



FLASH MARCHÉS : EN ATTENTE DE NOUVEAUX CATALYSEURS

LE 23 JUIN 2017

Sur les marchés

Nouvelle semaine de stabilisation des marchés dans un contexte de conditions financières relâchées et d'une dynamique économique favorable, marquée notamment par un climat des affaires en France atteignant un niveau record depuis novembre 2011, avec une nette progression dans le bâtiment et le commerce de détail.

Cette phase de « consolidation à plat » des marchés fait suite à un mouvement de hausse généralisé des indices boursiers et des marchés de taux (en particulier dette d'entreprises) depuis le début d'année, avec des émergents en nette progression sur le front des actions, la dette et les devises, ainsi que des valeurs de croissance et des valeurs défensives dans les pays développés qui tirent actuellement leur épingle du jeu. Notons la nette surperformance du secteur de la santé américaine, ayant profité de la présentation par le Sénat américain d'une nouvelle mouture du projet de réforme de l'*Obamacare* qui prévoit une période de transition finalement plus longue et plus favorable que ce qui avait été établi en mai dernier.

Alors que la conjoncture économique reste favorable, plusieurs points attirent à ce stade notre attention. Tout d'abord, la nette décrue des indicateurs de surprises économiques, principalement aux Etats-Unis, et le plafonnement de certains indicateurs de l'activité réelle, soulignent une fois de plus que le pic d'activité y a été enregistré il y a quelques mois. En outre, l'inflation tend à ralentir des deux côtés de l'Atlantique : l'inflation en Allemagne des prix à la production plafonne ou se tasse à l'échelon global, en ligne avec l'évolution des prix des produits de base, tandis qu'aux Etats-Unis, l'indice d'inflation continue de ralentir sans pouvoir atteindre la cible des 2% de la banque centrale (1,7% actuellement). Enfin, le changement de ton de certaines banques centrales, Banque du Canada et Banque d'Angleterre en tête, ravive la volatilité des taux courts sur ces zones.

Les marchés actions, déjà fragiles dans un contexte de faiblesse des cours du pétrole, attendent de nouveaux catalyseurs. Dans cet environnement où l'état de désinflation prédomine, nous sommes particulièrement attentifs à la valorisation des taux d'intérêt. 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 sont restés dans l'expectative au cours d'une semaine marquée par le démarrage des négociations du Brexit mais certainement encore davantage par l'inquiétude autour de la baisse des cours du pétrole.

A l'occasion du salon aéronautique du Bourget, avionneurs et équipementiers ont confirmé les tendances toujours favorables du secteur. **Airbus** table ainsi sur un besoin de 35.000 nouveaux avions au cours des 20 prochaines années et a dévoilé une version améliorée de son Airbus A380 afin de relancer le programme de son très gros porteur. De son côté, l'équipementier **Safran** a engrangé une moisson de commandes pour la nouvelle génération de son moteur LEAP.

Au sein du secteur bancaire, la banque italienne **Intesa Sanpaolo** a annoncé son intention de reprendre sous conditions les deux banques vénitienes au bord de la faillite : les actifs sains de **Veneto** et **Vicenza** seraient ainsi rachetés pour un euro symbolique, et les actifs toxiques seraient isolés dans une structure de défaisance financée par le capital et la dette subordonnée des deux banques, ainsi que par l'Etat, préservant ainsi le capital d'Intesa Sanpaolo. Si elle était confirmée et acceptée par les autorités, cette opération contribuerait à réduire la prime de risque du secteur bancaire. En revanche, les perspectives de retour à l'actionnaire dévoilées par le groupe bancaire belge **KBC** ont quelque peu déçu les investisseurs qui s'attendaient à des objectifs plus ambitieux de la part d'une banque si bien capitalisée.

L'activité de fusions & acquisitions reste dynamique (rachat de l'acteur de location « low cost » Goldcar par Europcar, de la foncière Eurosic par Gecina, introduction en Bourse de la filiale américaine d'**Altice**, etc.) et des projets semblent émerger concernant un rapprochement entre **Engie** et **Innogy** (filiale de RWE qui regroupe les activités énergies renouvelables et infrastructures de l'électricien allemand), et entre **Vinci** et **ADP**.

Le deal le plus médiatique est à l'initiative de **Diageo** qui a annoncé l'acquisition de la tequila super premium **Casamigos** pour un montant de 700 millions de dollars et un paiement complémentaire de 300 millions de dollars lié aux performances de la marque sur 10 ans, soit près de 20 fois les ventes (certes en croissance moyenne de 54% au cours des deux dernières années).

▶ ACTIONS AMERICAINES

Semaine stable pour les marchés : le S&P est resté étal, toujours solidement ancré au-dessus des 2.400 points, tandis que le Nasdaq s'adjuge encore plus de 1%, portant sa performance depuis de début de l'année à +16%. Peu de données macroéconomiques ont été publiées. On retiendra néanmoins la progression (+1%) des ventes de maisons existantes, chiffre supérieur aux anticipations.

Les Républicains ont dévoilé leur projet de réforme du système de santé. Il s'avère être relativement plus favorable pour les acteurs privés. Le texte présenté par les sénateurs (qui est encore ouvert à la discussion), propose de baisser à un rythme plus lent qu'initialement envisagé les dotations de l'Etat fédéral au programme *Medicaid*. Le projet précédent, qui émanait des Républicains de la chambre des représentants, prévoyait des coupes bien plus rapides des aides sociales, et avait inquiété les industriels de la santé. Cela s'ajoute à une posture plus favorable de l'administration Trump concernant le prix des médicaments, dévoilée par la presse cette semaine. L'ensemble du secteur de la santé a bénéficié de ces développements (+4% sur la semaine). A noter également le violent rebond du compartiment biotech (+8%), bénéficiant de données cliniques favorables chez plusieurs acteurs et d'un retour de la spéculation M&A.

On retiendra par ailleurs les très bons chiffres d'**Oracle**, dont les ventes de licences sont ressorties 15% au-dessus des attentes. A noter les ventes de l'activité *cloud*, en progression de 64%, également au-dessus des anticipations.



Enfin, le secteur de la distribution alimentaire a été secoué par deux nouvelles importantes : 1/ le rachat de **Whole Foods** par **Amazon** pour 13,7 milliards de dollars, qui marque l'arrivée du géant de la distribution *online* dans le commerce physique 2/ l'entrée de **Lidl** dans le pays avec l'ouverture de 10 magasins (à terme, le groupe vise 600 points de vente). Ces deux opérations constituent un bouleversement majeur et pourraient avoir un impact important sur les prix et les marges des acteurs en place.

▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a progressé de 0,9% cette semaine. Les actions japonaises ont eu le vent en poupe en début de semaine. L'indice Nikkei 225 a ainsi atteint son plus haut niveau de l'année mardi, à la faveur de la dépréciation du yen face au dollar américain, alimentée par la perspective d'une hausse des taux d'intérêt. En outre, le rebond des valeurs technologiques américaines a favorisé la progression des valeurs exportatrices japonaises spécialisées dans les appareils électriques et les produits du caoutchouc. Le marché japonais a marqué le pas en fin de semaine, pénalisé par la baisse des cours du pétrole qui a pesé sur les valeurs énergétiques. Le repli du marché a toutefois été limité par l'engouement des investisseurs pour les petites et moyennes capitalisations.

Les produits du caoutchouc (+3,8%), autres produits (+2,9%) et les appareils électriques (+2,3%) ont été les secteurs les plus performants. **Murata Manufacturing Co.**, un fabricant de composants électroniques de premier plan, a vu son cours bondir de 9,6% et le géant de l'électronique **Fujitsu** s'est adjugé 4,6%.

En revanche, les secteurs de l'assurance (-2,5%) et des produits du pétrole et du charbon (-2,4%) ont été à la peine. La baisse des rendements obligataires à long terme aux États-Unis a pesé sur les compagnies d'assurance **Sompo Holdings** (-3,7%) et **Tokio Marine Holdings** (-2,8%). Le raffineur de pétrole **JXTG Holdings** a vu son cours baisser de 2,7% en raison de la baisse des cours du brut.

▶ MARCHES EMERGENTS

Après quatre ans de négociations, MSCI a enfin annoncé l'inclusion des actions A (222 composantes) dans ses principaux indices. Ces grandes **capitalisations chinoises**, cotées en yuans sur les bourses de Shanghai et de Shenzhen, pèseront 0,73% de l'indice MSCI EM sur la base d'un facteur d'inclusion partielle de 5%. Cette décision devrait se traduire par un afflux de 14,1 milliards de dollars de capitaux vers le marché des actions A, ce qui n'est guère significatif par rapport au volume de transactions quotidien sur ce marché, qui s'élève à 400 milliards de Yuan Renminbi (RMB). Cette inclusion des actions A reflète l'évolution favorable de la réglementation, qui se rapproche des normes internationales et permettra de mettre en place des normes de gouvernance d'entreprise plus strictes.

L'**Argentine** n'a pas été rétrogradée dans la catégorie des marchés émergents cette année. Néanmoins, MSCI a maintenu le pays sous surveillance jusqu'à l'année prochaine.

Les taux d'intérêt se stabilisent dans les marchés émergents : à **Taïwan**, la banque centrale a laissé son taux directeur à 1,375% pour le quatrième trimestre consécutif. Au **Mexique**, après une série de relèvements de taux totalisant 400 points de base au cours des 19 derniers mois, la banque centrale a procédé à ce qui devrait être son dernier relèvement (+25 points de base), portant ainsi le taux de référence à 7%. La Banxico pense que l'inflation approche de son point haut (+6,3% en juin). L'économie poursuit sur sa belle lancée : la consommation est dynamique et, sur le plan micro-économique, les volumes du cimentier **Cemex** depuis le 1^{er} janvier sont supérieurs à ses objectifs. La croissance du PIB réel s'est accélérée à +2,8% au premier trimestre 2017, contre +2,3% au quatrième trimestre 2016. Nous tablons sur une belle saison des résultats au deuxième trimestre.

En **Inde**, la Naascom a revu à la baisse ses prévisions de croissance pour les exportations du secteur des technologies de l'information : l'association des professionnels du secteur table désormais sur une



fourchette de 7 à 8% pour l'exercice 2017, contre 10 à 12% jusqu'ici.

Au **Brésil**, la commission spéciale du Sénat s'est prononcée contre la réforme du code du travail, qui sera soumise au vote des sénateurs d'ici deux semaines. Ce revers pour le gouvernement a accentué les craintes quant à la capacité de l'exécutif à faire adopter des réformes, en particulier celle des retraites.

La stabilisation sur le front de la politique monétaire, les nouvelles caractéristiques du marché chinois et les perspectives bénéficiaires prometteuses sont autant de facteurs qui devraient continuer à soutenir les marchés émergents à moyen terme.

▶ MATIERES PREMIERES

Les prix du baril ont une nouvelle fois souffert de l'environnement anxiogène régnant sur le marché du **pétrole** pour passer sous la barre des 45 dollars le baril pour le Brent et aux alentours des 42,5 dollars le baril pour le WTI. Ces niveaux correspondent aux points bas de novembre 2016, c'est-à-dire avant l'accord de principe sur les coupes de production de l'OPEP du 30 novembre.

Les investisseurs restent en effet sceptiques vis-à-vis de la capacité du cartel et des pays non-OPEP participant à l'accord de réduire les surplus de stocks mondiaux sur des niveaux moyens à 5 ans. Les raisons de cette correction ne sont pas nouvelles. Aux Etats-Unis, la croissance de l'activité de forage reste une source d'inquiétude majeure mais le rythme ralentit. La baisse du prix du baril à des niveaux inférieurs à 50 dollars le baril devrait réduire davantage le nombre de *rigs* dans les semaines à venir.

L'autre gros sujet porte sur les stocks de brut américains qui ont baissé moins qu'anticipé cette semaine. La réduction des inventaires est néanmoins initiée depuis fin mars avec 11 semaines de baisses de stocks contre une semaine de hausse sur la période. Le niveau de stocks OCDE est bien meilleur aujourd'hui

qu'il ne l'était avant l'accord OPEP et pourtant les prix sont bas.

Le troisième élément concerne l'augmentation de production de la Libye et du Nigéria. La production libyenne aurait atteint 900.000 barils par jour et devrait progressivement croître à 1,1 million de barils par jour en août. Ce niveau n'est pourtant pas acquis et est conditionné à la capacité des infrastructures de transport libyennes. Toute production supplémentaire nécessitera des investissements significatifs (18 milliards de dollars pour revenir à 2,3 millions de barils par jour).

Enfin, les exportations de l'OPEP (à ne pas confondre avec le niveau de production sous quotas) sont restées à des niveaux élevés plus longtemps qu'anticipé mais nous entrons dans la période de forte consommation saisonnière dans les pays du Golfe persique (production d'électricité à partir du pétrole) ce qui devrait réduire progressivement les exportations dans les prochains mois. La demande OCDE va bénéficier du pic de consommation saisonnière lié au transport : « la driving season ». Néanmoins, la faiblesse récente des prix pourrait fragiliser l'accord OPEP dans un contexte régional délicat (crise avec le Qatar).

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché du High Yield était haussier en début de semaine, avec un indice Xover qui s'est resserré de cinq points de base entre lundi et mardi. Le ton a sensiblement changé dès mercredi avec une sous-performance du cash face aux indices crédit, tirée par des prises de profits sur certains papiers High Yield jusqu'ici *bid only* comme **Burger King**, **Loxam** ou **Chemours** mais également par les craintes liées à la baisse du prix du pétrole.

Le marché primaire demeure dynamique avec trois nouvelles émissions. **Manutencoop** (B2/B) émet une Senior Secured Notes de EUR 420m 5NC2 pour refinancer sa dette et racheter la part des minoritaires



(33,2% du capital). **Federal Mogul** (B1/B-) émet une souche de EUR 300m 7 ans NC3 pour rembourser partiellement son crédit bancaire. **N&W** (B/B2) a effectué un nouveau TAP de EUR 40m sur sa souche 2023 7%.

Notons également quelques annonces d'acquisitions par les entreprises HY cette semaine. La principale étant celle de **Europcar** (B1/B+) qui achète **Goldcar** (fort ancrage en Espagne et au Portugal) et devient ainsi un acteur majeur du segment low cost en Europe. En 2016, Goldcar a généré 240 millions d'euros de chiffre d'affaires et 50 millions d'euros d'EBITDA. Le nouveau levier du groupe est estimé à 3x contre 1x à fin 2016. Notons également l'acquisition de **SFR Benelux** par **Telenet** (Ba3/BB-) pour une VE de 400 millions d'euros. Le levier augmente de 0.3x à 4.4x post-acquisition.

CONVERTIBLES

L'activité sur le marché primaire des obligations convertibles a encore été soutenue cette semaine. En Europe, **STMicroelectronics** a une nouvelle fois fait appel au marché, cette fois-ci pour une émission à deux tranches d'un montant total de 1,5 milliard de dollars. Le célèbre fabricant de semi-conducteurs a émis pour 750 millions de dollars d'obligations sans coupon à 5 ans et 750 millions de dollars d'obligations sans coupon à 7 ans. Le produit de cette émission a servi en partie à racheter par anticipation les obligations convertibles existantes arrivant à échéance en 2019 et à financer un programme de rachat d'actions. Aux États-Unis, la société **Synaptics**, qui met au point des solutions d'interface utilisateur telles que des pavés tactiles, a émis pour 500 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 0,5%. Cette émission servira à refinancer sa dette et à financer des opérations de fusion-acquisition. Une autre émission a été réalisée par **Teledoc**. Ce prestataire de services de santé, qui propose des consultations par téléphone ou par vidéo, a placé 240 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 3% pour financer une acquisition.

Dans le reste de l'actualité en Europe, **Grand City Properties** a levé 198 millions d'euros de fonds propres supplémentaires cette semaine afin de financer de possibles acquisitions.

Aux États-Unis, les sociétés biotechnologiques ont suscité un regain d'intérêt chez les investisseurs, d'où la surperformance cette semaine d'émetteurs d'obligations convertibles tels que **Biomarin**, **Intercept**, **Pacira Pharma** et **Jazz Pharma**. L'éditeur de logiciels américain **Red Hat** a dévoilé de très bons résultats pour le premier trimestre, avec notamment une progression de son chiffre d'affaires de 27% en glissement annuel, qui a fait bondir le titre d'environ 10%.

En Asie, la Chine a décidé de plafonner à 7% le rendement du capital investi par les distributeurs de gaz naturel. Ce plafonnement permettra de réduire le coût pour les clients finaux et de promouvoir la distribution de gaz en Chine. **ENN Energy** s'est adjugé 6% vendredi dans le sillage de cette annonce. L'entreprise a également bénéficié en début de semaine du relèvement de sa note par l'agence Moody's, de Baa3 à Baa2.

Achévé de rédiger le 23/06/2017



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