



FLASH MARCHÉS : PRESSION GÉOPOLITIQUE ACCRUE

LE 11 AOÛT 2017

Sur les marchés

La semaine a été marquée par le regain de tension diplomatique entre les Etats-Unis et la Corée du Nord. Ceci a conduit à une hausse de la volatilité et à une bonne performance des actifs « refuge » : les obligations d'Etat, l'or, le dollar et les actions américaines qui, comme souvent, baissent moins que les autres même si le problème vient des Etats-Unis. La baisse des marchés d'actions est cependant restée contenue (-2,5% pour l'Euro Stoxx 50) et concentrée sur le secteur financier, les valeurs minières et la technologie américaine.

A ce stade, il est en effet un peu tôt pour imaginer une déstabilisation des bons fondamentaux de l'économie mondiale par un éventuel affaiblissement des échanges commerciaux avec la Corée du Nord. Par ailleurs, les chiffres récemment publiés de l'inflation, notamment en Europe, ne militent pas pour une brutale restriction de la liquidité mondiale. Ceci nous conduit à maintenir notre préférence pour les actifs risqués et en particulier pour les actions du Japon et de la zone euro.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Kim Jong-Un, le Nord-coréen, et Donald Trump, l'Américain, se sont échangés cette semaine une grenade, qui dispose encore de sa goupille. Néanmoins, les marchés européens considèrent cette jonglerie rhétorique comme inquiétante, et ont abandonné le terrain gagné la semaine précédente. La toile de fond reste donc très géopolitique (et tire à la hausse la volatilité implicite), avec peu de sujets durant la semaine sur des mouvements de devises, matières premières, ou taux d'intérêt. Néanmoins, le thème des impacts 'forex' est souvent revenu dans les commentaires des publications des sociétés.

Cette fin de période de résultats est satisfaisante dans les chiffres publiés, même s'ils sont généralement peu récompensés boursièrement : **Munich Re** a publié un résultat net sur le semestre dépassant largement la

moitié de sa limite haute de prévision annuelle, tout en affichant un ratio de solvabilité historiquement élevé (garantissant un retour à l'actionnaire confortable), mais abandonne 2,5 points de plus que son secteur sur la semaine. Même punition pour **Ahold Delhaize**, dont l'Ebit un peu supérieur aux attentes aurait dû rassurer après un mois de juin difficile, d'autant que cette publication était agrémentée d'un relèvement de l'attente de synergies de fusion. Pourtant, le cours a baissé après l'annonce, l'exposition au dollar pesant également sur la perception du titre.

En revanche, le cours de **Nokian Tyres**, le spécialiste du pneu hiver, qui a dévoilé un bon trimestre et relevé son objectif annuel, a rebondi, de même que celui de **Novo Nordisk**, qui rassure sur la croissance de ses produits antidiabétiques.



Les déceptions sont venues du bijoutier **Pandora** qui avertit sur ses profits, et d'**Adecco** dont les ventes ont raté le consensus des analystes pour le deuxième trimestre.

Côté M&A, on notera le rachat par **Fresenius Medical Care** d'un équipementier de dialyse américain, **NxStage**, pour deux milliards de dollars, la fusion dans les services de paiement entre **Vantiv** et **Worldpay** créant un leader mondial, ainsi que le rachat des minoritaires de **SFR** par **Altice**.

Enfin, suite aux questions du régulateur italien, **Vivendi** estime qu'il n'a pas de contrôle de fait sur **Telecom Italia**.

▶ ACTIONS AMÉRICAINES

Les principaux indices américains ont reculé cette semaine dans un contexte de tension géopolitique autour de la Corée du Nord : l'indice S&P500 s'inscrit en baisse de 1,4% et le Nasdaq de 1,9% au cours des cinq dernières séances.

Les indicateurs macro-économiques sont en demi-teinte cette semaine, avec un recul de l'indice des constructeurs et un repli des prix à la production de 0,1% en juillet, en-dessous des attentes du consensus en raison d'une faiblesse générale des prix de l'énergie.

La publication de résultats s'achève outre-Atlantique. Les sociétés ont dévoilé une croissance du chiffre d'affaires de 5% et des bénéfices de près de 11%, l'expansion de marges étant tirée notamment par l'amélioration de la marge d'intérêt des valeurs financières ainsi qu'une meilleure rentabilité des multinationales (santé et technologie principalement).

Les valeurs de distribution vestimentaire (**Macy's**, **Nordstrom**) ainsi que les marques (**Ralph Lauren**, **Kors**) ont publié cette semaine des résultats meilleurs qu'attendu et réaffirme les perspectives d'une stabilisation des tendances, alors que l'aversion des investisseurs reste élevée.

Les secteurs perçus comme défensifs (*utilities*, consommation de base, télécom) résistent alors que les segments plus cycliques affichent des baisses de 1,5-2% (valeurs financières, industrielles et énergie).

▶ ACTIONS JAPONAISES

Les actions japonaises ont cédé du terrain mercredi, à l'instar d'autres places de marché asiatiques cette semaine, préoccupées par la montée des risques géopolitiques entourant la crise des missiles nord-coréens. Presque stable jeudi, l'indice TOPIX a toutefois achevé la semaine en baisse de 0,87%, pénalisé par l'appréciation réitérée du yen considéré comme une devise « refuge ». Inquiets de l'escalade des tensions entre la Corée du Nord et les États-Unis sur fond d'échanges d'invectives entre les dirigeants des deux pays, les acteurs de marché ont réagi en privilégiant la prudence à la veille des grandes vacances japonaises. Les cours des actions des sociétés présentant des anticipations de résultats solides restent toutefois relativement solides.

Le remaniement opéré par le Premier Ministre Abe n'a pas eu d'effets notables sur les marchés, échouant à améliorer de manière sensible la cote de confiance de son nouveau gouvernement.

Sur le plan sectoriel, reflétant la montée du risque politique, les trois secteurs qui ont enregistré les meilleures performances cette semaine sont les métaux non-ferreux (+3,35%), les produits pétroliers & houillers (+3,19%) et la sidérurgie (1,47%). L'action de la société en crise **Toshiba** a bondi (+14,06%) à l'annonce de l'émission par le commissaire aux comptes du rapport tant attendu sur l'exercice 2016 ; celui-ci a en effet rendu un « avis assorti de réserves » qui a été perçu comme un facteur de réduction du risque de radiation. En outre, **Sumitomo Metal Mining** (+6,86%), **JXTG Holdings** (+4,43%) et **Nippon Steel & Sumitomo Metal** (+3,25%) ont généré des performances positives.

Toutefois, les grands secteurs (27 sur 33), tels que l'assurance (-2,47%) et les métaux (-2,27%), ont été à la peine. **Shin-Etsu Chemical** a chuté (-4,97%) tandis que **Tokio Marine Holdings** cédait 4,51%.



▶ MARCHES EMERGENTS

Semaine riche en événements et en publications de résultats. Nous avons observé des prises de bénéfices en Asie, sur fond de tension grandissante entre les États-Unis et la Corée du Nord. Sur le plan des résultats, plus de 30% des sociétés ont publié leurs chiffres pour le deuxième trimestre, globalement supérieurs aux attentes grâce à la croissance de leur chiffre d'affaires ou à la réduction de leurs coûts.

Le secteur automobile en Chine confirme sa bonne tenue. Les ventes de véhicules ont augmenté de 6% en juillet. **Geely** a fait état d'un chiffre d'affaires supérieur aux anticipations sur la période. **Autohome** a dépassé les prévisions avec des revenus en forte croissance et des marges supérieures aux attentes. La direction a révisé à la hausse ses prévisions 2017 et a lancé une plateforme de véhicules d'occasion. En Inde, **Eicher Motors** a annoncé de bons résultats, Royal Enfield enregistrant une hausse de ses revenus et de sa marge EBITDA respectivement de 28,4% et 31%. Au Brésil, **Randon** et **Iochpe** (secteur de l'industrie) ont également fait mieux que prévu, stimulés par l'augmentation de la production de camions et d'automobiles et la baisse des coûts. **Yandex** a annoncé la signature d'un accord pour la création d'une JV avec **Sberbank** qui vise à mettre en place une plateforme commerciale commune. En revanche, les résultats de **Tata Motors** ont été décevants, inférieurs aux estimations, pénalisés par la hausse des prix des matières premières, des frais de marketing et par l'augmentation des remises. **Tongda** a annoncé un avertissement sur son résultat net du 1er semestre 2017 en raison d'une demande inférieure aux attentes sur ses composants étanches pour smartphones et de frais de recherche & développement plus élevés sur ses nouveaux produits. Les résultats de **NetEase** ont aussi été malmenés par la baisse de sa marge opérationnelle. En Argentine, toute l'attention est braquée sur les résultats des élections primaires qui se tiendront ce weekend.

Nous restons positifs sur les marchés émergents. L'inflation reste contenue et les économies regagnent du terrain. Nous nous attendons à de nouvelles révisions à la hausse des résultats et à des décotes sur le plan des valorisations.

▶ MATIERES PREMIERES

Le **pétrole** n'a pas résisté à l'aversion au risque qui s'est emparée des marchés cette semaine. Le Brent a perdu presque 2% pour terminer la semaine au-dessus des 51 dollars et le WTI -2% en-dessous des 49 dollars le baril. La semaine a pourtant été positive pour l'or noir. A l'issue de la réunion OPEP/non-OPEP à Abu Dhabi, les pays partenaires ont affiché unanimement leur soutien à l'accord de coupe de production. Les principaux pays concernés par les retards de mise en œuvre (Irak, Emirats Arabes Unis, Malaisie et Kazakhstan) ont réaffirmé leurs engagements.

Dans son rapport mensuel, l'OPEP a révisé à la hausse ses estimations concernant la demande pour 2017 et 2018 (+100.000 barils par jour). La production du cartel est ressortie en hausse pour juillet à 32,87 millions de barils par jour contre 32,7 en juin, mais sans surprise, expliquée par la hausse des productions libyenne et nigériane. Le ministre du pétrole saoudien a indiqué que toute coupe de production supplémentaire devrait être collective et actée par les 24 nations participantes. Les stocks de pétrole continuent de baisser, le taux d'utilisation des raffineries est à son plus haut depuis 2005 et la demande reste forte alors que nous sommes au pic de demande de la *driving season*. L'activité de forage s'est également stabilisée depuis maintenant six semaines. Tous ces éléments confortent notre vue d'une nette amélioration des fondamentaux.

Les **métaux précieux** ont bénéficié de la montée du risque géopolitique dans le Pacifique. Les tensions grandissantes entre la Corée du Nord et les États-Unis ont permis à l'**or** de bondir de plus de 2% cette semaine pour avoisiner les 1290 \$/oz, l'**argent** et le **platine** ont pris 5% et 2% respectivement au cours de la semaine. L'or reste une valeur refuge par excellence. Dans l'attente de la publication du chiffre de l'inflation aux États-Unis, le discours plus accommodant de deux membres de la Fed - Bullard et Kashkari - qui ont estimé que la faible inflation était une bonne raison de ne pas se précipiter pour monter les taux a également bénéficié à l'or.



Les **prix de l'acier en Chine** continuent d'être bien orientés, soutenus par une forte demande domestique. Les exportations nettes d'acier ont baissé de 35%, soit le 12ème mois consécutif de déclin, démontrant les efforts de la Chine quant à la réduction de ses capacités de production. Le CISA, l'association des producteurs d'aciers en Chine, s'inquiète de la spéculation caractérisée par l'envolée des prix de l'acier sur les marchés 'futures'. Les prix de l'**aluminium** ont fortement bondi pour dépasser les 2000 dollars la tonne suite à l'annonce de l'élimination de capacité du plus gros producteur chinois (Hongqiao Group).

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Les craintes autour de la Corée du Nord et des diverses déclarations des dirigeants ont entraîné un mouvement de prise de profits qui a contribué à un écartement des spreads en début de semaine. Le marché des financières a été particulièrement impacté avec une accélération du nombre de vendeurs sur les Additional Tier 1, secteur au sein duquel la performance depuis le début de l'année est très élevée (9,22% au 31/07/2017 pour les Cocos euros). Cette pression vendeuse s'est prolongée mercredi et s'est propagée sur les segments assurance et corporate High Yield, entraînant une sous-performance de ces secteurs malgré le démarrage d'une phase de baisse des taux européens, mercredi. Cet écartement des spreads a continué en fin de semaine : le Xover et le Main ont atteint 254 et 59 points de base, mais les flux vendeurs se sont atténués.

Le marché primaire a été très peu dynamique cette semaine. Nous pouvons cependant souligner l'émission par **British American Tobacco** (Baa2/BBB+), l'un des plus gros producteurs mondiaux de tabac, d'obligations senior en plusieurs tranches variant par leur devise (émissions en euros, dollars et pounds), coupon (fixe et flottant) et maturité (4, 6.25 et 12.5 ans pour les tranches euros). Sur le segment des financières, **UBS** (A-/A) a émis une obligation senior en deux tranches de coupon fixe et flottant, en dollars et de maturité 6 ans avec un non call 5 ans.

La publication des résultats trimestriels a continué cette semaine. Les résultats continuent à être positifs et au-dessus du consensus. On note, en particulier, **UPC Holding** (Ba3/BB-) qui affiche un EBITDA en nette amélioration par rapport au premier trimestre (+5,7% de progression) avec un chiffre d'affaires en hausse de 3% sur le trimestre. De même, **Verallia** (B1/B) a publié des résultats au titre du deuxième trimestre 2017 très satisfaisants. Le chiffre d'affaires est en hausse de 2% sur un an et l'EBITDA est en forte amélioration (+7,4%), aidé par une croissance de l'activité en Europe et en Amérique Latine.

Il y a cependant eu certaines déceptions. **New Look** (B3/B-), par exemple, a publié des résultats décevants avec un EBITDA qui chute de 37,3%, des ventes qui baissent de 8,2% et d'importants leviers d'endettement. Au sein du secteur de la location automobile, **Hertz** (B2/B+) et **Avis Budget** (B1/BB) ont tous deux publié des résultats inférieurs aux attentes au deuxième trimestre 2017 en raison d'un recul de l'activité aux Etats-Unis (pression sur les prix et faibles volumes). Hertz a annoncé une perte nette de 158 millions de dollars au deuxième trimestre et Avis Budget publie un EBITDA en baisse de 31% sur un an.

Du côté des fusions-acquisitions, **Altice** (B1/B+), qui cherche à investir le marché américain, envisagerait de faire une offre sur le câblo-opérateur **Charter Communications**. Pour financer cette opération, Altice devra cependant lever de la dette, ce qui sera peu aisé au vu des leviers d'endettement assez élevés dont dispose Charter.

CONVERTIBLES

Semaine de volatilité sur le segment des obligations convertibles, marquée par un recul sur les marchés d'actions et de crédit. Le marché primaire est resté toutefois très actif avec trois nouvelles émissions dans l'industrie pharmaceutique américaine.

Biomarin, une société spécialisée dans le traitement des maladies rares, a émis pour 450 millions de dollars d'obligations convertibles assorties d'un coupon de 0,6% à échéance 2024. Cette émission servira à refinancer sa dette convertible parvenant à maturité en 2018.



La société biopharmaceutique **Radius Health** qui a mis au point un traitement thérapeutique contre l'ostéoporose, a placé pour 300 millions de dollars d'obligations convertibles offrant 3% de coupon à échéance 2024 pour financer le lancement commercial d'un nouveau traitement.

En Chine, **Semiconductor Manufacturing International Corp** a déçu les investisseurs en annonçant un résultat et des perspectives bénéficiaires médiocres au deuxième trimestre, suite au recul de sa marge brute, pénalisée par la chute de son taux d'utilisation à 85,7% et le retard dans le démarrage de sa production en 28 nm. En conséquence, l'action a abandonné 15% cette semaine.

En Thaïlande, **CP All** a publié des résultats pour le deuxième trimestre conformes aux attentes, avec une hausse de +10,8% de son bénéfice net en glissement annuel, juste au-dessus des estimations du consensus. Les marges s'améliorent légèrement et la société est en bonne marche pour atteindre son objectif à long terme de 13 000 ouvertures d'ici 2021 (219 réalisées au deuxième trimestre). **Bangkok Dusit Medical** termine également son deuxième trimestre en affichant un bénéfice net de 3,79 milliards de baht (hausse de 127% en glissement annuel, 92% en glissement trimestriel), supérieur aux attentes du consensus, grâce essentiellement à la prise en compte de la cession partielle de son investissement dans l'hôpital de Bumrungrad, pour un montant de 2,2 milliards de baht. Nous pouvons également souligner la modernisation de neuf centres hospitaliers transformés en centres d'excellence dans le but d'élargir sa base de clientèle internationale.

Aux États-Unis, **Tesla** a annoncé l'émission pour 1,5 milliard d'obligations classiques à 8 ans afin de renforcer son bilan durant la phase de lancement de son modèle 3. Moody's a accordé la note B2 à la société, assortie de perspectives stables.

Achévé de rédiger le 11/08/2017



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