



FLASH MARCHÉS :

STATU QUO DE LA BCE

LE 21 JUILLET 2017

Sur les marchés

Cette semaine encore, c'est l'actualité des Banques Centrales, en particulier de la BCE, qui imprime sa marque sur les marchés. Car si les taux d'intérêt et les bourses européennes affichent une relative stabilité sur la semaine, c'est la hausse du taux de change effectif de l'euro - c'est-à-dire contre un panier de devises - qui traduit la nervosité des investisseurs quant à la politique monétaire de la BCE. Depuis le forum de Sintra (Portugal), où le discours de Mario Draghi avait déclenché une réappréciation des taux d'intérêt et des interrogations des investisseurs sur le montant et la durée du programme de rachat d'actifs, l'attente d'une clarification du message de la banque centrale était importante.

Il ressort du conseil des gouverneurs de la BCE une unanimité pour ne rien changer : ni son biais accommodant sur le programme de Quantitative Easing ni son analyse économique sur l'équilibre des risques sur l'activité. La prudence de Mario Draghi d'attendre l'automne pour discuter des conditions de son programme d'achat d'actifs montre, sans nul doute, sa volonté de prendre son temps pour réduire la volatilité de son Quantitative Easing, en cherchant à ne pas brusquer les marchés et à ne pas heurter l'économie de la zone euro qui continue d'ailleurs d'afficher un net redressement. Nous attendrons le symposium de Jackson Hole qui se tiendra du 24 au 26 août pour déceler potentiellement une inflexion dans son message.

Force est de constater que la remontée de l'euro face au dollar pourrait toutefois compliquer la tâche de la BCE puisque les tensions récentes des taux et du change sont de nature à durcir dorénavant et déjà les conditions monétaires – même si celles-ci restent encore très souples. Il nous semble à ce stade qu'il s'agit davantage de mouvements de flux tactiques poussés par des styles de gestion de type « momentum » que d'un réel changement de paradigme sur la parité euro-dollar, celle-ci retrouvant son niveau d'il y a un an.

En termes d'allocation d'actifs, nous conservons une vue négative sur les taux gouvernementaux de la zone euro avec une préférence pour les obligations financières et les obligations à haut rendement au sein de la classe d'actifs obligataire. Au sein des actions, nous préférons la zone euro aux Etats-Unis car elle bénéficie d'une dynamique économique plus positive et de meilleures perspectives de croissance bénéficiaire.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les marchés européens demeurent très liés aux décisions de politique monétaire. La réunion de la BCE de jeudi a été le rendez-vous majeur de cette semaine. Mario Draghi a clarifié ses intentions et précisé le

souhait de conserver la politique de soutien monétaire en cas de nécessité. L'objectif d'inflation reste loin d'être atteint. L'euro franchit de nouveaux points hauts annuels face au dollar. Les taux longs euro baissent à nouveau ce qui pénalise les banques.

Les sociétés européennes commencent à publier leurs chiffres du deuxième trimestre. Parmi les bons



résultats, ceux d'**ASML** profitent à l'ensemble du secteur technologique européen. **Publicis** surprend positivement avec une croissance organique de +0.8% soutenue par le retournement des Etats-Unis et une marge EBIT en hausse de 20bps. La filiale américaine de **Deutsche Telekom**, **T-Mobile US**, a publié des résultats supérieurs aux attentes avec de bonnes performances commerciales et un gain de nouveaux abonnés. Les perspectives du groupe sont ajustées à la hausse.

Faurecia, **Plastic Omnium** et **Valéo** publient de bons chiffres de début d'année et confirment leurs guidances annuelles. Les titres des compagnies aériennes corrigent en fin de semaine, en dépit des résultats de **Lufthansa** supérieurs aux attentes, dans le sillage de prévisions décevantes concernant **Easyjet**. Le groupe bénéficie de l'amélioration de ses revenus unitaires dans un contexte de baisse de ses coûts.

Daimler est peu affecté par le rappel de 3 millions de véhicules diesel pour corriger le logiciel incriminé. **Nokia** a baissé dans le sillage de la contre-performance d'Ericsson qui envisage de prendre des mesures de rationalisation compte tenu de la nouvelle perte nette affichée au deuxième trimestre. Du côté des M&A, **Carrefour** effectue l'introduction en bourse de sa filiale au Brésil en bas de la fourchette de prix, ce qui déçoit les investisseurs. **Mc Cormick&Co** a annoncé avoir signé un accord d'acquisition définitif avec **Reckitt Benckiser** pour le rachat de sa division *food*. Le montant de la transaction est de 4,2 milliards \$, supérieur aux attentes du marché (plus proches de 3 milliards \$). Le CEO d'**AkzoNobel** se retire pour raisons de santé et est remplacé par un collaborateur interne.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Nouvelle semaine de progression pour les marchés américains. Le S&P500 progresse de 0.5%, et atteint de nouveaux records historiques tout comme le Nasdaq. Du côté des publications macro-économiques, les mises en chantier ont progressé de 8% au mois de juin (les attentes se situaient à 6%), les permis de construire délivrés ont également surpris favorablement, avec un bond de 7% contre 2% anticipé.

Le baril de pétrole a retrouvé ses plus hauts niveaux depuis 6 semaines, bénéficiant d'une nouvelle baisse des inventaires américains.

Les publications de résultats trimestriels, supérieurs aux attentes, ont concentré l'attention du marché. Au sein du S&P500, 85 sociétés ont annoncé leurs chiffres du T2 : 71 d'entre elles font mieux que prévu. On retiendra les bons chiffres d'**Omnicom** et d'**Alcoa**. Parmi les publications décevantes **IBM**, **PPG**, et **CSX**. A noter, la progression de **Sears** (+11%) suite à l'accord de distribution avec **Amazon** pour la vente des produits d'appareil ménagers du groupe (**Kenmore**).

L'indice S&P de la technologie a surpassé hier son niveau de 2000 et battu son record historique. Le secteur est en hausse de 23% depuis le début de l'année et vient d'enregistrer 10 séances de hausse consécutives, bénéficiant directement du repli des taux d'intérêt (le 10-ans étant passé de 2,4% à 2,25%).

Apple enregistre actuellement sa plus longue série de hausse depuis le mois d'août 2014. **Facebook** et **Microsoft** traitent à leur plus haut niveau historique. La capitalisation boursière de **Google** se rapproche des 700 milliards de dollars. Le secteur reportera ses résultats à partir de la semaine prochaine.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Après la hausse de jeudi attribuable à la décision de la Banque du Japon de maintenir sa politique actuelle d'assouplissement monétaire, l'indice TOPIX s'est adjugé 0,5 % sur la semaine. Le sentiment de marché a également été soutenu par l'évolution favorable du marché américain qui a atteint un nouveau point-haut. Les secteurs des équipements électriques et de la chimie ont plutôt tiré leur épingle du jeu. Ces derniers ont été portés par les solides bénéfices des sociétés étrangères actives dans le domaine des semi-conducteurs et par la hausse des valeurs technologiques américaines.

En outre, des anticipations de bénéfices élevés ont contribué à la progression des petites et moyennes capitalisations.

D'un point de vue sectoriel, les meilleures performances sont à mettre sur le compte de l'agriculture/sylviculture (+4,0 %) et de la chimie (+2,1 %). Après trois semaines de baisse, le titre



Toshiba Corporation s'est envolé de 13,5 % suite à l'annonce qu'un investisseur de premier plan avait acheté des actions du groupe. En amont de la prochaine sortie d'un jeu vidéo très populaire, le titre du créateur de jeux **Nintendo Co.** a enregistré un gain de 4.0 %. Les sociétés **Kao Corporation** (+5,3 %), **Asahi Kasei Corporation** (+4,5 %) et **Fujitsu** (+3,4 %) ont également profité de belles hausses de leurs cours.

En revanche, les secteurs du transport maritime (-1,7 %) et des banques (-1,4 %) ont été moins fringants. Le cours du fabricant mondial de vêtements **Fast Retailing Co.** a subi une chute de 3,1 %. Parmi les autres sociétés un peu chahutées, on peut citer de grandes institutions financières comme **Resona Holdings** (-2,6 %), **Dai-ichi Life Holdings** (-2,4 %) et **Mitsubishi UFJ Financial Group** (-1,8 %).

▶ MARCHES EMERGENTS

La croissance réelle du PIB chinois est ressortie plus forte que prévu. Elle s'est stabilisée à 6,9 % en glissement annuel, soutenue par une consommation résiliente (hausse des ventes au détail de quasiment 10 % en glissement annuel) et par la demande extérieure. La société AAC Technologies a fait part de marges prévisionnelles plus faibles en raison de la pression tarifaire exercée par Apple.

Les sociétés indiennes du secteur technologique continuent de publier des résultats relativement décevants : TCS a fait part d'une baisse de 5,9 % de son BPA, tandis qu'**Infosys** a communiqué sur une croissance de ses bénéfices de seulement +1,4 % sur un an. Malgré un déstockage lié à la mise en œuvre de la taxe sur les biens et services, **Hindustan Unilever** a publié des résultats encourageants (+9 %). De son côté, l'équipementier électrique **Havells** a en revanche souffert de ce déstockage. Les banques privées continuent de publier de bons résultats : +23 % pour **IndusInd Bk** et +26 % pour **Kotak. Reliance Industries** a fait part d'une croissance de 28 % de son BPA, croissance principalement attribuable aux marges satisfaisantes dégagées par son activité de raffinage. Et pour stimuler les recettes budgétaires, le ministre des finances a annoncé une hausse de 18 à 20% de la taxe sur les cigarettes.

Au Brésil, pour la même raison, le gouvernement a augmenté la taxe sur l'essence de 41%, et celle sur le diesel de 21%. Le Sénat a en outre approuvé la réforme du marché du travail. Cette réforme est essentielle afin de réduire les coûts induits par les procès. Cette semaine, le gouvernement argentin a finalement renoncé à la mise en œuvre d'un impôt de 15 % sur les gains en capital issus d'opérations à l'étranger.

Au Mexique, les aéroports continuent de signer des résultats solides : **ASUR** a publié une croissance de 86 % de son EBITDA (à périmètre constant). Cette performance est à mettre sur le compte de la forte croissance du trafic (+14,6 %). **OMA** a fait part d'une croissance de son EBITDA certes moins spectaculaire mais néanmoins appréciable : +16 % sur un an.

Nous demeurons positifs sur les perspectives des marchés émergents. En effet, la Chine parvient à améliorer sa chaîne de valeur et s'efforce de maintenir l'endettement financier sous contrôle. Par ailleurs, les réformes sont en train d'être menées en Inde et le Brésil a adopté une discipline budgétaire plus stricte. Seul un relèvement massif des taux d'intérêt américains pourrait mettre fin à cette tendance favorable, mais cette hypothèse ne fait désormais plus partie de notre scénario central.

▶ MATIERES PREMIERES

Le pétrole a continué son mouvement de rebond initié la semaine dernière, pour terminer la semaine à presque 49\$ pour le **Brent** et 47\$ pour le **WTI**. Le rebond s'est néanmoins essoufflé alors que les inquiétudes concernant l'augmentation de production de la Lybie pèsent sur le sentiment des traders. En effet, la compagnie nationale libyenne (NOC) a déclaré vouloir augmenter sa production à 1,25 million de baril par jour d'ici la fin de l'année et envisage 1,5 million d'ici fin 2018 (contre 1,1 million de barils par jour aujourd'hui). Le manque d'infrastructure et d'investissement ont souvent été évoqués comme un frein à la montée en production libyenne. L'OPEP a d'ailleurs invité la Lybie à partager son plan de production lors d'une réunion informelle du cartel qui se tiendra le 22 juillet.



La publication des inventaires aux Etats-Unis (rapport du département de l'Energie, DOE) fait état d'un recul des stocks de brut et de produits pétroliers. Nous avons l'habitude de commenter ces données car elles sont fortement scrutées par le marché mais les inventaires mondiaux publiés cette semaine (DOE, PAJ au Japon, Genscape et PJK pour les ports d'Anvers, de Rotterdam et d'Amsterdam et IE pour Singapour) font ressortir une baisse de -10,4m pour le brut et -9,8m pour les produits pétroliers. En agrégeant ces statistiques, les stocks totaux sont aujourd'hui inférieurs à leurs niveaux de 2016.

L'EIA américaine a publié son « drilling productivity report » qui anticipe une 8^{ème} hausse consécutive de la production américaine de pétrole de schiste : +112 000 barils par jour en août à 5,6 millions de barils par jour, majoritairement expliqué par les développements dans le bassin du Permian. Davantage positif, le rapport a illustré une baisse de la productivité des nouveaux puits, signe que les meilleurs puits ont déjà été forés.

Les données chinoises publiées cette semaine (production industrielle, nouvelles mises en chantier dans l'immobilier, investissement durables) continuent d'être bien orientées pour la demande en métaux de bases. Alors que les importations de minerai de fer en Chine ont progressé pour atteindre 94,7 millions de tonnes en juin (contre 91,5 en mai), les prix du minerai de fer ont terminé la semaine en hausse à 68\$/tonne grâce à :

1. Une demande d'acier qui reste forte (production chinoise +5,7%, demande apparente +11,1%)
2. Une hausse des prix du charbon métallurgique
3. Un effet rareté sur les hautes qualités suite aux révisions de production à la baisse Rio Tinto et BHP sur 2017.

L'**once d'or** a progressé et termine la semaine à 1250 \$ suite aux propos de Draghi plus accommodants qu'anticipé, notamment concernant les inquiétudes vis-à-vis de l'inflation.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché du crédit, assez calme en début de semaine, a commencé à s'agiter à partir de mercredi en anticipation d'un discours assez « dovish » de Draghi. On a ainsi pu observer un resserrement de l'indice Xover et une baisse des taux souverains européens qui ont suscité d'important flux acheteurs sur les papiers à longue durée. Dans ce contexte, l'ensemble des compartiments du marché du crédit performe bien, avec une surperformance du High Yield sur l'Investment Grade (+0.36% contre +0.22% sur la semaine respectivement).

Le marché primaire a été dynamique cette semaine. **Eurofins Scientific** (non noté), acteur mondial dans le domaine des services bio-analytiques, a émis une obligation Senior 7 ans de 650 millions d'euros. **Thermo Fisher** (Baa2/BBB), fournisseur de matériel aux laboratoires, a émis des obligations Senior en 4 tranches de 2, 8.5, 12 et 20 ans pour un total de 260 millions d'euros. **DS Smith** (BBB-), entreprise britannique papetière et d'emballage a émis une obligation Senior en deux tranches de 7 et 12 ans pour 1 milliard d'euros. Dans le secteur des médias B2B, **Infopro Digital** (B2/B) a émis une obligation Senior 5 ans en deux tranches fixe et flottante pour un total de 500 millions d'euros.

Enfin, sur le segment des financières, **NationWide Building Society** (Aa3/A/A+) a émis une obligation subordonnée Tier 2, 12 ans, non call 7 ans pour 1 milliard d'euros (coupon de 2%).

De nombreux résultats trimestriels ont été publiés cette semaine. Si la plupart des résultats sont encourageants, on peut tout de même noter la performance décevante d'**Ericsson** (Ba1/BBB-). Le groupe publie un chiffre d'affaire qui a reculé de 8% et un EBIT ajusté qui a chuté de 93%, tous deux en dessous du consensus. Ces mauvais résultats peuvent en partie être expliqués par la faiblesse des investissements et la baisse des ventes. A l'opposé, le secteur du transport aérien affiche de belles performances ; **Lufthansa** (Ba1+/BBB-) et **EasyJet** (Baa1/BBB+) ont publié de bons chiffres d'activité,



suite au redressement de la demande en Europe. Par ailleurs, nous pouvons mentionner les bons résultats (loyers bruts en hausse de 3% et taux d'occupation à 94.8%) de **Beni Stabili** qui se voit attribuer une note BBB- par S&P. Enfin, **Rémy Cointreau** (Baa3/BB+) a publié un chiffre d'affaires supérieur aux attentes, en croissance de 9.9%, grâce notamment aux très bons résultats de la **Maison Rémy Martin**.

Du côté des fusions-acquisitions, **Ingenico** (non noté), spécialiste français du marché des terminaux de paiement, a signé un accord d'acquisition de **Bambora** (société spécialisée dans les services de paiement en ligne) auprès de **Nordic Capital**. Le montant de la transaction est de 1,5 milliard d'euros et sera totalement financé par la trésorerie et des financements bancaires, le ratio d'endettement restera donc inférieur à 3x l'EBITDA.

CONVERTIBLES

Sur le marché des obligations convertibles, les nouvelles émissions se sont taries du fait des vacances d'été et du début des publications de résultats pour le T2. La semaine a néanmoins été ponctuée par l'émission d'obligations convertibles de **Crown Castle**, société américaine spécialisée dans les infrastructures de télécommunications. Cette émission d'un montant de 1,5 milliard de dollars est destinée à partiellement financer l'acquisition de **Lightower**. On notera également la première arrivée sur le marché d'une société chinoise cotée sur le compartiment « A » : **SCS Guotai Junan Securities** a ainsi levé 7 milliards de RMB en émettant une convertible à 6 ans avec une prime de 25 %. Le titre est doté d'un coupon de 0,5 % qui augmentera chaque année pour atteindre 2 % la 6ème année. Un certain nombre d'autres sociétés chinoises devraient émettre des convertibles cette année. Dans l'actualité, le développeur français de jeux vidéo **Ubisoft** a publié un chiffre d'affaires pour le T1 en hausse de 45% sur un an glissant. Cette performance est à mettre sur le compte d'une croissance de 55% des revenus tirés de l'activité numérique. Les résultats ont dépassé les prévisions malgré l'absence de lancements de jeux importants. Le management a fait part de sa « confiance accrue » dans ses objectifs pour les deux prochaines années, période

qui verra le lancement d'un nouveau Assassin's Creed et du prochain Far Cry. L'action a dans ce contexte bondi de plus de 10 %.

La société néerlandaise biopharmaceutique **Ablynx** a annoncé qu'elle avait conclu un accord de recherche et de licence avec **Sanofi** portant sur plusieurs maladies inflammatoires d'origine immunitaire. Cette annonce a permis à l'action de progresser de plus de 8 %. Le spécialiste français des paiements électroniques, **Ingenico**, a fait part d'un chiffre d'affaires solide pour le T2 suite à l'acquisition de la société **Bambora** pour 1,5 milliard d'euros. Cette dernière a développé un service de paiement de plus en plus répandu dans les pays nordiques. Suite aux solides chiffres de production publiés la semaine dernière par **Severstal**, la société sidérurgique russe a fait part de revenus en ligne avec les prévisions. L'entreprise a renforcé sa génération de flux de trésorerie disponibles et a annoncé l'acquisition de la mine de Yakovlevsky pour 12 milliards de roubles. Cela permettra à **Severstal** de sécuriser à long terme son modèle d'intégration verticale dans le minerai de fer. En Asie, **Nanya Technology**, le fabricant taiwanais de mémoires DRAM, a publié des résultats pour le T2 conformes aux prévisions. La société a aussi dévoilé une énorme plus-value issue de la cession de titres **Micron** et des perspectives plus favorables pour le 2ème semestre. Cela a permis à l'action de bondir de plus de 10 %. Enfin, après plusieurs reports, **Sony** a confirmé que le groupe finalisera d'ici le 1er septembre 2017 le transfert de son activité de batteries à Murata Manufacturing.

Achévé de rédiger le 20/07/2017



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