



FLASH MARCHÉS : LE ROYAUME-UNI PLONGE DANS L'INCERTITUDE

LE 9 JUIN 2017

Sur les marchés

Cette semaine, aucune statistique économique américaine n'est venue apporter d'éclaircissements suite à la faiblesse des créations d'emplois aux Etats-Unis. Après un ralentissement économique en partie technique au premier trimestre, le rebond de l'activité au deuxième trimestre semble plutôt modeste. Toutefois, la publication du nombre d'offres d'emplois non pourvus en avril, en forte hausse à un peu plus de six millions, laisse penser que le ralentissement des créations d'emplois est peut-être lié à la pénurie de main d'œuvre disponible dans cette économie de plein-emploi. Si la reprise des salaires a été jusqu'ici bien lente, elle pourrait prendre de l'ampleur ces prochains mois.

La BCE a revu les perspectives d'inflation de la zone euro à la baisse et celles de croissance en légère hausse. Plus confiante sur la solidité de la reprise, la BCE estime désormais que les risques sur le scénario de croissance sont désormais équilibrés (et non plus à la baisse) et qu'elle n'envisage plus des taux directeurs éventuellement plus bas. Toutefois, la très lente remontée de l'inflation désormais prévue rappelle à quel point la politique monétaire restera durablement accommodante. La grande question consiste donc à savoir à quel rythme la BCE engagera un *tapering* (la réduction de ses achats d'obligations) en 2018 si elle décide de le mettre en œuvre, ce qui reste hautement probable à nos yeux.

La perte de la majorité absolue de Theresa May aux élections britanniques ouvre la porte à de nouvelles incertitudes. Assistera-t-on à la formation d'un nouveau gouvernement ? La politique sur la Brexit sera-t-elle revue ? Ces dernières nouvelles nous amènent à penser que l'incertitude restera durable au Royaume-Uni et qu'il serait prématuré de vouloir bénéficier de la grande faiblesse de la livre. Au sein de notre allocation d'actifs, nous restons neutres sur les actifs britanniques.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les marchés européens se replient cette semaine dans un contexte géopolitique compliqué (attentat de Londres et probable perte de la majorité absolue pour le parti conservateur au Royaume-Uni, suite aux élections, entraînant de nouvelles questions sur la négociation du Brexit...) et la révision en baisse des estimations d'inflation cette année par la BCE.

La plupart des secteurs sont mal orientés, à l'exception des banques, rassurées par le sauvetage de **Banco Popular** (au bord de la faillite) en début de semaine. Les immatriculations automobiles américaines sont en légère baisse au mois de mai alors que le marché européen affiche encore des perspectives élevées. **Daimler** publie encore de bons chiffres sur le mois à +12,3% (Europe et Chine sont respectivement en hausse de +14 et +32% alors que les Etats-Unis



baissent de 8%). Chez **Renault**, Carlos Ghosn recherche un bras droit pour préparer sa succession à la tête de l'alliance Renault-Nissan. **Rémy Cointreau** publie des chiffres annuels nettement supérieurs aux attentes avec une progression des profits tirée par la croissance des cognacs haut de gamme. Le groupe relève ses prévisions de marge 2019-2020 après une année très dynamique aux Etats-Unis et un redressement confirmé en Chine. **WPP** dévoile un mois d'avril légèrement inférieur aux attentes mais réitère sa prévision de croissance à +2% sur les ventes nettes annuelles. La bonne performance commerciale d'**Air France** se confirme en mai avec un trafic global en progression de +6.1%. Le revenu unitaire progresse pour le deuxième mois d'affilée.

Du côté du M&A, **L'Oréal** annonce avoir reçu une offre d'acquisition irrévocable de la part de **Natura Cosmetics** pour **The Body Shop** et a engagé des négociations exclusives. La nomination d'Alexandre Bompard chez **Carrefour**, évoquée la semaine dernière, est effective. Mr Bompard remplacera Mr Plassat à la tête du groupe Carrefour le 16 juin prochain.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Semaine de légère consolidation, le **S&P** abandonne 0,2% mais reste bien arrimé au-dessus des 2.400 points. Le **Nasdaq** continue lui de progresser pour atteindre de nouveaux plus hauts historiques. La semaine dernière avait été chargée en publications macroéconomiques, pour finir avec des chiffres de l'emploi clairement décevants (création d'emplois non agricoles à 138.000 contre 182.000 attendus). Cette semaine aura été essentiellement marquée par l'ISM non-manufacturier, s'affichant à 56,9 contre 57,1 attendu.

L'attention du marché a été monopolisée par l'attente des explications de l'ex-directeur du **FBI** James Comey face au Sénat. Ce dernier a fait état de pressions « tacites » venant du président pour que le FBI arrête ses investigations sur le général Michael Flynn, ancien conseiller à la sécurité nationale, mêlé à l'affaire de l'ingérence russe dans l'élection présidentielle, sans

toutefois avoir proféré de menaces claires. Le « délit d'entrave » étant un concept constitutionnellement rigide aux Etats-Unis, cette audition ne devrait pas déclencher ou alimenter de procédure de destitution.

Le positionnement des hedge funds américains révèlent une concentration historique dans le secteur de la technologie (100ème percentile). C'est son plus haut niveau jamais atteint et cela devrait contribuer à rendre le secteur très vulnérable en cas de déception opérationnelle. A l'inverse, les financières et l'énergie sont largement sous-pondérées (dans leurs 6ème et 4ème percentile respectivement), ce qui explique la bonne résistance du marché après la nouvelle baisse des cours du brut.

▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a chuté de 0,9% au cours de la semaine. Même si l'indice Nikkei 225 a atteint 20.000 points vendredi pour la première fois en un an et demi, nous avons observé un fléchissement du marché et même un recul jeudi, suite à la déception provoquée par la révision à la baisse des données relatives au PIB du Japon pour la période allant de janvier à mars, mais également suite aux informations concernant les difficultés éprouvées par la BOJ pour élaborer les scénarios de stratégie de sortie de la politique de relance, et avant les élections législatives au Royaume-Uni. Cependant, les valeurs des petites et moyennes capitalisations axées sur la demande intérieure, moins susceptibles d'être affectées par les événements internationaux, sont restées stables car elles ont été acquises par des investisseurs non japonais.

Les secteurs de la pêche, de l'agriculture et des forêts (+ 2,2%) et celui des transports aériens (+ 1,7%) ont été les plus performants. Les actions de **Toshiba Corporation** se sont affichées en hausse de 10,8% suite aux informations selon lesquelles l'entreprise de technologie américaine **Broadcom** cessait ses activités de mémoires Flash.

À l'inverse, les secteurs du transport maritime (-4,4%), des équipements de transport (-3,7%) et de la



sidérurgie (-3,6%) ont corrigé. La hausse des taux d'intérêt japonais à long terme a poussé à la baisse deux sociétés immobilières leaders, **Mitsui Fudosan Co.** (-5,1%) et **Mitsubishi Estate Company** (-4,2%). De plus, les constructeurs automobiles **Toyota Motor Corporation** (-4,7%), **Subaru Corporation** (-4,2%) et **Honda Motor Co.** (-3,9%) ont tous perdu du terrain.

▶ MARCHES EMERGENTS

Au mois de mai, les **exportations chinoises** ont progressé de 8,7% et les importations de 14,8% par rapport aux attentes (7,3% et 8,3% respectivement). La croissance réelle des importations signifie donc que la demande intérieure locale reste forte. **Alibaba** a revu à la hausse l'objectif de croissance de ses revenus à 45%/49%, soit environ 10% au-dessus du consensus. L'entreprise lancera une toute nouvelle banque de données de solutions publicitaires ciblées et l'unification des identifiants sur les diverses plateformes. La plupart des noms de l'Internet, de l'automobile et de l'éducation en Chine ont été performants cette semaine.

Même si la *Reserve Bank of India* (RBI) a revu ses perspectives d'inflation à la baisse (3% en avril), le taux de ses prises en pension est resté stable, à 6,25%, afin de maintenir l'inflation à près de 4%. Afin de stimuler le secteur de la propriété, la RBI a abaissé les pondérations des risques de prêts immobiliers compris entre 3 et 7,5 millions de roupies indiennes (40 000-105 000 euros), de 50% à 35% et pour les prêts supérieurs à 7,5 millions de roupies, de 75% à 50%. Le montant des provisions a été abaissé à 0,25%.

Au **Mexique**, la croissance des ventes des magasins **Walmex** a fléchi de 4,4% en mai (caractère saisonnier ajusté de 6,6%) en raison d'une inflation plus importante.

Au **Brésil**, une attention particulière a été portée à la décision du tribunal supérieur électoral au regard du caractère illégal du financement de campagne de Rousseff-Temer, ce qui pourrait l'écarter du gouvernement. La décision finale est attendue samedi.

Dans le même temps, la Commission Spéciale du Sénat a approuvé la Réforme du travail, qui devrait être votée entre le 20 et le 25 juin. De plus, la *Central Bank of Brazil* a fait paraître un communiqué conciliant concernant l'inflation et a indiqué que les taux d'intérêt devraient continuer leur mouvement à la baisse.

En **Argentine**, l'inflation des prix à la consommation a fini par décélérer quelque peu (de 2,6% en avril à 1,3% en mai).

Le marché a été surpris par la *Central Bank of Peru*, qui a maintenu ses taux inchangés.

▶ MATIERES PREMIERES

Le baril de **pétrole** (référence Brent) a reculé de près de 5% cette semaine (plus de 10% sur trois semaines) pour atteindre les 47 dollars le baril, son plus bas niveau depuis le 30 novembre 2016, date à laquelle l'OPEP a annoncé ses coupes de production. Les explications de cette « capitulation » sont multiples. La première est liée aux ruptures diplomatiques dans le Golfe entre l'Arabie Saoudite, l'Egypte, les Emirats arabes unis et Bahreïn d'un côté et le Qatar de l'autre. Le Qatar est accusé de soutenir des groupes terroristes et les Frères musulmans et ainsi de déstabiliser la région. L'Arabie Saoudite reproche au Qatar d'entretenir de bonnes relations avec l'Iran. Avec 620.000 barils par jour, le Qatar est un petit producteur de pétrole. Selon nous, le risque que ces tensions mettent à mal l'accord OPEP est faible.

La deuxième explication provient de la publication des données hebdomadaires du Département de l'Energie américain. Les stocks de pétrole américains sont ressortis en forte hausse alors que nous entrons dans la période d'accélération de la demande, la fameuse 'driving season'. Cette hausse est somme toute à relativiser : 1/ le marché accorde trop d'importance aux données hebdomadaires qui sont très volatiles d'une semaine sur l'autre 2/ la hausse en elle-même n'est que de 3,3 millions de barils de brut, après une baisse de 6,4 millions la semaine dernière 3/ et elle devrait s'inverser la semaine prochaine car impactée par des effets calendaires (long week-end) 4/ le trend



de baisse des stocks est bien là avec huit semaines de baisse des stocks consécutives avant cette semaine. Cette réaction nous semble excessive d'autant que le marché n'a pas souhaité porter attention au chiffre de production américaine qui ressort en baisse de 24.000 barils par jour ni même à la fermeture (temporaire) du plus grand champ pétrolier en Libye, El Sharara (270.000 barils par jour) pour cause de grève. Les fondamentaux restent globalement bons dans le pétrole, mais le marché se focalise sur la partie « à moitié vide du verre ». Le pétrole va rester dans la partie basse de la fourchette 50-60 dollars le baril (Brent) sur les prochains mois, et remontera avec l'accélération de la baisse des stocks (3^{ème}-4^{ème} trimestre 2017).

L'or est sur ses plus hauts de novembre dernier (1275-1300 \$/oz) suite à la publication du rapport de l'emploi au Etats-Unis en mai (en forte baisse), sans remettre en cause la hausse de taux attendue en juin.

Cependant, le discours devrait rester prudent et les hausses de taux limitées. L'or a également bénéficié de l'annonce du gouvernement indien d'imposer une taxe de 3% sur la joaillerie (Goods and services Tax), ce qui va augmenter de seulement 1% la taxe actuelle, plus faible que ce qui avait été anticipé.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Les élections législatives, qui ont fait perdre à Theresa May et aux *Tories* la majorité absolue au parlement britannique, prolongent les incertitudes quant à l'évolution de la livre sterling, la santé économique du Royaume-Uni et le déroulement des négociations du Brexit, même s'il est d'ores et déjà clair que Theresa May n'aura pas les pleins pouvoirs pour négocier un « hard Brexit ». Nous n'observons pas de contagion majeure sur le marché du crédit sur les places européennes. Les indices *Itraxx Main* et *Xover* sont relativement stables au cours de la semaine, respectivement à 62 et 249 points de base.

Sur le marché primaire, **UPC Holding** (Ba3/BB-) a émis une souche de EUR 635m 3.875% de maturité 12 ans. Cette opération est neutre sur le levier net et les

produits seront utilisés pour refinancer les obligations seniors 6.375% 2022. **Senior Industries** (B/B2) est entré sur le marché avec une souche Senior EUR 250m 8NC3 à 6%.

L'évènement majeur de cette semaine est l'entrée en résolution de **Banco Popular** dont l'activité a été transférée à **Santander** pour un euro symbolique après que les AT1 ont été intégralement dépréciés et les que les Tier2 ont été convertis en actions. La faillite de la banque a été ordonnée en utilisant pour la première fois le mécanisme de résolution unique, second pilier de l'union bancaire européenne destiné à protéger les épargnants ainsi que l'activité commerciale de la banque. Cette résolution, très structurée, ne devrait pas déclencher de risque systémique en Espagne mais ouvre la voie à une consolidation du secteur dans la péninsule ibérique.

Newlook (B3/B) a publié des résultats annuels décevants. Le chiffre d'affaires est en baisse de 6,6% à magasins comparables à GBP 1 455m et l'EBITDA ajusté diminue lui aussi de 32% avec un taux de marge qui tombe à 10,7% (contre 15,2% pour 2015). Le levier s'élève à 7.4x contre 4.7x il y a un an. Ces difficultés s'expliquent par les pratiques promotionnelles et les hausses de dépenses de marketing et de réseau effectuées par Newlook. Selon le management, l'environnement restera très concurrentiel en 2017.

CONVERTIBLES

Cette semaine s'est révélée chargée sur le marché primaire. Il faut noter un nouveau jumbo deal : **Bayer** a émis pour un milliard d'euros d'obligations à 0,05% à échéance 2020 échangeables en actions **Covestro**, fabricant allemand de plastique et polymère, tout en déposant dans le même temps des actions Covestro à 8,5%. L'entreprise réduit donc sa participation à 44,8% et la levée de liquidités dans le cadre de ces deux opérations sera utilisée pour financer une partie de l'acquisition de Monsanto.

Le géant de la grande distribution, **Carrefour**, a émis pour 500 millions de dollars d'obligations convertibles non dilutives à échéance 2023.



Aux États-Unis, trois émissions ont été réalisés. **Liberty Expedia Holdings** (une société holding avec une participation de 15,6% dans Expedia) a émis pour 350 millions de dollars d'obligations, avec un coupon de 1%, échangeables en actions Expedia à des fins de refinancement. **BlackRock Capital Investment Corporation**, une société de développement commercial, a émis pour 125 millions de dollars d'obligations convertibles assorties d'un coupon de 5% à échéance 2022 avec pour objectif le remboursement de la dette. **Invacare Corporation**, un fabricant et distributeur d'équipements médicaux, a annoncé 100 millions de dollars d'obligations convertibles assorties d'un coupon de 4,5% et d'une prime de 32,5% pour le financement de son fonds de roulement.

Dans le même temps, cette semaine, **Steinhoff** (distributeur sud-africain à prix cassés) a dévoilé ses résultats pour le premier semestre, qui se sont avérés assez décevants (l'action a baissé de plus de 7% au cours des trois derniers jours). Le total des revenus a augmenté de +48%, la marge opérationnelle de +13% ; cependant la restructuration par la société de **Mattress Firm** restera probablement insuffisante pour la fin de l'année (la transition des produits se fera au cours du troisième trimestre).

Au Japon, **Sony** retarde à nouveau la vente de son activité de batteries à **Murata**. L'opération devait au départ avoir lieu début juillet, mais nous pensons que ce sera pour septembre, en raison « d'un processus d'examen de la réglementation plus long que prévu ».

Enfin, aux États-Unis, **Microchip Tech** (semiconducteur) a publié des prévisions trimestrielles en juin en ce qui concerne ses ventes nettes et son BPA en se basant sur la « solidité de l'activité actuelle ».

Achévé de rédiger le 09/06/2017



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