



FLASH MARCHÉS : RÉSURGENCE DU RISQUE POLITIQUE

LE 10 FEVRIER 2017

Sur les marchés

En dépit de nouvelles macroéconomiques encourageantes (commandes industrielles allemandes, enquêtes de sentiment en France, enquête d'activité aux Etats-Unis), et de résultats d'entreprises plutôt solides, les marchés actions continuent de montrer une certaine hésitation concernant les trois volets - protectionnisme, relance budgétaire et déréglementation - des projets de Donald Trump. Si l'annonce des premières mesures protectionnistes, en l'occurrence l'annulation du traité transpacifique et la hausse éventuelle de taxes à l'import sur les biens provenant du Mexique, peut instiller des inquiétudes sur l'avenir des relations avec les grands partenaires commerciaux des Etats-Unis, la remise en cause de la réglementation bancaire Dodd-Frank par la présidence américaine a elle aussi ravivé les craintes des investisseurs à la suite de la franche réaction de la BCE.

En effet, les annonces de Donald Trump sur ce sujet ont rencontré une opposition frontale de la BCE, notamment de Mario Draghi. Il a affirmé lors d'une audition parlementaire à Bruxelles qu'un retour en arrière ou l'annulation des régulations bancaires seraient « très inquiétants ». Cette réaction plutôt épidermique de la BCE sur ce sujet a vraisemblablement contribué à la sous-performance récente des valeurs bancaires. Si plusieurs foyers d'incertitudes pour les investisseurs demeurent quant à la conduite de la politique américaine, les attentes sont fortes concernant les mesures économiques liées aux dépenses en infrastructures et à la relance budgétaire. Car si l'élection de Donald Trump n'est pas la seule cause du retour en grâce du thème reflationniste, elle l'a encouragé. Dans tous les cas, les chiffres économiques, la dynamique des profits et de surcroît le volontarisme économique de la Maison Blanche concernant une réforme fiscale d'envergure laissent penser qu'à ce stade, la thématique de la reflation n'est pas terminée.

Notons par ailleurs, cette semaine, la détente du marché obligataire. Le rendement du 10 ans français est repassé en dessous de la barre de 1% pour la première fois depuis deux semaines, accompagné d'un resserrement généralisé des « spreads » périphériques.

Dans ce contexte, en termes d'allocation d'actifs, nous privilégions toujours les actions par rapport aux obligations dans un portefeuille diversifié. Nous avons adopté un biais positif sur l'évolution du dollar à la suite de la baisse des dernières semaines et aussi dans l'idée que la Réserve fédérale pourrait conduire une politique de resserrement monétaire plus rapide qu'anticipé par les marchés. Au sein des obligations, nous avons augmenté les positions de pentification de la courbe des taux américaine.

D'une façon générale, nous nous trouvons toujours dans une phase reflationniste avec des banques centrales déterminées à rester accommodantes.



▶ ACTIONS EUROPEENNES

Dans la foulée de la semaine dernière, le marché européen reste dominé par l'écartement des spreads des dettes souveraines, avec la résurgence du risque politique en Grèce, Italie et France.

Telecom Italia publie des résultats supérieurs aux attentes en Italie et au Brésil mais inquiète par son plan ambitieux de déploiement de fibre pour préempter l'arrivée conjointe de Enel et de Iliad sur le marché italien. **BNP Paribas** déçoit par les premiers éléments de son plan à horizon 2020, en tablant sur un RoE de 10% d'ici 2020, affichant une grande prudence sur les marges, en intégrant une inflation des coûts dans un environnement de *pricing* concurrentiel.

Du côté de **Société Générale**, la banque de détail France et l'international ressortent au-dessus des attentes. **Sanofi** rassure par une meilleure résistance qu'anticipée de la franchise diabète sur la fin de l'année 2016 et par une *guidance* pour 2017 plus forte qu'attendu. **Vinci** surprend positivement par sa génération de *free cash-flow* et rassure sur le retournement de sa division construction. Les pertes de budgets continuent de pénaliser la croissance organique de **Publicis** qui décline pour la première fois depuis 2009. La difficulté dans l'intégration des métiers du digital rejette le doute sur la fragilité du modèle des agences de publicité...

La solidité des résultats et de la génération de *cash-flow* de **Total** lui permet de confirmer la couverture du dividende (et de le faire progresser) par le *cash-flow* sur les niveaux actuels de baril, tout en réaffirmant la visibilité sur sa croissance de production future. Le secteur automobile est à nouveau rattrapé par le sujet des émissions avec le renvoi du dossier **PSA** à la justice. Néanmoins, la publication de **Renault** rassure à la fois par une solide performance opérationnelle et par une projection à moyen terme plus ambitieuse, notamment à ce stade du cycle. A noter enfin la très bonne performance de **Tarkett**, avec la confirmation du retournement de l'exposition émergente, confirmant le potentiel d'amélioration de marge grâce à la reprise du marché russe.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Les marchés américains ont progressé au cours de la semaine, dans un contexte relativement calme. Sur le plan politique, il semble que le remplacement de l'*Affordable Care Act* prendra plus de temps qu'initialement prévu selon les déclarations du président Trump. L'ordonnance concernant l'interdiction d'entrée sur le territoire américain de ressortissants de certains Etats reste quant à elle bloquée. Sur le plan économique, il n'y a pas eu d'indicateur économique majeur publié sur la période.

L'attention s'est portée principalement sur les publications des sociétés pour le quatrième trimestre 2016. On notera les solides résultats de **General Motors** ou encore **Gilead**, qui n'ont cependant pas été accueillis favorablement par le marché, avec des baisses de l'ordre de 5%. **Amazon** a publié de solides résultats avec une croissance de son chiffre d'affaires supérieure à 20%, tirée par son activité d'infrastructure *cloud computing*. Néanmoins, la société a déçu en se préparant à réinvestir la quasi intégralité de ses profits dans des investissements tous azimuts : vidéos à la demande, livraisons de produits frais, expansion en Inde parmi tant d'autres.

Au cours des cinq derniers jours, les valeurs financières et la consommation de base signent les plus fortes hausses. Les matériaux et l'énergie sont les seuls secteurs à reculer au cours de la période.

▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a gagné 0,2% après avoir évolué dans une fourchette étroite. Les investisseurs ont adopté une attitude attentiste avant la réunion prévue entre le Président américain Donald Trump et le Premier ministre japonais Shinzo Abe le 10 février. Le yen a une nouvelle fois rebondi face au dollar et à l'euro en milieu de semaine. Les titres des sociétés exportatrices nippones ont plongé sur des inquiétudes liées aux bénéfiques. Cependant, alors que le yen baissait vers la barre des 112 points, l'indice s'est ressaisi.



Les commandes de machines de base plus élevées que prévu en décembre ont également soutenu le marché.

Cette semaine, le secteur le plus performant a été celui de la pêche, de l'agriculture et de la sylviculture (+4,5 %), tandis que le secteur pétrole & produits à base de charbon a chuté de 3%.

Sumitomo Electric Industries s'est envolé de 7,2%. Credit Suisse a relevé l'objectif de cours sur des anticipations d'un redressement du résultat opérationnel de quatre segments d'activité au cours du prochain trimestre. La baisse du yen et les demandes soutenues pour les faisceaux de câblage devraient également contribuer à la croissance des bénéficiaires.

Les trois grandes sociétés du secteur japonais du nucléaire, **Mitsubishi Heavy Industries**, **Toshiba** et **Hitachi** ont chuté de plus de 5% en raison des incertitudes accrues quant à l'avenir du secteur.

▶ MARCHES EMERGENTS

Cette semaine a été marquée par le rebond du dollar et des marchés actions émergents. La **Chine**, le **Chili** et le **Pérou** ont enregistré de solides performances. Plusieurs devises émergentes ont réussi à faire mieux que le rebond du dollar, la roupie indienne a gagné 0,7% d'une semaine sur l'autre et les pesos mexicain et argentin ont progressé de 0,4%. Pour le peso mexicain, cette évolution, soutenue par la politique monétaire de la banque centrale, qui a relevé son taux d'intérêt de 50 points de base hier, devrait ramener la confiance à court terme. Les banques centrales indienne et thaïlandaise ont laissé leurs taux d'intérêt inchangés, ce qui est une bonne nouvelle dans un contexte d'un possible relèvement des taux aux Etats-Unis. Cela aura pour effet d'empêcher un retour trop rapide de l'inflation et de limiter le risque de sorties massives de capitaux.

Les statistiques macroéconomiques officielles hors de Chine se sont révélées quelque peu inquiétantes à première vue, les réserves de change tombant sous les 3000 milliards de dollars en janvier, et en raison de la politique de resserrement des liquidités de la banque

centrale chinoise (PBOC). Mais, en y regardant de plus près, les statistiques montrent une forte dynamique.

Les ventes automobiles en Chine en janvier sont en recul de 9,8% en glissement annuel à 2,12 millions de véhicules, mais les marques domestiques chinoises gagnent des parts de marché dans le segment intermédiaire (voitures particulières d'une valeur comprise entre 100 000 et 200 000 yuans, soit 13 600 euros à 27 300 euros). Des sociétés comme **Geely**, **Great Wall Motors** et **Guangzhou Automobile Group** enregistrent toutes une croissance de leurs volumes en glissement annuel. Il y a un lien historique en Chine entre l'état du marché immobilier et la demande automobile. A l'heure actuelle, le marché immobilier, malgré de nombreuses perspectives négatives et incertitudes, continue d'afficher une demande saine. Il y a encore des zones où les prix sont excessifs, mais la demande est réelle. Le flux migratoire de la campagne vers la ville est ininterrompu et les promoteurs immobiliers ont une approche plus rationnelle du marché. Le manque de stocks est un élément positif car ces deux dernières années, le rythme d'émissions de nouveaux permis a été inférieur aux ventes, créant ainsi un effet de rareté.

Les autres bonnes nouvelles en Chine sont les suivantes : 1) la hausse de salaires dans les PME s'accélère pour la première fois depuis 2014, +4% en moyenne, 2) dans le secteur bancaire, on constate une stabilisation ou une légère baisse du nombre total des crédits non performants. Le niveau de crédit est toujours très élevé et inquiétant, mais une certaine stabilité semble possible. 3) Les ventes de pelleuses ont augmenté de +54% en glissement annuel en janvier et les ventes de camions lourds progressent de +122% en glissement annuel, en raison d'importantes dépenses d'infrastructures.

▶ MATIERES PREMIERES

Au retour du Nouvel An chinois, les autorités du pays ont opéré un léger resserrement des liquidités afin de stabiliser la croissance et soutenir le Renminbi. La mesure a entraîné une petite correction sur les prix des matières premières en début de semaine, sur la crainte



d'un ralentissement de la demande. Les données de commerce extérieur chinois du mois de janvier (importations de minerai de fer de 92 millions de tonnes, +12% sur un an, et de charbon de 25 millions de tonnes, +64% sur un an) ont montré que l'activité économique reste soutenue, entraînant un rebond des prix. Les importations de cuivre (390.000 tonnes, -14% sur un an) sont en retrait sur une base de comparaison élevée.

Le marché du **cuivre** est cependant actuellement focalisé sur les interruptions de production. Les ouvriers de la mine d'Escondida (Chili) viennent de se mettre en grève pour des revendications salariales. Dans le passé, ces grèves ont duré de quelques jours à un mois. Plus inquiétante est la situation en Indonésie, où l'absence de licence d'exportation devrait contraindre Freeport à réduire la production de la mine de Grasberg. Ces deux mines représentent 8-9% de la production mondiale.

Les prix du **pétrole** continuent d'évoluer dans une fourchette étroite (54 à 56 dollars le baril pour le Brent). L'activité de forage aux Etats-Unis est toujours sur une pente ascendante (+17 rigs de pétrole sur la semaine, pour un total de 583, à comparer au point bas de 316 fin mai 2016, et un point haut de 1609 en octobre 2014), et a tendance à inquiéter le marché. Le rapport mensuel de l'Agence Internationale de l'Energie (AIE) fait cependant ressortir une demande de pétrole toujours dynamique. Elle a cru de 1,6 million de barils par jour en 2016 et est attendue en hausse de 1,4 million de barils par jour en 2017, une révision de +0,1 million de barils par jour par rapport au mois précédent. En raison d'un niveau de respect important des quotas de production (mesuré à 90%), l'AIE s'attend à un rééquilibrage du marché dès le premier trimestre 2017. Les tirs de missiles opérés par l'Iran n'ont pas eu d'impact sur les prix du pétrole, mais ont contribué à augmenter le risque géopolitique, au même titre que les sujets électoraux en Europe et la politique migratoire des Etats-Unis.

Concernant l'**or**, cela se traduit par une hausse des encours sur les ETF (+3% depuis le début de l'année à 66,9 Moz) et du sous-jacent. L'onze d'or a ainsi touché les 1240\$/oz pour la première fois depuis l'élection de

Trump, avant de reculer en fin de semaine suite aux annonces de ce dernier sur un plan de baisse d'impôt massif à venir.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Les incertitudes liées à l'élection présidentielle française ont maintenu la pression sur le *spread* OAT/Bund lundi (+10 points de base) avant de se resserrer progressivement tout au long de la semaine (-2 points de base mardi, -5 points de base mercredi et -4 points de base jeudi). Le marché du crédit High Yield n'a pas été affecté par cet écartement sur les *Govies*, tandis que les indices Itraxx Main et Over sont restés stables.

L'échéance du 20 février prochain, date à laquelle se tiendra l'Eurogroupe, a cristallisé un certain stress sur la dette grecque.

Sur le marché primaire, **Hapag-Lloyd** (B2/B+) a procédé au *tap* de son émission 2022 pour émettre 200 millions d'euros supplémentaires qui serviront à rembourser une partie des obligations 2018. **Verallia** (B1/B) a également émis une souche senior *secured* PIK Toggles de 350 millions d'euros de maturité 5 ans NC2 dont 280 millions d'euros seront destinés à rembourser des contributions *equity*. Cette émission entraînera une hausse du levier de 4.5x à 5.1x pro forma.

Par ailleurs, **Alain Afflelou** a décidé de différer son projet d'introduction en Bourse, évoquant la faible dynamique du marché action mais surtout la récente fusion Essilor-Luxottica qui modifiera fortement la structure du marché. Mauvaise nouvelle donc pour les créanciers puisque cette introduction en bourse devait abaisser le levier sous la barre des 3x d'ici à juillet 2017. Quant à **Areva**, les assemblées générales d'Areva SA et de Newco ont approuvé leurs augmentations de capital respectives de deux milliards d'euros et de trois milliards d'euros, auxquelles l'Etat Français participera à hauteur de 4,5 milliards d'euros.



CONVERTIBLES

Cette semaine a été marquée par la première émission jumbo de l'année 2017 : **Microchip Tech** a émis une double tranche d'obligations convertibles (1,8 milliard de dollars d'obligations subordonnées à échéance 10 ans et 500 millions de dollars d'obligations convertibles subordonnées junior à échéance 20 ans). Les fonds levés seront utilisés pour le refinancement d'une partie de l'obligation convertible existante à échéance 2037 mais aussi pour le remboursement des emprunts souscrits dans le cadre d'une facilité de crédit revolving. La veille, le groupe avait publié des résultats du troisième trimestre supérieurs aux attentes (solides ventes notamment d'unités microcontrôleurs et de puces analogiques) et avait indiqué des prévisions pour le quatrième trimestre nettement supérieures aux estimations.

Severstal a émis une nouvelle obligation convertible, cette fois en tant que société officiellement notée « investment grade ». L'obligation de 250 millions de dollars à échéance 5 ans est valorisée avec un coupon zéro et une prime de 35%, mais aussi une protection complète du dividende. Le groupe de construction et de concessions, **Vinci**, a placé sur le marché une obligation convertible de 450 millions de dollars, assortie d'un coupon de 0,375% (equity neutral bond). **Ubisoft** a une fois encore confirmé sa transformation avec des marges plus élevées, une maîtrise des coûts efficace, et une digitalisation en cours de ses ventes (en avance sur le calendrier), malgré des ventes au troisième trimestre légèrement décevantes (-6% en raison du timide démarrage de WatchDog 2). Par ailleurs, en termes de valorisation, il demeure attractif face à des pairs, tels que EA ou Activision/Blizzard. **Aperam** a publié d'excellents résultats au titre du quatrième trimestre, améliorant sa rentabilité avec un EBITDA ajusté de 144 millions de dollars. Le groupe a également relevé son dividende et a annoncé un rachat de titres de 100 millions de dollars avec un rendement cash total de 5,6% de sa capitalisation boursière.

En Asie, **Advanced Semiconductor Engineering** a publié de solides résultats du quatrième trimestre avec un chiffre d'affaires en hausse de 6% d'un trimestre sur

l'autre et une marge brute en progression de 50 points de base tirée par son activité EMS. La fusion d'ASE et de SPIL devrait être finalisée un peu plus tard dans l'année.

Achévé de rédiger le 10/02/2017



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