



FLASH MARCHÉS : LES BANQUES CENTRALES DONNENT LE TON

LE 16 JUIN 2017

Sur les marchés

Après la réunion de la BCE la semaine précédente, l'actualité de cette semaine a été dominée par la réunion des banques centrales (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni et Japon). Seules la BCE et la BoJ ne changent pas de ton. La croissance des prix ralentit en Europe et aux Etats-Unis. Les effets de base positifs du pétrole disparaissent et la tendance est moins porteuse à court terme. Toutefois, cela n'inquiète pas la Réserve fédérale. Comme attendu, elle a augmenté ses taux de 25 points de base. Selon elle, les raisons de ce mouvement restent les mêmes : augmentation des salaires, marché du travail tendu et croissance de l'activité. Quant à la croissance des prix décevante depuis quelques mois, ce phénomène est toujours jugé transitoire. La Fed va continuer à « surveiller » cet indicateur. Une troisième hausse des taux cette année est donc toujours possible.

Si le ton plus neutre de la dernière réunion pourrait laisser la porte ouverte à une pause, le cap ne change pas. Par ailleurs, des informations concernant la future réduction de son bilan ont été dévoilées : un rachat maximal par trimestre de 30 milliards de dollars pour les bons du Trésor et de 20 milliards pour les autres titres. Les décisions de la Réserve fédérale étaient anticipées par le marché. La BCE et la Banque du Japon ont également maintenu un statu quo attendu. De manière plus surprenante, la banque du Canada a par contre ouvert la porte à une future hausse des taux. La Banque d'Angleterre (BoE) a également déconcerté les marchés. Alors que l'activité montre de plus en plus de signes de ralentissement (décélération des salaires, baisse des ventes de détail, plafonnement des enquêtes, etc...), l'inflation et la faiblesse de la devise suscitent toujours l'inquiétude. La politique monétaire n'a pas été modifiée lors de la dernière réunion, mais trois membres du comité ont voté en faveur d'une hausse des taux. Le ton change au sein de certaines banques centrales.

Dans cet environnement, les taux qui avaient monté en prévision des réunions étaient revenus à leur niveau, voire même inférieurs à leur niveau de début de semaine, à la suite de la publication de chiffres d'inflation plus faibles. Cependant, jeudi, le changement de ton de la Banque du Canada et de la Banque d'Angleterre a pesé sur les marchés obligataires. Le Bund a repris de la hauteur, revenant au-dessus de 0,30 et le taux britannique à 10 ans au-dessus de 1,06. Les devises ont suivi le même chemin, le dollar et la livre se renforçant.

Les marchés actions, déjà fragiles dans un contexte de faiblesse des cours du pétrole, sont restés sans tendance. Quelques prises de bénéfices ont eu lieu sur les actions européennes. Aux Etats-Unis, la correction des valeurs technologiques (-3,5%) aura été de courte durée et le marché a rebondi. Dans cet environnement, nous avons augmenté nos positions vendeuses sur le Bund et sommes redevenus neutres sur le 2 ans allemand. Au sein des portefeuilles actions, nous avons renforcé les protections globales via des options ou des achats de volatilité. Nous demeurons positifs sur les actions européennes et japonaises au détriment des actions américaines et émergentes.



▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les marchés européens poursuivent leur repli cette semaine dans un climat d'inquiétude lié aux nouvelles outre-Atlantique. Les marchés ont tout d'abord été affectés par la chute brutale des valeurs technologiques américaines en raison des craintes entourant le niveau de valorisation d'Apple. Les valeurs européennes **ASML**, **SAP** et **STM** **Microelectronics** sont pénalisées de facto. La prudence reste de mise séance après séance face à des statistiques macro-économiques américaines en demi-teinte et au scepticisme des investisseurs concernant l'orientation prise par la Fed (hausse des taux attendue mais surprise quant à la réduction du bilan dans un calendrier proche).

Les écarts sectoriels sont importants avec une relative stabilité des valeurs les plus défensives de consommation, agroalimentaire et de santé face à des baisses de l'ensemble des autres secteurs de la cote.

Du côté des valeurs, **Michelin** communique sur un effet « matières » désormais plus faible qu'attendu, ce qui sera favorable sur l'année. Le titre en profite. Chez **ADP**, le trafic est toujours en hausse. Le groupe affiche des chiffres solides pour le mois de mai avec un total de 8,8 millions de passagers. **Nokia** a présenté une nouvelle famille de routeurs avec à la clé des gains de performance significatifs, suscitant une réaction enthousiaste de la part du marché.

Les chiffres d'expédition du cognac sont bons à fin mai (+12,6% en valeur et +6,4% en volume) avec une accélération et une amélioration du mix sur l'ensemble des zones géographiques, ce qui est de bon augure pour **Pernod Ricard** et **Rémy Cointreau**.

Enfin, du côté du M&A, **Nestlé** a annoncé envisager de vendre son activité américaine de confiserie (chiffre d'affaires de 900 millions de francs suisses, réalisé avec de nombreuses marques dont Crunch), afin de continuer à mettre l'accent sur la santé et la nutrition.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Les marchés ont été marqués par la disparité des trajectoires sectorielles au cours des derniers jours, avec un début de reflux du secteur technologique. L'attention du marché a été monopolisée par la Fed qui a finalement délivré un message révélant une posture moins accommodante. Les chiffres de l'inflation (selon le CPI) se sont révélés inférieurs aux attentes, à 1,7% pour le « core » CPI, soit un plus bas de deux ans. Les ventes au détail ont également déçu (-0,3% sur un mois) et la production industrielle pour le mois de mai est ressortie stable par rapport à avril.

La Fed a donc, comme attendu, relevé son taux directeur de 25 points de base, qui évoluera dans une fourchette de 1% à 1,25%. Janet Yellen a surpris par son analyse optimiste des perspectives macroéconomiques, lues comme les prémisses à de nouveaux tours de vis monétaires. La présidente de la Fed a d'ailleurs évoqué la possibilité de réduire la taille de son bilan. L'institution a également maintenu la perspective d'assister à quatre hausses de taux en 2018. Selon Janet Yellen, la vigueur du marché de l'emploi est une composante plus importante que la faiblesse – temporaire selon elle – des indicateurs d'inflation. Elle a ainsi réitéré son optimisme quant au retour de l'inflation vers l'objectif de 2%.

Kroger a lourdement chuté (-19%), en raison de révisions en baisse de ses *guidances* d'EPS, mais surtout, le management fait état d'un environnement compétitif très tendu, aboutissant à une activité promotionnelle intense. **Nike** a également cédé du terrain (-3%) après avoir annoncé la suppression d'environ 2% de ses effectifs et vouloir se concentrer sur des produits phare. Le bitcoin (!) a perdu jusqu'à 19% en séance et 10 milliards de dollars se sont évaporés depuis le 12 juin.

Au cours des cinq derniers jours, les valeurs financières et le secteur immobilier signent les plus fortes performances. Le secteur technologique recule de plus de 3,5% et celui la consommation discrétionnaire est également en repli.



▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a cédé 0,2% cette semaine. Le marché a cédé du terrain jeudi, pénalisé par l'appréciation du yen face au dollar américain dans le sillage de la publication d'indicateurs économiques maussades aux États-Unis, où les rendements obligataires à long terme ont baissé. Les valeurs exportatrices ont souffert de l'attentisme des investisseurs avant la réunion de la Fed tandis que les valeurs issues de secteurs tournés vers le marché intérieur (transport terrestre, industrie pharmaceutique, électricité et gaz) ont relativement bien résisté.

La construction (+4,6%), le transport terrestre (+2,4%) et le transport aérien (+2,4%) ont été les secteurs les plus performants. **Ono Pharmaceutical Co.** a bondi de 7,6% après l'annonce d'un ambitieux programme de rachat d'actions pouvant aller jusqu'à 20 millions de titres. Les géants du bâtiment **Daiwa House Industry Co.** (+6,2%) et **Sekisui House** (+4,2%) se sont distingués. Autres grands gagnants de la semaine : les sociétés de chemins de fer **West Japan Railway Company** (+4,8%) et **East Japan Railway Company** (+4,2%). En outre, **Nintendo** s'est adjugé 4,1% après avoir annoncé le développement d'un nouveau jeu en marge d'un salon international du jeu vidéo.

En revanche, les secteurs de la sidérurgie (-3,2%) et des métaux non ferreux (-3,1%) ont été à la peine. L'opérateur de téléphonie mobile **Softbank Group** (-6,5%) et le spécialiste des équipements de fabrication de microprocesseurs **Tokyo Electron Limited** (-5,7%) ont tous les deux cédé du terrain. Les fabricants de composants électroniques **Nidec Corporation** (-4,3%) et **Murata Manufacturing Co** (-3,3%) figurent aussi parmi les grands perdants de la semaine.

▶ MARCHES EMERGENTS

L'**Inde** a enregistré un excédent de sa balance des paiements de 7,3 milliards de dollars au quatrième trimestre de l'exercice 2017, après un déficit de 1,2 milliard le trimestre dernier. L'inflation des prix à la consommation est ressortie à 2,2%, au plus bas depuis cinq ans. La croissance de la production industrielle reste très faible (+3,1%). La banque centrale indienne a décidé la mise en faillite de 12 entreprises représentant 25% de l'encours brut des créances douteuses des banques. Le *National Company Law Tribunal* (équivalent indien du tribunal de commerce) traitera ces dossiers en priorité. Lors de l'exercice 2017, l'excédent de la balance des opérations en capital s'est élevé à 21,6 milliards de dollars. Malgré l'accélération de l'inflation, liée en partie aux tensions sur les prix des produits alimentaires liées au ramadan, la Banque d'**Indonésie** a laissé son taux directeur inchangé car la croissance de l'investissement privé et de la consommation des ménages reste poussive.

En **Chine**, la consommation est toujours dynamique : les ventes totales de biens de consommation au mois de mai se sont élevées à 2950 milliards de yuans, en hausse de 10,7% sur un an (contre +10,7% en avril 2017 et +10% en mai 2016). Le montant net des ventes au détail sur Internet s'est élevée à 548 milliards de yuans, en hausse de 34,3% sur un an, contre +31,7% en avril 2017 et +32,8% en mai 2016. Au mois de mai, 18,6% des ventes au détail ont été réalisées sur Internet, contre 18,8% en avril 2017 et 15,3% en mai 2016. Les ventes en volume de **Geely Automobile** au mois de mai sont ressorties en hausse de 67% en glissement annuel. Sans surprise, l'investissement continue à ralentir : la production industrielle est restée inchangée en mai, à 6,5%.

La baisse des cours du pétrole et le prolongement des sanctions occidentales ont sévèrement affecté le **marché russe** au cours de la semaine. Les ventes au détail au **Brésil** sont ressorties en hausse de 1,5% en glissement mensuel, un chiffre supérieur à l'estimation du consensus et aux variations observées les mois précédents (-0,4% en avril et -1,9% en mars, en glissement annuel), tirées principalement par les



ventes des supermarchés et des magasins de vêtements. La décrue de l'inflation s'est poursuivie.

Au **Mexique**, les prévisions pour le deuxième trimestre 2017 formulées par des entreprises du secteur des biens de consommation sont encourageantes malgré des statistiques de consommation légèrement inférieures aux attentes au mois de mai. La progression de la masse salariale nominale a ralenti à son plus bas niveau en raison du pic d'inflation mais les envois de fonds des travailleurs expatriés restent substantiels (+14% en avril). Le relèvement des taux d'intérêt de la Fed a entraîné un vaste mouvement de prises de bénéfices sur les valeurs Internet chinoises cotées aux États-Unis, et ce malgré l'optimisme affiché par **Alibaba**, qui a annoncé la semaine dernière tabler sur une hausse de son chiffre d'affaires.

▶ MATIERES PREMIERES

L'actualité pétrolière a été riche cette semaine et a entraîné un regain de pression sur les cours du **pétrole**. Le baril de Brent a touché, à 47 dollars le baril, un plus bas depuis août 2016. Le dernier rapport mensuel de l'Agence Internationale de l'Energie fait ressortir une hausse des stocks OCDE au mois d'avril et un excédent à leur moyenne à 5 ans qui s'est à peine réduit. Malgré un respect des quotas toujours aussi bon pour les membres OPEP, et en amélioration pour les pays non-OPEP, l'augmentation des productions du Nigéria et de la Libye (tous les deux exemptés de quota), conduit à une hausse mensuelle de la production de l'OPEP. Il n'en reste pas moins que la réduction des stocks sera plus significative au 2nd semestre.

Le niveau actuel de prix, inférieur à 45 dollars le baril sur le WTI, n'est pas assez élevé pour justifier une hausse plus importante de l'activité aux Etats-Unis. Les producteurs bénéficient certes des couvertures mises en place pour protéger leurs cash-flows et ainsi leurs investissements, mais sur une partie seulement (50% en moyenne) de leur production sur l'année. Il n'y a que très peu de couvertures sur l'année prochaine. Les semaines à venir devraient donc voir

une limitation du nombre de nouvelle foreuse mise en activité, mais surtout une moindre mise en production des nouveaux puits (les puits sont forés mais non fracturés « Drilled UnCompleted wells » ou DUC).

La légère correction du cours de l'**or**, qui revient sur les 1255\$/oz après avoir touché 1298\$/oz il y a quinze jours, fait suite à la réunion de la Fed, et notamment à sa décision de commencer à réduire la taille de son bilan. L'environnement global sur les changes et l'inflation plaide pour un maintien des cours de l'or entre 1250 et 1300\$/oz.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché du High Yield était haussier en début de semaine. L'indice Xover s'est resserré de -6 points de base entre lundi et mercredi. Le ton a sensiblement changé jeudi, la hausse des taux allemands tirant à la baisse les papiers « Utilities » et « TMT » de très longues maturités. Le Xover s'est écarté de +2 points de base au cours de la journée.

Le marché primaire se redynamise à l'approche de la période estivale. **Global Worth**, une foncière roumaine, a émis une souche de 550 millions d'euros à un rendement de 3%. **Nuovo Trasporto Viaggiatori** a également émis une souche de 550 millions d'euros 2023 NC1 à E+250 points de base. Notons également l'arrivée sur le marché de **Intrum-Lindorff** (un acteur nordique des services de crédit) avec plusieurs souches en euros et couronnes suédoises de maturités 5 ou 7 ans pour un montant total de trois milliards d'euros dans le but de refinancer sa dette.

La publication des résultats trimestriels se poursuit. **Galapagos** (B3/B-), actuellement en restructuration, a réajusté à la baisse certaines de ses prévisions pour 2017 : le chiffre d'affaires devrait atteindre 1100-1150 millions d'euros avec un EBITDA ajusté entre 100 et 110 millions d'euros. Pour la division **Kelvion**, le management attend une reprise de l'activité dans la plupart des régions, arguant que les prises de



commandes ont progressé de 18% au premier trimestre 2017. Du côté de sa division Enexio, les prises de contrats ont baissé de 30% mais la filiale espère une progression des ventes dans les services.

CONVERTIBLES

L'activité sur le marché primaire des obligations convertibles est restée soutenue cette semaine, avec trois nouvelles émissions pour un montant total de 740 millions d'euros à l'initiative d'émetteurs européens. Le chimiste allemand **Symrise** (numéro 3 du marché des arômes et des parfums) a placé 400 millions d'euros d'obligations convertibles à 7 ans, assorties d'un coupon de 0,2375% et d'une prime de conversion de 45%. Le produit de cette émission servira à refinancer des prêts bancaires et des obligations existantes, ainsi qu'aux besoins généraux de l'entreprise. Le groupe de BTP italien **Astaldi** (autoroutes, métros, aéroports, etc.) a émis pour 140 millions d'euros d'obligations convertibles à échéance 2024, assorties d'un coupon de 4,875% et d'une prime de conversion de 35%. Il a aussi racheté en partie son émission convertible à échéance 2019. Le reste du produit de l'émission servira aux besoins généraux de l'entreprise. Enfin, **Orpar** (la holding du groupe de vins et spiritueux Rémy Cointreau) a émis pour 200 millions d'euros d'obligations échangeables en actions de Rémy Cointreau. Le placement a été effectué aux conditions les moins avantageuses pour les investisseurs, avec un coupon de 0,25% et une prime de conversion de 40%. De plus, Orpar utilisera le produit de l'émission pour financer le rachat de ses obligations échangeables à échéance 2019 en circulation (170 millions d'euros).

Dans l'actualité cette semaine, **Basilea Pharma** a annoncé être en pourparlers avec **Pfizer** en vue d'un accord de licence prévoyant la production et la distribution de l'antifongique Cresemba par le laboratoire américain. Ses actions ont vu leur cours grimper de 7% lors des trois dernières séances. **Vivendi** a indiqué qu'il envisageait une OPA hostile sur **Ubisoft** d'ici la fin de l'année. Ses obligations convertibles ont vu leur cours augmenter de 2,5 points, les investisseurs ayant commencé à intégrer la clause de « ratchet ». Aux États-Unis, le fabricant de

composants de fibre optique **Finisar** a annoncé des résultats annuels 2017 et des objectifs pour le premier trimestre 2018 largement conformes aux attentes. Toutefois, les prévisions de la direction pour les 12 prochains mois sont plus optimistes grâce à la confirmation de la qualification d'un produit clé pour Verizon et à l'essor prévu de son activité de numérisation 3D.

Achévé de rédiger le 16/06/2017



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