



FLASH MARCHÉS : ATTENTISME GÉNÉRAL AVANT JACKSON HOLE

LE 25 AOÛT 2017

Sur les marchés

Cette semaine, les marchés actions stabilisent en continuant de montrer un certain attentisme avant une rentrée riche en événements politiques et économiques. Dès aujourd'hui s'ouvrira le sujet de la politique monétaire avec le symposium international annuel des banquiers centraux à Jackson Hole. Il est fort probable que Janet Yellen et Mario Draghi cherchent à éviter de prendre les marchés à contre-pied. A l'heure où la faiblesse persistante de l'inflation pose la question de savoir s'il s'agit d'un phénomène transitoire, ces deux grandes banques centrales devraient malgré tout s'engager dans une nouvelle étape de la normalisation de leur politique monétaire avec une approche très graduelle. Recalibrage de l'*Asset Purchase Program* pour la BCE et décréue du bilan pour la Fed constitueront les enjeux de la rentrée.

Sur le plan politique, dans un contexte où le Congrès doit se prononcer sur un relèvement du plafond d'endettement d'ici fin septembre, il s'avère important pour l'administration Trump de relancer la réforme fiscale qui aura aussi une incidence économique. Enfin, le dossier du choix du nouveau président de la Fed se posera vraisemblablement d'ici le mois d'octobre. Concernant la conjoncture économique, les bonnes estimations préliminaires des indices PMI européens et américains pour le mois d'août sont venues rappeler que l'économie américaine évolue à sa vitesse de croisière et que l'économie européenne est même supérieure à sa croissance potentielle.

En termes de gestion, nous avons profité des mouvements de baisse pour réaménager nos couvertures sur les actions et augmenter ainsi notre pondération. Concernant les obligations d'Etat, nous demeurons prudents sur la sensibilité au risque de taux.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Une semaine très attentiste sur les marchés pourtant ponctuée par plusieurs annonces significatives. **Total** a ainsi fait l'acquisition du danois Maersk Oil & Gas, pour 7,45 milliards de dollars, sa plus grosse acquisition depuis sa fusion avec Elf en 1999.

Contra cyclique, elle permet à Total de renforcer sa présence en Mer du Nord tout en rééquilibrant le risque géopolitique. Elle renforce également le

potentiel de croissance (en permettant au groupe de porter sa production à trois millions de barils par jour à la fin de la décennie versus 2,1 millions en 2014).

Au sein du secteur des médias, le groupe publicitaire britannique **WPP** annonce un avertissement sur résultats. Suite à baisse du chiffre d'affaires de -0,5% enregistrée au premier semestre 2017, et de -2,6% en juillet 2017, le groupe abaisse sa prévision de croissance organique à un niveau compris entre zéro et 1% en 2017 versus +2% auparavant.



La baisse d'activité est particulièrement sensible en Amérique du Nord et en Europe continentale, et s'explique notamment par des pertes de contrats (AT&T, Volkswagen), mais aussi et surtout par la pression sur les dépenses publicitaires exercée par les groupes de produits de grande consommation, souvent eux-mêmes sous la pression d'actionnaires activistes qui les contraignent à optimiser leurs coûts.

Le groupe de distribution britannique de téléphonie mobile et d'électronique **Dixons Carphone** a pré-annoncé ses chiffres du 1er trimestre caractérisés par une croissance organique de +6% (au-dessus des attentes). Mais l'élément majeur de l'annonce du management a été la mise en avant d'un marché du mobile difficile au Royaume-Uni et l'impact négatif d'une réévaluation des créances qui conduira à une baisse de la rentabilité. Dixons Carphone attend ainsi un résultat avant impôt 2018 entre 360 et 440 millions de livres, soit 20% en-dessous des attentes du consensus en milieu de fourchette.

Le groupe de matériaux de construction **CRH** a créé la surprise, non en raison de ses résultats de bonne facture et très en ligne avec le consensus mais avec la cession de sa division Distribution aux Etats-Unis décrite comme opportuniste dans la mesure où la société ne s'estimait pas capable de créer autant de valeur pour ses actionnaires, et réalisée sur des multiples élevés de 15x la VE/EBITDA 2016.

Le groupe **Fiat Chrysler** a aussi fait l'actualité. Des commentaires de presse ont fait état du désir d'avancer vers de nouvelles séparations (Maserati et peut-être Alfa, ainsi que Magneti Marelli) et en parallèle du potentiel intérêt du chinois Great Wall pour Jeep, la pépite du groupe.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Léger rebond pour le S&P cette semaine (+0,5%), plutôt calme sur le front de la macroéconomie. Les ventes de maisons existantes sont en repli de 1,3% contre +0,5% attendu. L'attention du marché a été accaparée par l'attente des déclarations des banquiers centraux lors du symposium de Jackson Hole.

Janet Yellen pourrait donner de nouvelles indications, tandis que deux officiels de la Fed ont fait part de vues divergentes sur l'inflation, Esther George (Kansas) parlant d'une nouvelle hausse de taux cette année et Robert Kaplan (Dallas) réclamant davantage de patience. En outre, Donald Trump a menacé le Congrès d'un gel des dépenses s'il ne consent pas à relever le plafond de la dette. Cette déclaration arrive alors que les députés Républicains peinent déjà à trouver le moyen de financer les baisses d'impôts promises. Paul Ryan, le speaker de la chambre des représentants, lui a répondu en assurant que le plafond sera relevé.

Macy's a nommé Hal Lawton, ancien senior et vice-président d'eBay pour occuper le poste de président et répondre au changement d'environnement dans le *retail* aux Etats-Unis. De la même façon, **Walmart** a officialisé un partenariat d'envergure avec **Google** dans l'espoir de concurrencer **Amazon** dans l'e-commerce via Google Express, plateforme de livraison à domicile. **Ford** a annoncé la signature d'un protocole d'accord avec le chinois Anhui Zotye Automobile en vue de la production de voitures électriques en Chine sous une nouvelle marque dans le cadre d'une coentreprise.

Au sein du S&P, 9 des 11 secteurs sont dans le vert. Les **industriels** (-0,1%) et les **sociétés de biens de consommation de base** (-1,2%) affichent une performance négative.

▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a cédé 0,32% cette semaine. Après un rebond mercredi, les cours des actions japonaises ont de nouveau reculé au cours des deux séances qui ont suivi. Dans un contexte de légère appréciation du yen, les participants de marché sont restés attentistes à la veille du nouveau Symposium Économique qui se tient à partir du 24 août à Jackson Hole aux États-Unis. Les investisseurs craignent un possible renforcement du scepticisme à l'égard de l'administration Trump. Ils sont également préoccupés par le risque géopolitique entourant le cas de la Corée du Nord.



S'agissant des tailles de capitalisation, les petites et moyennes valeurs ont continué sur leur tendance relativement favorable, soutenues en cela par des perspectives de croissance solide des bénéfices. De leur côté, les grandes valeurs, généralement plus vulnérables aux risques externes, ont connu des parcours plus mitigés.

En termes sectoriels, les plus fortes performances de la semaine sont à mettre sur le compte de l'exploitation minière (+2,5%) et des produits pétroliers & houillers (+2%), ces derniers étant suivis par les métaux non ferreux (+1,9%). Concernant les valeurs individuelles, le titre **Keyence** a poursuivi sur sa belle lancée (+7,1%) grâce à la forte demande pour des solutions d'automatisation industrielle. **Toshiba** (+6,7%) a également continué de progresser.

A l'opposé, la sidérurgie (-2,8%) ainsi que les secteurs financiers comme la gestion d'actifs (-2,4%), les banques (-2%) et l'assurance (-1,5%) ont subi d'importants dégagements. Les sidérurgistes tels que **JFE Holdings** (-5,9%) et **Nippon Steel & Sumitomo Metal Corp** (-2,3%) ont poursuivi sur leur tendance baissière. Enfin, les titres **Nomura Holdings** (-3,5%) et **Mitsubishi UFJ Financial Group** (-2,9%) ont été victimes de pressions vendeuses provenant d'ajustements de positions de la part des investisseurs.

▶ MARCHES EMERGENTS

Après la démission du PDG d'**Infosys**, les investisseurs ont été rassurés par le retour d'un co-fondateur, Nadan Nilekani, au poste de président non exécutif. Il fut probablement le meilleur PDG de l'entreprise. En **Inde**, le cabinet du Premier Ministre a approuvé le principe de fusions entre les diverses banques détenues par l'Etat. Il s'agit d'une décision importante. En effet, du fait de la faiblesse de leurs bilans, les banques publiques perdent rapidement des parts de marché au profit de leurs concurrentes privées.

Les **entreprises chinoises** continuent de publier des résultats de grande qualité. La société **Samsonite** a affiché une croissance de l'EBITDA de 26,9%.

Le secteur de la santé s'est distingué par une bonne série de résultats : **Sino Biopharm** a publié des résultats en ligne, en hausse de 16% sur un an glissant, et **Wuxi Biologics** a fait part de son côté d'un bénéfice d'exploitation en hausse de 61% pour le premier semestre.

Dans le secteur des technologies de l'information, les résultats sont ressortis conformes aux attentes. Le résultat net de **Baozun** a dépassé les attentes du consensus : il s'établit à 30 millions de renminbi (contre 1,5 million au deuxième trimestre 2016). Cependant, le titre a reculé en raison d'une croissance du chiffre d'affaires en apparence plus faible que prévu, phénomène lié à un changement de méthode comptable. Les investisseurs ont invoqué ce prétexte pour prendre leurs bénéfices après la forte performance de la valeur, illustrant la vulnérabilité des entreprises dont les valorisations ne disposent d'aucune marge de sécurité. **AAC** a publié des résultats conformes aux attentes (+44,7% sur un an glissant). S'agissant du secteur automobile, **Guangzhou Auto** a fait part de résultats solides. Le chiffre d'affaires, supérieur au consensus (après ajustement des pertes sur dépréciation), a progressé de 32%, et le bénéfice net de 57%.

La **Banque centrale d'Indonésie** (BI) a comme prévu réduit de 25 points de base son taux de prise en pension inversée. L'inflation modérée, la réduction du déficit du compte courant et des réserves de change élevées ont permis à la BI d'assouplir sa politique monétaire.

En **Russie**, la **Sberbank** a publié des résultats en hausse de 20% sur un an glissant, la qualité de ses actifs demeurant stable.

Au **Mexique**, l'inflation a continué d'accélérer tandis que les ventes au détail ont ralenti. La première série d'échanges dans le cadre de la renégociation de l'accord ALENA s'est achevée sans grande surprise. Ce processus devrait se poursuivre jusqu'en décembre. Le PIB pour le 2ème trimestre s'est inscrit en hausse de 1,8%.



Si cette progression est conforme aux attentes, on note un ralentissement par rapport au 1er trimestre (croissance de +2,8%).

Au **Brésil**, le fait marquant de la semaine a été l'annonce par le gouvernement de son intention de privatiser **Eletrobras**. Cette annonce témoigne de l'engagement de l'Etat brésilien à réduire le déficit budgétaire. Même si la croissance du crédit s'est avérée poussive en juillet, le volume de prêts accordés aux particuliers, soutenu par la stabilisation de l'économie, a continué d'accélérer (+1,7% en termes réels sur un an glissant, contre 1,3% en juin). Le niveau des créances douteuses est resté stable tandis que les *spreads* ont progressé en raison de la modification de la composition du portefeuille de prêts. L'inflation a surpris à la baisse en juin. Elle est revenue à un rythme de 2,7% (à mi-août), en raison de la moindre progression des prix des produits alimentaires et des services. En juillet, **Randon** a publié des revenus en hausse de 16% sur un an glissant, ce qui vient confirmer la tendance favorable du 2ème trimestre.

En **Argentine**, l'indice de confiance des consommateurs a bondi de 12% sur le mois d'août. Le PIB réel a progressé à un rythme soutenu de 4% sur un an glissant, contre 3,4% en mai. La reprise de l'économie est principalement soutenue par les secteurs de la construction et la consommation. Nous pensons que l'économie va poursuivre son redressement dans un contexte d'amélioration des salaires réels (moindre inflation), d'augmentation des investissements publics et de stabilisation de l'économie brésilienne. Sur une note moins favorable, on évoquera la détérioration de la balance commerciale, les importations s'inscrivant en hausse. Après le résultat positif des élections primaires, le marché argentin a progressé de plus de 15% en dollar.

▶ MATIERES PREMIERES

L'ouragan Harvey, qui fait actuellement route vers le Texas, devrait être le plus fort enregistré dans la zone depuis 2005. Il a entraîné la fermeture préventive de 10% de la capacité de production dans le Golfe du Mexique côté américain, soit 167.000 barils par jour.

Une partie de la production *on shore* du Texas pourrait être également affectée, notamment dans l'Eagle Ford. Dans un contexte de marché pétrolier bien approvisionné, l'impact sur les prix du **pétrole** devrait être limité, mais pourrait conduire à une plus grande volatilité au cours des prochains jours. Les stocks de pétrole aux Etats-Unis ont à nouveau baissé sur la semaine, s'affichant en repli de 13% depuis le plus haut de fin mars, et de retour sur le niveau de janvier 2016. Dans le même temps, le nombre de foreuses en activité dans le pétrole a enregistré sa 4ème baisse en deux mois, signe que le point haut est probablement derrière nous.

Les données économiques liées aux matières premières, au titre du mois de juillet pour la Chine, montrent un certain ralentissement dans l'immobilier, mais en ligne avec les données saisonnières et pénalisées par des effets de base élevés. Les mises en chantier sont ainsi en baisse mensuelle de 31% et de 4,9% sur un an, alors que la hausse depuis le début de l'année est de 8%. Les dépenses d'infrastructure restent en hausse de 15,8% sur un an et de 16,7% depuis le début de l'année. La génération d'électricité a quant à elle augmenté de 9,8% sur un an, une accélération significative.

Ces données solides contribuent à la bonne performance des prix des métaux industriels. Le **cuivre** a ainsi enregistré un nouveau plus haut sur trois ans à 6688 dollars la tonne. A noter également le retour du prix du **charbon métallurgique** (origine Australie) au-dessus des 200 dollars la tonne. Le cours avait atteint un plus haut de 310 dollars la tonne en novembre 2016 avant de se replier sur les 150 dollars la tonne en début d'année. Ces niveaux de prix élevés reflètent la forte demande d'acier dans le monde (cf. les PMI qui sont en phase d'expansion dans toutes les grandes régions), des stocks relativement tendus, l'impact de la rationalisation de l'industrie pour réduire les émissions et une certaine dose de spéculation, notamment en Chine. A ce niveau de prix, tous les producteurs sont au-dessus de leur point mort (le coût moyen de production se situe entre 80 et 100 dollars la tonne), ce qui devrait limiter la hausse à moyen terme.



▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché a été marqué par l'attentisme des investisseurs quant à la réunion annuelle des banquiers centraux à Jackson Hole qui a commencé jeudi et par les faibles volumes échangés à l'approche de la fin de la période estivale. On a ainsi pu observer une faible volatilité des *spreads*, couplée tout de même à une légère tendance baissière due à des pressions vendeuses, notamment sur le segment des financières. Par ailleurs, on a pu noter une hausse importante des taux souverains italiens mardi, suite aux déclarations de Silvio Berlusconi. L'impact a été faible sur les *spreads* des *corporates* italiens qui sont restés stables. A partir de jeudi, le ton s'est finalement révélé plus haussier et on a pu assister à un faible resserrement des *spreads*.

Il y a eu peu d'annonce de résultats trimestriels cette semaine. **Steinhoff** (Baa3) a annoncé le début du processus d'introduction en Bourse de sa filiale Steinhoff Africa Retail Limited (STAR) qui devrait être finalisée avant la fin du mois de septembre 2017. Mais jeudi, le parquet d'Oldenburg a ouvert une enquête concernant le président de Steinhoff sur la base de suspicions de falsification de bilan. Il semblerait que des revenus excessifs aient été inclus dans le bilan du groupe. Celui-ci rejette cependant toute malversation et qualifie les allégations d'inexactes et trompeuses.

Du côté des fusions-acquisitions, **Adient** (BB+) a annoncé acquérir **Futuris Group**, producteur et designer d'intérieur pour automobile, pour 360 millions de dollars. Cette opération devrait augmenter le levier de la société à 1.9x (1.7x au deuxième trimestre). **Air Berlin** (CCC+ estimé), dont la procédure d'insolvabilité a été ouverte la semaine dernière, se dirige vers une division de ses actifs, la reprise en un seul bloc étant impossible. Le président du directoire du groupe, Thomas Winkelmann, a déclaré avoir «parlé avec plus de 10 parties intéressées» parmi lesquelles on retrouve des compagnies aériennes dont **Lufthansa** (Ba1/BBB-), **Raynair** (BBB+) et **Easyjet** (Baa1/BB+).

CONVERTIBLES

Le marché primaire des convertibles a continué d'enregistrer un flux régulier d'émissions. Aux États-Unis, le fabricant de composants optiques **II-VI** (connu sous le nom de « Two-Six ») a fait ses débuts sur le marché. Cette société a émis une convertible à 5 ans dotée d'un coupon de 0,25% pour un montant de 300 millions de dollars. Les liquidités dégagées à cette occasion seront utilisées pour refinancer ses facilités de trésorerie existantes et pour procéder à d'éventuelles acquisitions.

En Europe, l'investisseur immobilier allemand **Tag Immobilien** (coutumier des émissions) est revenu sur le marché avec une convertible 0,625% à 5 ans pour lever 262 millions d'euros. Cette émission vise à rembourser l'obligation simple 5,125% qui arrive à échéance en 2018. Dans l'actualité cette semaine, **Steinhoff** a subi une forte pression vendeuse jeudi en raison d'un article dans le German Manager Magazin laissant entendre que l'entreprise était sous le coup d'une enquête menée par les autorités allemandes pour fraude. Du fait de la chute de 10% de l'action, les convertibles émises par l'entreprise ont sous-performé, les *spreads* de crédit s'élargissant dans le même temps. La société a plus tard diffusé un communiqué réfutant ces allégations, les jugeant inexacts et trompeuses. Par la suite, aussi bien l'action que les titres obligataires ont vu leurs cours se stabiliser.

Les publications de résultats pour le 2ème trimestre ont touché à leur fin. Aux États-Unis, le géant des logiciels « cloud », **Salesforce**, a fait part de résultats pour le deuxième trimestre qui reflètent une dynamique impressionnante de l'activité (chiffre d'affaires et facturation en hausse de +26% sur un an glissant). Le niveau de levier opérationnel a en revanche un peu déçu le marché.

Dans le même temps, le fabricant de scanners pour les aéroports et de systèmes de détection d'explosifs, **OSI System**, a publié des chiffres trimestriels en ligne avec le consensus et des prévisions meilleures qu'attendu pour l'année à venir.



La société anticipe ainsi une croissance organique de +12% dans son activité de sécurité, et un *book-to-bill* de 1,4 pour son activité d'équipement et de services associés.

En Asie, les distributeurs chinois de gaz **Kunlun** et **ENN Energy** ont tous deux publié leurs résultats cette semaine. L'amélioration des prévisions de volume a constitué le fait marquant pour les deux sociétés. ENN prévoit ainsi une croissance des volumes supérieure à 30% en 2017. Cependant, les actions des deux groupes ont dans la foulée reculé en raison d'inquiétudes sur les marges, et pour Kunlun en particulier, de potentielles dépréciations dans son activité de gaz naturel liquéfié.

Achévé de rédiger le 25/08/2017



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