



---

# FLASH MARCHÉS : LA BCE S'INQUIÈTE DE LA FORCE DE L'EURO

---

LE 1ER SEPTEMBRE 2017

## Sur les marchés

La semaine économique a débuté après un sommet de Jackson Hole dépourvu d'épilogue. Les investisseurs attendaient un éclairage sur la trajectoire de resserrement de la **politique monétaire** de la Réserve fédérale, mais Janet Yellen s'est appesantie sur les menaces de la dérégulation. Mario Draghi a pour sa part philosophé sur les risques liés à la montée du protectionnisme. Les marchés sont de ce fait confortés dans leurs anticipations, pénalisant ainsi structurellement le dollar (absence de volonté pour la BCE de lutter contre les impacts à venir de la rapide remontée de l'euro ces derniers mois, et flou de la Fed entourant le timing de réduction de la taille de son bilan et d'une prochaine hausse de taux).

Aux Etats-Unis, au-delà des tensions géopolitiques avec la Corée du Nord, **la révision à la hausse de la croissance américaine** au 2ème trimestre à +3% en rythme annualisé a envoyé un signal rassurant quant à la résilience du cycle économique. L'enquête de confiance auprès des consommateurs fait de nouveau état d'une belle résistance de l'optimisme des ménages. L'indice global du *Conference Board* atteint 122,9, retrouvant ses plus hauts de fin 2000. En revanche, les commandes de biens durables ont fortement reculé en juillet, avec une baisse de 6,8%, entièrement attribuable à l'aéronautique (après une hausse de 6,4% le mois précédent). Pour les sept premiers mois de 2017, les commandes s'affichent en hausse de 5% par rapport aux sept premiers mois de 2016. Néanmoins, le chiffre d'inflation « cœur » (hors alimentation et énergie) est ressorti à +1,4% sur un an, ne montrant toujours pas de signes de retournement à la hausse.

Au Royaume Uni, un nouveau round s'est ouvert sur le **Brexit**. Les négociations ont repris dès lundi alors que les propositions britanniques la semaine précédente n'ont fait qu'alimenter le flou entre les deux parties prenantes. En zone euro, la dynamique de l'activité devrait se poursuivre au 3ème trimestre, comme en atteste la publication de **l'indicateur avancé de la Commission européenne, qui retrouve ses points hauts** de 2007. Ceci dans un environnement d'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) faible : +1,2% sur un an.

En Allemagne, le PIB pour le 2ème trimestre 2017 a crû de 0,6% après 0,7% au premier. Sur un an, la croissance du PIB atteint 2,1%. La consommation privée accélère nettement, en hausse sur le trimestre de 0,8%. La croissance de l'investissement est un peu moins vigoureuse et les exportations apportent une contribution négative à la croissance. En France, la croissance du PIB pour le 2ème trimestre 2017 est confirmée à +0,5% en variation trimestrielle, comme aux deux trimestres précédents. Après +1,1% en 2016, l'acquis de croissance pour 2017 est ainsi porté à 1,3%. Il est à noter que la composition de cette croissance est équilibrée, entre consommation des ménages (+0,3%) et investissement des entreprises (+0,7%). Les exportations ont également contribué positivement.



En Chine, les indicateurs avancés PMI pour le secteur manufacturier d'août ressortent en hausse et au-delà des attentes (51,7 vs 51,4 en juillet). Les autorités bénéficient ainsi d'une activité solide pour poursuivre leurs réformes. La composante « prix » a tiré ce chiffre à la hausse, dans un contexte de hausse des cours des matières premières lié à la réduction des capacités de production.

Nous sommes convaincus que **la dynamique de l'économie mondiale reste positive** dans les principales zones économiques, les résultats des entreprises ayant confirmé les espérances de progression. A la suite de la réunion de Jackson Hole, aucun bouleversement des politiques monétaires ne se profile à court terme et la faiblesse de l'inflation est générale. La BCE s'inquiète néanmoins de la force de l'Euro par rapport au Dollar. L'affaiblissement du Dollar contre toutes devises et en particulier contre l'Euro est l'une des explications principales des mouvements relatifs des marchés d'actions. Les risques géopolitiques (Corée du Nord, attentats islamistes) et le discrédit croissant du Président Trump retardent le moment où les marchés prendront en compte les fondamentaux qui demeurent favorables aux actifs risqués.

## ▶ ACTIONS EUROPEENNES

Après avoir commencé la semaine en baisse, sur fond d'incertitude politique, les marchés européens se sont repris sur la base de très bons indicateurs économiques en Europe et aux Etats-Unis, et du recul de l'euro.

Au sein du secteur de la distribution, **Carrefour** annonce des résultats inférieurs aux attentes (baisse du résultat opérationnel de - 12% à 621 millions d'euros) et des perspectives très prudentes pour le reste de l'année. La marge France s'érode sous l'effet de l'investissement tarifaire pour contrecarrer la forte pression concurrentielle, de la poursuite des investissements dans le digital et des pertes des magasins Dia. Alexandre Bompard, le nouveau PDG de Carrefour, doit présenter un plan de transformation d'ici la fin de l'année. En revanche, les résultats publiés par le distributeur allemand **Metro** sont satisfaisants (reprise en Allemagne dans l'activité cash & carry et stabilisation des volumes dans l'alimentaire en Russie).

**Bouygues** a publié pour le 1<sup>er</sup> semestre un résultat opérationnel en hausse de 3% (vs 1,5% attendu). Les Télécoms enregistrent une croissance de l'EBITDA de 30% sur les derniers 18 mois. La construction et l'immobilier ont vu leur carnet de commandes progresser de respectivement +8 % et +7% avec des perspectives de hausse des marges à long terme. Par ailleurs, **Colas** a fait l'acquisition d'un concurrent important au Canada, **Miller McAsphalt**.

**Vivendi** a publié des résultats record au 2<sup>ème</sup> trimestre. **Universal Music** a enregistré des ventes en croissance de 15% et a fait progresser son EBITDA de 40%. Même **Canal Plus** a montré des progrès avec un ARPU (revenu moyen par abonné) meilleur qu'attendu à 45 euros. Au sein de l'univers média, le message de **ProSieben** a été très différent, le groupe indiquant que son activité publicitaire était inférieure à ses attentes au troisième trimestre. Il table désormais sur une baisse sur la période (-5%) en ligne avec le deuxième trimestre (-4%) et sur un marché publicitaire TV allemand stable. Parallèlement, une revue stratégique est annoncée avec une fusion possible entre les activités de diffusion en langue allemande et les segments d'activité digitale.

Du côté du M&A, le groupe de grands magasins **Galerias Lafayette** a annoncé un projet de prise de participation de 51% dans **La Redoute** avec l'objectif d'en acquérir 100% à terme. Il vise à accélérer sa transformation digitale et à réaliser des synergies au niveau des achats, du réseau de magasins et des bases de données, avec l'objectif de réaliser à terme 30% de ses ventes en ligne. L'annonce confirme la transformation du secteur en cours vers un modèle omnicanal, après que Carrefour a repris Rue du Commerce, Conforama investi dans Showroomprivé et Amazon repris les magasins Whole Foods.



## ▶ ACTIONS AMÉRICAINES

Belle semaine pour les marchés actions américains, le S&P s'ajugeant 1,2%. L'administration Trump semble avoir traversé la crise de confiance déclenchée par sa gestion des événements de Charlottesville, tandis que les tensions géopolitiques n'affectent pas davantage l'humeur des investisseurs. Le PIB du deuxième trimestre a été révisé en hausse à 3% (vs. 2,6%), aidé par la consommation domestique (+3,3%). L'inflation au sens du PCE s'inscrit, quant à elle, à 1,4%, en ligne avec les attentes, mais sur une trajectoire déclinante depuis le début de l'année. Jackson Hole n'a pas été l'occasion de grandes révélations, les banquiers centraux mondiaux semblant globalement camper sur leurs positions.

L'activité M&A est de nouveau très vive. **Gilead Sciences** et **Kite Pharma** ont annoncé la conclusion d'un accord définitif. Gilead va acquérir Kite pour 180 dollars par titre en cash. La transaction, qui valorise Kite environ 11,9 milliards de dollars, a été unanimement approuvée par les conseils d'administration de Gilead et Kite, et devrait être finalisée durant le quatrième trimestre 2017. **United Technologies** pourrait racheter **UTC** dans le cadre d'une opération à 20 milliards de dollars.

**Apple** a atteint un nouveau plus haut historique, sa capitalisation boursière approchant des 850 milliards de dollars. La société pourrait présenter son nouvel iPhone dès le 12 septembre (à confirmer). **Brown-Forman** a bénéficié du dynamisme de sa marque Jack Daniels. Le titre a progressé de plus de 6% après la publication de ses chiffres trimestriels.

Au cours des cinq derniers jours, les secteurs de la santé et de la technologie signent les plus fortes hausses. Les télécommunications, les valeurs financières et dans une moindre mesure les services publics sont les seuls secteurs à enregistrer un recul.

## ▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a progressé de 1,3% cette semaine. Après un recul causé par l'aversion au risque des investisseurs après le passage d'un missile nord-coréen au-dessus de plusieurs îles nippones mardi, le marché japonais s'est inscrit en hausse pendant deux séances de suite. Les cours de bourse ont donc rebondi grâce à la dépréciation du yen par rapport au dollar, qui a bénéficié de la vigueur des actions américaines dans le sillage de bonnes statistiques aux États-Unis. L'impact négatif du lancement de missile par la Corée du Nord s'est légèrement dissipé en fin de semaine et les valeurs exportatrices ont été recherchées par les investisseurs.

Sur le plan sectoriel, ce sont la pharmacie et (+3%) et la sidérurgie (+2,6%) qui ont le plus progressé. En hausse de 10,2%, le titre de **Daiichi Sankyo Company** a profité d'une rumeur selon laquelle l'entreprise nipponne aurait reçu une offre de rachat d'**AstraZeneca** l'année dernière. **Fujifilm Holdings** a progressé de 3,4% après l'annonce d'une nouvelle feuille de route jusqu'à l'exercice 2019 ainsi qu'un plan de rachat d'actions.

En revanche, les secteurs du pétrole et du charbon (-1,4%) et des mines (-0,8%) ont été malmenés. Les groupes pétroliers comme **JXTG Holdings** (-1,9%) et **Inpex** (-0,8%) ont pâti de la confusion régnant sur le marché du pétrole en raison des dégâts commis par l'ouragan Harvey sur les raffineries américaines.

## ▶ MARCHES ÉMERGENTS

La semaine a été calme sur les marchés émergents. En **Chine**, l'indice PMI du secteur manufacturier est passé de 51,4 à 51,7, avec notamment une progression des composantes « production » et « nouvelles commandes », alors que les investisseurs s'attendaient à un léger recul (consensus à 51,3). **Ctrip** a publié d'excellents résultats, avec une croissance de 45% de son chiffre d'affaires et une marge d'exploitation (non-GAAP) de 18%.



Selon la direction, cette marge d'exploitation devrait continuer à augmenter et atteindre 20% le trimestre prochain, avec une croissance annuelle des revenus de 35/40%. **Bank of China** a fait état d'une croissance avant impôts de 23,6% grâce à l'amélioration de la qualité de ses actifs (les provisions sont en baisse de 86% sur un an). **Agricultural Bank of China** a également profité de l'amélioration de la qualité de ses actifs et de la baisse de 54 points de base du taux (brut) de formation des créances douteuses. Son bénéfice net a très légèrement augmenté (+4,8%). **Beijing Enterprises Water** a publié des résultats solides (+22% en glissement annuel). Dans le secteur des véhicules électriques, **BYD** a subi une forte baisse de ses résultats (-24% en glissement annuel). Cela n'est pas surprenant car la réduction des subventions a entraîné une diminution de 20% de sa production de véhicules électriques. Fait encore plus important, on observe des signes manifestes d'augmentation de la concurrence.

En **Inde**, la collecte de la taxe sur les biens et services a été supérieure aux attentes au mois de juillet, à 923 milliards de roupies (14,6 milliards de dollars), ce qui constitue une bonne nouvelle sur le plan budgétaire. La croissance du PIB a été inférieure aux anticipations, à 5,7% en glissement annuel au 2ème trimestre, contre 6,1% le trimestre précédent. Le ralentissement du secteur manufacturier est essentiellement dû au déstockage qui a suivi la mise en place de la taxe sur les biens et services.

La banque centrale de **Russie** a pris le contrôle de **Bank Otkritie**, le premier établissement russe d'importance systémique à faire faillite. La CBR va probablement en devenir le principal actionnaire via le Fonds de consolidation du secteur bancaire et aucun autre créancier ne sera mis à contribution. Compte tenu du profil spécifique de la banque, aucune difficulté véritablement systémique n'est envisagée.

Au **Brésil**, le taux de chômage est retombé à 12,8% en juillet, contre 13% en juin et 13,6% au trimestre précédent. A noter également l'augmentation de 3% des salaires réels en glissement annuel à la faveur du repli de l'inflation.

Nous restons optimistes à l'égard des marchés émergents à moyen terme, en particulier pour la Chine dont la « qualité » de la croissance s'améliore grâce à la réduction des surcapacités dans les industries lourdes et à sa montée en gamme dans la chaîne de valeur.

## ▶ MATIERES PREMIERES

Les prix du **pétrole** sont ressortis en légère hausse cette semaine dans un contexte de stress sur l'offre suite aux conséquences de l'ouragan Harvey et de nouveaux arrêts de production en Libye. Le Brent termine la semaine au-dessus des 52 dollars le baril et le WTI à plus de 47 dollars. L'ouragan Harvey a finalement été classé moins dangereux qu'attendu mais il a tout de même provoqué d'immenses dégâts au Texas et en Louisiane avec une facture estimée à 75 milliards de dollars. La production dans le Golfe du Mexique (off-shore) reprend progressivement, mais avec toujours 13% des champs de pétrole à l'arrêt (contre 20% en début de semaine). L'impact est plus limité sur les producteurs on-shore qui attendent les autorisations du gouvernement pour redémarrer leur production. Les inondations causées par l'ouragan Harvey ne facilitent pas non plus le redémarrage des raffineries. Plus de 4,1 millions de barils par jour de capacité de raffinage (22% du total aux Etats-Unis) sont aujourd'hui à l'arrêt. Si les dommages causés ne devraient pas être significatifs, la reprise sera lente.

Dans ce contexte, la lecture des chiffres d'inventaire hebdomadaire publiés par le département de l'Energie risquent d'être beaucoup moins fiables au cours des prochaines semaines. Les chiffres publiés cette semaine font ressortir une baisse des stocks de bruts de -5,4 millions de barils et une légère hausse des inventaires d'essence et de distillats (ces chiffres ne sont pas encore impactés par Harvey). Le département de l'énergie a également publié la production mensuelle pour le mois de juin qui ressort en baisse de 72.000 barils par jour par rapport à mai, soit 220.000 barils par jour de moins que la moyenne des chiffres hebdomadaires sur la même période. Nous réitérons notre prudence quant à l'analyse des chiffres hebdomadaires qui sont basés sur des modélisations.



La production libyenne a fortement chuté à 360.000 barils par jour (35% de la production du mois dernier) suite à la prise d'oléoducs par une milice armée. La Compagnie nationale de pétrole (NOC) a déclaré une situation de force majeure pour les champs de Al-Sharara, Al-Hamada et El-Feel. La situation politique reste compliquée en Libye. La compliance au sein de l'OPEP s'améliore, l'Irak ayant annoncé que sa production est passée à 4,32 millions de barils par jour, soit un niveau conforme à l'accord OPEP.

Le prix des **métaux précieux** a une nouvelle fois bénéficié de la montée du risque géopolitique suite au tir de missile de la Corée du Nord qui a traversé l'archipel nippon et à un discours plus accommodant qu'attendu de Janet Yellen à Jackson Hole. L'once d'or a franchi la barre des 1300 dollars cette semaine pour la première fois depuis septembre 2016.

## ▶ DETTES D'ENTREPRISES

### CREDIT

Les investisseurs et les principaux teneurs de marché sont de retour après un été qui aura été plutôt calme, malgré des soubresauts géopolitiques. A quatre mois de la fin d'année, les performances sont assez bonnes quels que soient les compartiments du crédit européen. L'Investment Grade est en hausse de 2% tandis que le High Yield a dépassé les 4,5%. Les primes de risque de crédit restent ancrées sur des points bas, avec un Main à 55 points de base et un Xover à 235 points de base. La semaine prochaine marquera certainement le retour en fanfare du marché primaire pour le High Yield. C'est déjà le cas pour l'Investment Grade.

Hormis l'alerte sur résultat de Carrefour, les publications de la semaine que nous avons suivies sont d'assez bonne facture. **Burger King France** a publié des résultats en forte hausse au titre du deuxième trimestre 2017, conformes aux attentes, mais a accéléré sa consommation de *cash* pour financer son ambitieux programme de déploiement de restaurants sur le marché français. **Hapag Lloyd** a dévoilé des résultats en forte hausse au premier semestre 2017, profitant de la remontée des taux de fret dans le secteur.

Logiquement, les obligations de son homologue français **CMA CGM** bénéficient de la lecture croisée. L'Alliance **Renault-Nissan** et **Dongfeng Motor** ont annoncé la création d'une nouvelle co-entreprise afin de développer et vendre ensemble des véhicules électriques en Chine. **Loxam** a publié des résultats satisfaisants au titre du deuxième trimestre 2017, portés par le rebond de la construction en France et par l'intégration de **Lavendon** et **Hune**.

### CONVERTIBLES

Cette semaine, les émissions primaires d'obligations convertibles ont repris des couleurs, grâce notamment à deux opérations. Le géant du transport aérien, **Ana Holdings**, a lancé une émission convertible de 140 milliards de yens avec un coupon de 0% avec des tranches de 5 et 7 ans. Le produit de cette opération servira à financer l'achat de nouveaux appareils et un plan de rachat d'actions de 70 milliards de yens. La société de services financiers **SBI Holdings** a émis une obligation convertible à coupon 0% pour 50 milliards de yens, avec des tranches de 3 et 5 ans, qui devrait servir à refinancer l'encours d'obligations convertibles d'échéance 2017 et un plan de rachat d'action de 20 milliards de yens.

En Europe, la société immobilière allemande **Leg Immobilien** s'est à nouveau présentée cette semaine devant les marchés, avec une obligation convertible de 400 millions d'euros à 8 ans et offrant un rendement de 0,875%, visant à financer les acquisitions de ses portefeuilles. Par ailleurs, le spécialiste de la sécurité des réseaux **Palo Alto** a publié des résultats solides au 4ème trimestre, avec une progression de 18% de ses revenus en variation trimestrielle liée à une bonne conquête commerciale.

**Steinhoff** a annoncé des résultats solides au 3<sup>ème</sup> trimestre. La croissance organique de son chiffre d'affaires s'est établie à +8% (+48% en tenant compte de ses acquisitions), et a fait état de prévisions positives pour le trimestre à venir, à la faveur de la progression des ventes de Conforama aux mois de juillet et d'août. L'introduction en bourse des activités de distribution de Steinhoff en Afrique devrait avoir lieu en septembre.



---

La plus grande agence de voyage en ligne chinoise **Ctrip** a publié des résultats supérieurs aux attentes au 2<sup>ème</sup> trimestre et annoncé des prévisions encourageantes pour le 3<sup>ème</sup> trimestre. Cependant, son titre a cédé 6% car les nouvelles réglementations de l'Administration de l'aviation civile chinoise (CAAC) vont réduire sa capacité à procéder à des ventes croisées de ses services à partir du 4<sup>ème</sup> trimestre.

*Achévé de rédiger le 01/09/2017*



**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](http://www.edram.fr)