison de publications des résultats du troisième trimestre : de nombreuses sociétés ont revu en baisse leurs prévisions de résultats, dans un contexte tendu, entre négociations difficiles sur le Brexit, budget italien bloqué par la Commission européenne et craintes de fin de cycle économique couplé à la hausse des taux.

Ainsi, certaines déceptions ont été sanctionnées par des baisses de -20% en séance, la fébrilité du marché permettant des dérapages violents.

On citera en particulier dans la technologie les avertissements de **STMicroelectronics** (marge brute faible, prévision pour le quatrième trimestre inférieure aux attentes) et **Atos** (ralentissement sur les Etats-Unis et l'Allemagne), qui perdent 15 et 30% respectivement au cours de la semaine, alors que **Nokia** (résultats en ligne et mise en place d'un nouveau plan d'économies de coûts), **Dassault Systèmes** (croissance des nouvelles licences supérieure aux attentes à +7%) ou **Worldline** (croissance organique solide à +6,3%) résistent bien, tant opérationnellement que boursièrement.

L'automobile subit toujours le coup de frein du marché chinois, ainsi que les difficultés engendrées par les nouvelles normes WLTP : une semaine après la révision en baisse de **Daimler**, c'est **Renault** qui coupe ses prévisions de croissance du marché (global et chinois), de même que **Peugeot** (qui réduit ses prévisions sur la Chine et le Latam). Quant aux équipementiers automobiles, la sanction est tout aussi violente, avec des baisses de 10 à 15% au cours de la semaine pour **Plastic Omnium** et **Valeo**. **Faurecia** souffre également, non sur ses résultats, mais sur l'acquisition de Clarion pour 1,1 milliard d'euros.

Même les secteurs défensifs ont souffert, à l'image du brasseur **AB InBev** dont les performances déçoivent sur toutes les zones, ou du producteur électrique finlandais **Fortum**, qui déplore une baisse de sa production hydraulique.

Quelques bonnes surprises ont néanmoins émaillé la semaine, avec la croissance toujours très forte chez **Kering** grâce à Gucci, la hausse des profits de **IAG** grâce à la liaison transatlantique, ou la bonne croissance organique d'**Altran**.

Côté M&A, on notera la cession de Magneti Marelli, la division pièces détachées de **Fiat**, à Calsonic, l'équipementier automobile japonais propriété de **KKR**, pour 6,2 milliards d'euros.

ACTIONS AMÉRICAINES

Semaine de nette correction : le S&P abandonne 2,3%, le Nasdaq lâche 1,8% et le Russell 2,8%. Le Nasdaq a connu sa pire journée depuis 2011 avec un recul de 4% au cours de la seule séance de mercredi. Le mouvement a été alimenté par une vague de de-risking généralisée, dans un contexte de faible liquidité amplifiant la volatilité. Les réactions erratiques du marché aux chiffres trimestriels (**3M** à -8%, **Ford** +10%, **Amazon** +7% avant publication et -9% juste après) illustrent sa fébrilité actuelle et l'absence d'acheteurs marginaux. Sur le front macroéconomique, on retiendra les bons chiffres du PMI (Markit) pour le mois d'octobre, l'indice manufacturier ressortant au-dessus des attentes à 55,9 (vs. 55,6 le mois précédent). De même, sa composante services dépasse les attentes pour atteindre 54,7. Les commandes de biens durables affichent une croissance de 0,8%, tandis que les économistes tablaient sur un recul de 1,5%.

La correction actuelle contraste avec les précédentes et notamment avec celle de février 2018. Cette fois-ci nous constatons la prépondérance des flux fondamentaux et la relative discrétion des gestions systématiques. C'est pourquoi, les volumes sur les ETFs sont encore globalement en ligne avec la moyenne (32% de nos flux, contre 50%+ lors des journées de stress). Autre exemple illustrant la nature discrétionnaire des flux, sur la journée de mercredi qui a vu le S&P perdre plus de 3%, trois secteurs (défensifs) ont affiché des performances absolues positives.

La semaine a été très chargée côté publications trimestrielles. On retiendra les bons chiffres chez **Microsoft**, **Ford**, **Tesla**, **Boeing**, **United Technologies**, **Xilinx**, **Intel**. A l'inverse, **Union Pacific**, **Texas Instrument**, **3M**, **Caterpillar** ont publié des résultats inférieurs aux attentes. Sans surprise, au cours de la semaine, ce sont les secteurs défensifs qui trustent les premières places du classement des performances hebdomadaires. La consommation de base, l'immobilier et les utilities affichent des performances absolues positives, tandis que les industrielles et l'énergie perdent de 5% à 7%.

ACTIONS JAPONAISES

Suite à une série de baisses marquées du marché actions américain et en raison de la volatilité de la Bourse de Shanghai, les cours des actions japonaises ont globalement cédé du terrain elles aussi, ayant pâti d'une forte pression vendeuse. L'indice TOPIX a perdu 5,43% durant la semaine. Du fait de l'inquiétude croissante d'un ralentissement de la dynamique de croissance des bénéfices des entreprises américaines et de l'impact négatif des tensions commerciales entre Washington et Pékin sur l'économie mondiale, les craintes des investisseurs ont également dominé sur les marchés asiatiques, y compris au Japon.

L'ensemble des secteurs industriels a affiché des performances négatives, notamment les produits en verre et en céramique, les produits métalliques, les machines et l'industrie pharmaceutique, qui ont particulièrement souffert. Côté valeurs, **Eisai** et **Ono Pharmaceutical** ont lourdement chuté, perdant 12,95% et 11,92% respectivement, à l'instar de **Komatsu**, qui a cédé 11,30% suite au plongeon du titre de la société américaine **Caterpillar**.

À l'inverse, les secteurs axés sur la demande intérieure, comme les produits alimentaires (-2,14%) et l'immobilier (-2,77%), ont relativement bien tenu. **Daito Construction** (+0,86%) a même enregistré une performance positive.

En raison de la baisse généralisée du marché, le ratio cours/bénéfices moyen de l'indice Nikkei 225 a reculé à 12,72, un niveau proche de l'extrémité inférieure de la fourchette de ratios cours/bénéfices durant la période du gouvernement Abe.

MARCHES EMERGENTS

La semaine a commencé par un rebond marqué du **marché chinois**, suite à l'annonce de propositions d'allègements fiscaux visant à soutenir la consommation de la classe moyenne dans des secteurs comme l'éducation, la santé, le logement et les soins aux personnes âgées. Cependant, cet optimisme s'est peu à peu estompé en raison des prévisions prudentes de la plupart des entreprises cotées lors de la publication de leurs résultats au troisième trimestre 2018. Les secteurs de l'immobilier ont surperformé, certaines banques chinoises ayant baissé le taux d'intérêt des prêts hypothécaires, ce qui semble indiquer que le gouvernement pourrait faciliter les achats immobiliers à mesure que le ralentissement de l'économie se poursuit.

EDU a publié ses résultats pour le troisième trimestre 2018, avec une croissance du chiffre d'affaires de +30% en glissement annuel, un chiffre supérieur aux estimations, malgré une hausse de seulement +6,7% des bénéfices. **TAL** a également fait part d'une croissance de +54% de son chiffre d'affaires, dépassant ainsi les attentes, et de +34% de ses bénéfices au troisième trimestre 2018. La direction prévoit toujours une croissance de 30 à 32% en dollars au prochain trimestre. Ces deux titres liés à l'éducation ont annoncé des programmes de rachat d'actions compte tenu de la faiblesse du marché.

O-film, le concurrent de Sunny Optical coté sur le marché des actions de type A, a annoncé l'acquisition des activités de lentilles pour appareils mobiles et pour véhicules auprès de **Fujifilm**, pour un montant de 28 millions de dollars, rendant ainsi la concurrence encore plus rude sur le marché des fabricants de lentilles et de modules pour appareils photo, dans un contexte de ralentissement de la croissance des ventes de smartphones.

CCB a annoncé de solides résultats, avec une amélioration de la couverture de ses créances douteuses. **Hengrui** a enregistré une croissance de +26% de son chiffre d'affaires et de +33% de ses bénéfices au troisième trimestre 2018 en glissement annuel, des chiffres supérieurs aux estimations des analystes.

En **Corée du Sud**, **Hynix** a fait part de résultats trimestriels records avec de solides gains de productivité. Toutefois, ses prévisions restent mitigées en raison de la réduction de la pénurie de mémoires DRAM, alors qu'un ralentissement de la demande saisonnière est attendu au premier trimestre 2019. **SDI** a publié de bons résultats, dépassant les attentes de 8%, grâce à ses ventes de petites batteries et de matériaux électroniques. Les marges continuent d'augmenter à la faveur de son levier opérationnel. Les bénéfices avant impôts ont plus que doublé, sur fond d'amélioration de la rentabilité des capitaux propres de **Samsung Display**.

En **Inde**, le déficit budgétaire s'est creusé à 3,8% du PIB en septembre en glissement annuel. **Asian Paints** a fait part d'une marge d'EBITDA inférieure aux prévisions en raison de la hausse des prix des matières premières et d'une croissance de son volume située dans le bas de la fourchette à deux chiffres. En **Russie**, **X5 Retail** a enregistré une croissance de +11% de ses bénéfices nets et de +7,4% de sa marge d'EBITDA au troisième trimestre 2018, des chiffres supérieurs aux estimations grâce à sa discipline en matière de promotions.

Au **Brésil**, toute l'attention est tournée vers le second tour de l'élection présidentielle. **Localiza** a publié de solides résultats, avec une croissance de +32% de son chiffre d'affaires et de +27% de sa marge EBITDA. La chaîne de supermarchés **CBD** a également annoncé des résultats supérieurs aux attentes, malgré la faiblesse des chiffres de **Via Varejo**. Sa marge d'EBITDA a progressé de +24% et sa marge s'est creusée de 30 points de base. Le chiffre d'affaires à périmètre comparable est passé de 4% au deuxième trimestre à 6,4% pour ce trimestre. **Vale** a fait part de bons résultats, avec de solides flux de trésorerie (flux de trésorerie disponible de 10%). En **Argentine**, les députés ont approuvé le projet de budget d'austérité, ce qui montre, selon nous, que le pays va dans la bonne direction.

MATIÈRES PREMIÈRES

L'aversion au risque qui a gagné les marchés financiers depuis le 9 octobre, sur fond de tensions des marchés obligataires, de risque politique italien, en plus des inquiétudes liées à la guerre commerciale, n'a pas épargné les prix du **pétrole**. Sur cette période, les marchés ont baissé de 6% (MSCI World Net USD) alors que dans le même temps le Brent et le WTI perdaient 10% (USD). Pour autant, les fondamentaux n'ont pas été significativement modifiés entre temps. La production vénézuélienne, qui fait moins l'actualité des marchés, continue de baisser, se situe actuellement à 1,26Mb/j (-440kb/j depuis le début de l'année, -710kb/j sur un an) et pourrait se stabiliser à 1Mb/j en 2019. Les exportations iraniennes ont commencé à baisser et sont en septembre à 1,6Mb/j (2,2Mb/j en moyenne au cours du premier semestre). Ces derniers jours, **Sinopec** et **CNPC**, deux importantes sociétés d'Etat chinoises, ont déclaré qu'elles n'avaient pas commandé de pétrole à l'Iran pour novembre en raison des craintes que font peser les sanctions américaines sur leur activité. La Chine est le plus important importateur de pétrole iranien (640kb/j en moyenne au cours du premier semestre) et n'avait pas réduit ses importations lors des sanctions Obama. La demande de pétrole chinoise a d'ailleurs établi un nouveau record en septembre, à 12,77Mb/j (+440kb/j sur un an, +1Mb/j sur un mois), qui inclut probablement un effet de stockage.

Ces éléments de tension sur l'offre et la volonté d'éviter une flambée des prix ont conduit l'Arabie Saoudite à déclarer que les pays de l'OPEP produisaient autant que possible. La déclaration a eu pour effet d'accélérer la baisse des prix, dans une crainte de surproduction alors que les marchés s'inquiètent d'un ralentissement de l'économie. La hausse des stocks de pétrole américains depuis cinq semaines a accentué l'inquiétude. Cette hausse est cependant liée à un effet rattrapage suite aux ouragans qui ont affecté les importations et à la fin de la période de maintenance des raffineries américaines. Pour preuve que l'Arabie Saoudite ne souhaite pas pour autant voir les prix baisser trop fortement, elle a déclaré que l'OPEP pourrait couper sa production en cas d'incertitude économique et de hausse des stocks mondiaux.

Les résultats des sociétés pétrolières européennes (**Total**, **Equinor**, **ENI**) ont constitué des surprises positives, marqués par une forte génération de free cash-flows, à des niveaux qui n'avaient pas été enregistrés depuis 2012 alors que les prix étaient au-dessus de 120\$/b, et une poursuite de la discipline d'investissement, puisque tant Total qu'Equinor ont légèrement revu à la baisse leur objectif de Capex sur l'année.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Le sentiment était assez positif lundi à l'ouverture suite à la décision de Moody's d'abaisser d'un cran la note de l'Italie à Baa3 mais de maintenir la perspective à stable. Les spreads se sont cependant très vite retrouvés sous pression ; la Commission européenne a rejeté le plan budgétaire italien et a demandé au gouvernement d'en soumettre un nouveau. Les négociations toujours compliquées autour du Brexit et les incertitudes entourant la croissance américaine (tensions commerciales et remontée des taux) pèsent aussi sur le marché. Dans ce contexte, l'indice Xover s'est écarté de six points de base entre lundi et jeudi. Le discours de la BCE, toujours assez accommodant, n'a eu que peu d'impact sur les spreads.

Les obligations **Rallye** et **Casino** se sont affichées en hausse en début de semaine. La filiale de Rallye, Groupe Go Sport (détenu à 100%), est entrée en discussion exclusive avec Equistone Partners Europe afin de céder Courir pour 283 millions d'euros. Cette opération pourrait se finaliser au premier semestre 2019. **Dia** (Ba2/BB-) reste sous pression. Le distributeur alimentaire espagnol a annoncé un retraitement de ses comptes de l'ordre de 56 millions d'euros et, selon la presse, trois directeurs exécutifs auraient été congédiés.

Les obligations **Peugeot** ont bien performé suite à des résultats rassurants du côté de PSA (chiffre d'affaires en hausse de 7,8% et objectifs confirmés). **Eurofins** (BB+), groupe de laboratoires d'analyses, a aussi publié de bons résultats avec un chiffre d'affaires en hausse de 30,6% au troisième trimestre 2018 dont une croissance organique de plus de 5%. **Saipem** (Ba1/BB+), opérant dans le secteur pétrolier, a publié un chiffre d'affaires en baisse (-11,9% sur un an) mais de meilleures marges. On note des *profit warnings* de la part de **Valeo**, **Ardagh** et **Superior Industries** qui revoient leur objectifs 2018 à la baisse. Coté financière, la saison des résultats a aussi commencé. **Deutsche Bank** a souffert avec un résultat net supérieur au consensus (coût du risque plus faible que prévu) mais des revenus en baisse de 9% sur un an.

CMA CGM (B), groupe français de transport, a lancé une OPA sur **Ceva Logistics** dont il détient déjà 37,56% du capital (30 CHF par action). Le groupe a aussi annoncé un « renforcement du projet industriel » des deux entreprises.

Sur le front du primaire, **Netflix** a émis à 11 ans en euro (4.625%) et dollar (6.375%) pour 1,1 milliard d'euros et 800 millions de dollars.

CONVERTIBLES

La semaine a été active sur les marchés. Tout d'abord, ils restent en mode risk-off : la meilleure illustration en est la performance quotidienne du Nasdaq (-4,43% mercredi 24 octobre et +2,95% jeudi 25 octobre). L'autre élément concerne les publications de résultats. Si aux Etats-Unis, sur les 230 sociétés sur S&P 500 qui ont publié, nous avons plus de 80% de surprises positives, pour l'Europe, 173 sociétés du Stoxx 600 Europe ont publié, mais les surprises positives ne représentent que 48%.

En Europe, **Safran** comme **MTU Aero Engines** ont publié de très bons résultats et indiqué une amélioration de leur *guidance*. **Covestro** a également publié des résultats supérieurs aux attentes mais en partie grâce à de l'exceptionnel. Malgré un programme de réduction de ses coûts, les ambitions du groupe pour 2019 semblent remises en cause en raison de la dégradation des prix du MDI (diisocyanate de diphenylméthylène). Enfin, **Valeo** a publié des résultats en demi-teinte au regard d'un secteur de l'automobile compliqué, mais surtout le groupe a baissé ses perspectives sur la base d'une dégradation du marché chinois.

Aux Etats-Unis, **Illumina** a dévoilé de bons résultats, mais n'a pas évité des prises de bénéfices suite à un parcours boursier très bon depuis le début de l'année. **Tesla**, après un trimestre particulièrement agité et sous surveillance, a publié un résultat positif pour la troisième fois depuis que la société est cotée en Bourse. A noter également **Amazon** et **Alphabet** qui ont déçu suite à la publication de leur chiffre d'affaire, alors qu'**Intel** et **Microsoft** ont dépassé les attentes.

En Asie, **CyberAgent** (publicité et marketing) a été fortement sanctionné après la publication de ses résultats. Les profits et le chiffre d'affaire sont ressortis très inférieurs aux attentes.

Achévé de rédiger le 26/10/2018

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
T. +33 (0)1 40 17 25 25 - F. +33 (0)1 40 17 24 42
www.edram.fr