



FLASH MARCHÉS : FÉBRILITÉ ACCRUE

LE 24 MARS 2017

Sur les marchés

Cette semaine, les marchés d'actions ont été plus fébriles, affichant un repli aux Etats-Unis et au Japon mais une quasi-stabilité en Europe et au sein des pays émergents. Des craintes quant à une remise en cause des promesses électorales faites par Donald Trump sont apparues au regard des difficultés rencontrées par la nouvelle administration américaine à faire passer une nouvelle loi sur la santé.

Pour les investisseurs, l'enjeu sur la réforme de la santé est éventuellement sectoriel mais en rien global, le principal sujet étant la politique de relance (baisses d'impôts et relance des infrastructures) promise durant la campagne. En se focalisant d'abord sur la santé, Donald Trump a donc établi un agenda qui n'offre pas plus de visibilité sur la priorité des marchés. Le risque d'enlèvement concernant le premier grand dossier traité par le gouvernement n'offre pas nécessairement les meilleures perspectives pour la suite.

Pour notre part, nous avons tendance à relativiser ce risque. Les réformes du système de santé ont été notoirement difficiles à passer sur le plan politique aux Etats-Unis sans toutefois préjuger de la suite. Nous restons toutefois tactiquement un peu moins exposés sur les actions. Les marchés nous semblent techniquement plus fragiles après un mouvement haussier sans discontinuité depuis des mois, et sans volatilité.

Les statistiques économiques restent bien orientées, notamment en Europe où les PMI continuent de progresser dans un contexte où la reprise est bien plus homogène. Ainsi, la France qui ne participait pratiquement pas à la reprise européenne jusqu'à l'été dernier poursuit un mouvement de rattrapage rapide, au point que le PMI composite (manufacturier et service) français en mars, désormais à 57,6, est même passé au-dessus du PMI allemand (à 57).

Les marchés obligataires ont profité de la poursuite de la détente des taux longs provenant des Etats-Unis, suite aux propos rassurants de la Réserve fédérale accompagnant le dernier resserrement monétaire, la fragilité de la Bourse américaine mais aussi des cours du pétrole. Les obligations européennes n'ont pratiquement pas bénéficié de ce mouvement, notamment du fait de la communication plus confuse de la BCE quant à la poursuite de sa politique monétaire. On notera une détente sur les *spreads* des obligations françaises, la défaite du parti populiste aux Pays-Bas et la grande stabilité des sondages concernant l'issue des élections françaises.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Semaine baissière en Europe en l'absence de grandes nouvelles macroéconomiques de ce côté de l'Atlantique et malgré une accélération de la croissance de l'indice PMI composite de la zone euro (56,7 contre 56 en

février, un plus haut depuis 71 mois). Les indices semblent suspendus aux décisions américaines liées au remplacement de la loi *Obamacare* dont le vote est attendu ce vendredi.



Du côté des valeurs, les *utilities* s'avèrent être le secteur le plus défensif de la semaine, l'un des rares à afficher une performance positive. **Hermès** publie un résultat annuel en ligne avec un *cash-flow* impressionnant et une marge d'Ebit en hausse de 80 points de base, à son plus haut historique à 32,6%. **Smiths Group** affiche de bons chiffres pour le premier semestre 2017, avec une amélioration de marges dans l'activité médicale et une prévision inchangée pour 2017. **BMW** publie des résultats annuels complets avec une très forte génération de trésorerie au dernier trimestre. A contrario, **Gemalto** avertit sur ses résultats avec un marché américain des cartes de paiement plus faible que prévu sur fond de correction persistante des stocks.

Du côté du M&A, **Unilever** se préparerait à céder pour près de six milliards de livres de marques alimentaires (beurres, pâtes à tartiner...) ainsi qu'annoncé au cours des dernières semaines. La cession serait dilutive à court terme mais permettrait au groupe de profiter par la suite d'un profil de croissance plus élevé. **Vodafone** annonce la fusion de ses activités indiennes (environ 11% de son EBITDA) avec **Idea Cellular** (soit une fusion entre les numéros 2 et 3 du marché) afin de créer un acteur avec une position dominante sur le pays et de dégager d'importantes synergies. Enfin, **Akzo Nobel** refuse une deuxième offre de rachat de la part de **PPG** deux semaines après la première valorisant la société à 22 milliards d'euros. L'offre, relevée d'environ 7% à 88,3 euros par titre, a été rejetée à l'unanimité. Simultanément, Akzo s'est engagé dans une procédure de cession de son activité de chimie de spécialités.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Les marchés actions américains ont enregistré un repli hebdomadaire, rompant avec une tendance haussière bien ancrée depuis l'élection du président Trump. Il n'y a pas de justification particulière à cette baisse, même si on peut évoquer les attermolements politiques du nouveau président face à la réforme de l'*Affordable Care Act* et une certaine impatience des marchés face aux réformes promises. Il n'y a pas eu de nouvelle majeure sur le plan économique, hormis des signaux contradictoires en provenance du secteur immobilier.

Les ventes de logements existants sont ressorties inférieures aux attentes, mais les ventes de logements neufs ont bondi de près de 6,1% d'un mois sur l'autre contre seulement 1,6% attendu. Du côté des entreprises, **PVH**, **Nike** ou encore **Tiffany** ont publié de solides résultats dans le domaine de la consommation discrétionnaire.

Au cours des cinq derniers jours, les secteurs traditionnellement défensifs, services publics, immobilier et consommation de base, résistent voire progressent. Inversement, le secteur financier s'est effondré de plus de 4%, suivi par le secteur de la santé.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Le marché actions japonais a marqué une pause après avoir surfé sur l'élection de Donald Trump. L'indice TOPIX a achevé la semaine en baisse de 2,7%, pénalisé par le repli des actions américaines et l'appréciation du yen. Face à l'issue de plus en plus incertaine du projet de loi sur l'assurance-maladie présenté par le président des États-Unis, les intervenants de marché ont commencé à redouter qu'un échec de cette réforme n'ait des répercussions sur les baisses d'impôts et la déréglementation promises. Le taux de change USD/JPY est tombé à 111 lors de la séance de jeudi, ce qui a également pesé sur les exportateurs.

Le secteur le plus performant a été celui des Autres Produits, avec une progression de 1,6% tandis que la plupart des autres secteurs ont fini dans le rouge. Le secteur du Transport Maritime est celui qui a le plus pesé sur la performance cette semaine (-6,5%).

Toshiba Corp a bondi de 12,9% après que le fonds Effissimo, basé à Singapour et créé par des proches d'un célèbre investisseur activiste au Japon, a annoncé être devenu le principal actionnaire de l'entreprise après avoir pris une participation de 8,14%. En revanche, **Nippon Yusen** et **Mitsui O.S.K.**, compagnies de transport maritime japonaises de premier plan, ont dévissé de 9,1% et 6,4% respectivement, en l'absence de perspectives d'embellie dans leur marché. Ces deux titres ont également été pénalisés par une valorisation guère attrayante.



▶ MARCHES EMERGENTS

Après une brève correction en début de semaine, les marchés actions émergents rebondissent grâce au dollar, mais surtout, à l'accélération de la croissance des bénéfices des entreprises. La saison des résultats de l'exercice 2016 bat son plein en Asie et, dans l'ensemble, elle est encourageante. Les bonnes surprises en termes de chiffre d'affaires et de marges sont plus nombreuses que les déceptions. Dans toute l'Asie, à la fin du premier trimestre, les prévisions de croissance des bénéfices pour l'ensemble de l'exercice sont revues à la hausse, une première depuis six ans. En début d'année, nous prévoyions une croissance de 10% lors de l'exercice 2017. Nous tablons désormais sur une croissance de 13 à 14%, une fourchette cohérente avec la belle progression des cours de marché observée depuis le 1er janvier.

En **Chine**, l'embellie est indéniable, notamment en ce qui concerne les grandes entreprises publiques. Le segment de l'assurance-vie est un bon exemple. **China Life** et **Ping An** ont publié de très bons résultats pour le quatrième trimestre 2016 et ces assureurs se sont montrés optimistes pour 2017. Ils ont l'un comme l'autre enregistré une augmentation significative du nombre de leurs usagers et s'efforceront de les convertir en clients financiers en 2017.

On observe la même tendance positive dans le secteur automobile. **Geely**, le constructeur chinois qui monte et détient **Volvo Cars**, a publié des résultats supérieurs aux attentes grâce à une nette croissance de ses volumes et à l'augmentation du prix de vente moyen, qui a bondi de 8.600 euros en 2015 à 9.400 euros en 2016. Les clients chinois des grandes métropoles changent de voiture en optant pour des modèles plus chers et les habitants des zones rurales achètent leur première voiture. On observe en effet un essor de la demande dans les villes secondaires. Les consommateurs chinois ne recherchent pas tant une mécanique optimale : ils apprécient les intérieurs flamboyants avec toutes les options électroniques possibles ; or les marques chinoises sont compétentes dans ce domaine.

Pendant des années, les valeurs automobiles chinoises se négociaient dans une fourchette de valorisation similaire aux constructeurs automobiles des marchés développés, à savoir un ratio cours/bénéfices (PER) compris entre 6 et 8. Avec la nette accélération de la croissance et les gains de parts de marché, elles retrouvent leur statut de valeurs émergentes. Dans la mesure où le PER des valeurs automobiles en Inde ou en Indonésie oscille entre 20 et 25, cela donne une idée du potentiel de hausse pour des valeurs comme Geely, GAC ou Brilliance.

Toujours en Chine, parmi les trois principales compagnies aériennes que compte le pays, **China Southern** est toujours la seule à ne pas avoir tissé des relations plus étroites avec une compagnie aérienne américaine. La donne est sur le point de changer. En effet, American Airlines devrait bientôt annoncer un premier investissement de 200 millions de dollars dans Southern. Cotée à Shanghai ainsi qu'à Hong Kong, cette dernière affiche une capitalisation boursière de 10 milliards de dollars. En 2015, Delta Airlines a pris une participation de 10% au capital de China Eastern et, en 2016, United Airlines a signé un accord de partenariat avec Air China. Selon Boeing, le trafic intérieur en Chine dépassera le trafic passagers aux États-Unis à l'horizon 2035. Manifestement, les compagnies aériennes américaines n'ont pas attendu cette date pour se positionner.

▶ MATIERES PREMIERES

Après la publication des chiffres de production des pays membre de l'OPEP la semaine dernière pour le mois de février, sans surprise, les thèmes majeurs explicatifs de la baisse des prix du **pétrole** cette semaine sont les niveaux d'inventaires aux États-Unis qui ressortent une nouvelle fois en hausse pour le brut, ainsi que les incertitudes concernant une extension de l'accord de l'OPEP. Le prix du Brent est brièvement passé sous la barre des 50 dollars le baril après la publication du département de l'énergie aux États-Unis pour terminer la semaine légèrement au-dessus des 50 dollars le baril, soit son plus bas niveau depuis l'accord de l'OPEP du 30 novembre dernier.



Les stocks de brut augmentent donc de cinq millions de barils sur la semaine, alors que les inventaires de produits (essence et distillats) continuent de baisser. La saison de maintenance des raffineries semble toucher à sa fin (leurs taux d'utilisations ont progressé de 3% cette semaine) et nous devrions donc voir un retournement de cette situation et, à terme, une baisse des stocks de brut américains dans les semaines à venir. Les propos du ministre de l'énergie saoudien abondent dans ce sens, avec une baisse des exports vers les Etats-Unis de l'ordre de 300.000 barils par jour en mars par rapport à février.

Une réunion de l'OPEP doit se tenir ce dimanche au Koweït afin de mesurer le respect des quotas de chacun des membres et leurs impacts. Aucune information majeure ne devrait être annoncée à ce stade bien que, selon Reuters, de plus en plus de pays de l'OPEP semblent favorables à une extension des coupes de production. L'accord actuel est valable jusqu'au 30 juin et la 172ème réunion ordinaire de l'OPEP se tiendra le 25 mai. Peu de raison d'attendre une annonce majeure d'ici là.

Bonne semaine pour les **métaux précieux**, alors que l'once d'**or** entre dans sa 2ème semaine de hausse consécutive pour s'établir aux alentours des 1245 dollars depuis le FOMC du 15 mars et la baisse du dollar. Depuis la fin de l'année dernière, le cours de l'or baisse avant toute anticipation de hausse de taux de la Fed et rebondit ensuite après l'annonce. Cette configuration a déjà été observée lors de la hausse de taux du 15 décembre et celle du 15 mars. Nous pensons que nous sommes dans une phase de rebond d'autant que les incertitudes apparaissent quant à la capacité de Donald Trump à mettre en place ses réformes, c'est-à-dire le *reflation trade*.

Correction des prix du **minerai de fer** et du **charbon** cette semaine alors que nous observons une hausse de la production chinoise de minerai de fer et d'acier. La *World Steel Association* a annoncé une hausse de la production mondiale d'acier en février (+4,1% sur un an soit +7,8% corrigé des effets calendaires) principalement expliquée par la Chine (+8% sur un an).

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Cette semaine marquait le versement de la dernière tranche de 233,5 milliards d'euros de refinancement à long terme des banques par la BCE (le TLTRO II), au-delà du consensus qui attendait 110 milliards d'euros. Avec une inflation qui effleure les 2%, un indice PMI composite de la zone euro qui a bondi de plus de trois points en six mois (avec peu d'écart entre les pays membres), les conditions économiques ne plaident plus pour de nouvelles opérations de ce type. L'indice iTraxx Over s'est écarté jusqu'à 300 points de base, sur la nouvelle série, avant de retrouver son niveau initial à 294 points de base.

Les émissions primaires ont été très nombreuses, et encore principalement motivées par le refinancement des dettes existantes, à l'exception de **Cerba** (B2/B+) qui a émis un *bond* de EUR 180m 2025 NC3 destiné à financer partiellement l'acquisition du groupe Cerba par les fonds de Private Equity PSP et Partners Group. **Arrow Global** (Ba3/BB-) est entré sur le marché avec une *Floating Rate Notes* de EUR 360m 8NC2, **OI European Group** avec une *Senior Notes* EUR 200m 2024. **Aramark** (fournisseurs de services de restauration et réception) et **Federal Mogul** (équipementier automobile) ont respectivement émis des *bonds* de EUR 325m 8NC3 et EUR715m.

De nouvelles émissions interviendront en cours de semaine prochaine, notamment celles de **K+S Group** (fournisseur de potasse et de sel gemme pour l'industrie et le secteur agricole, noté BB+), **Aston Martin** (B3/B-) et **NH Hotel Group** ainsi qu'une émission hybride de la part de **Telia** (opérateur de téléphonie, noté Baa1/A-). Du côté des financières, **CGD** a émis EUR 500m PerpNC5 AT1 à 10.75%

Parmi les acquisitions importantes, citons l'accord trouvé par **Altice** pour racheter **Teads**, la place de marché publicitaire de vidéos en ligne pour une valeur d'entreprise de 285 millions d'euros. En 2016, Teads a délivré un chiffre d'affaires de 188 millions d'euros, soit une progression de 44% sur un an.



Par ailleurs, la Commission européenne a donné son aval pour le rachat de **SAG** par **Spie** (Ba3/BB), un achat annoncé en décembre dernier pour 850 millions d'euros (8.8x l'EBITA 2016).

L'affaire du « dieselgate » se poursuit avec l'ouverture d'une information judiciaire par le parquet de Paris à l'encontre de **Fiat Chrysler Automotive**, soupçonné de tromperies sur les dispositifs de contrôle aux émissions polluantes de véhicules diesel.

CONVERTIBLES

Pas de trêve sur le marché des obligations convertibles, où les nouvelles émissions sont restées soutenues. Le milliardaire indien Anil Agarwal (président de Vedanta) a pris une participation de 13 % au capital de la compagnie minière **Anglo American**, une opération audacieuse qui a surpris le marché. La holding familiale Volcan a émis à cet effet pour deux milliards de dollars d'obligations remboursables en actions. Cette émission, qui arrivera à échéance dans 3 ans, est assortie d'un coupon de 4,125%.

Ce vendredi, **Starwood Property** (5,8 milliards de dollars de capitalisation boursière) tentera de placer une nouvelle émission convertible de 200 millions de dollars, assortie d'un coupon de 4,375%, d'une clause de protection du dividende et d'une prime de 15%.

Micron, principal fabricant américain de puces mémoire, a dévoilé de très bons résultats attribuables à une réduction de ses capacités et à un raffermissement de la demande pour ses composants de téléphones et d'ordinateurs. Selon certains articles de presse, **Microsoft** aurait engagé des pourparlers avec **Citrix** en vue d'un rachat.

Achévé de rédiger le 24/03/2017



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