



FLASH MARCHÉS : LA BCE CHANGE DE TON

LE 30 JUIN 2017

Sur les marchés

Cette semaine aura été troublée sur les marchés d'actions, de taux et de change. Le pétrole a été le premier touché avec des cours tombant sous les 45 dollars le baril de Brent, avant de se reprendre en remontant à 47,5. Par ailleurs, les valeurs technologiques américaines ont à nouveau subi des prises de bénéfice.

Enfin, les taux, notamment ceux de la zone euro, ont subi une correction particulièrement notable en Allemagne et en France, à la suite du discours de Mario Draghi qui a laissé entendre que la BCE envisagerait de mettre progressivement fin au Quantitative Easing. Ceci a fortement dopé l'euro par rapport au dollar.

Les différents mouvements envoient des messages contradictoires concernant des craintes d'affaiblissement du cycle et la volonté des banques centrales de profiter de la bonne tenue de celui-ci. Nous continuons à croire à la force du cycle et maintenons donc notre préférence pour les actions, notamment européennes et japonaises, au détriment des obligations d'Etat. Le mouvement de correction à la hausse des taux devrait être favorable au secteur financier.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

La semaine s'inscrit dans une tendance clairement baissière partout en Europe, notamment avec les perspectives à venir d'un changement de politique monétaire et de son influence sur une remontée des taux... Les statistiques des PMI manufacturiers publiées en Europe, plutôt favorables, n'ont pas eu d'influence sur le marché. Les variations sectorielles ont de facto été fortes avec d'un côté une hausse des banques et des produits de base alors que les autres secteurs s'enfoncent dans la baisse, particulièrement les plus sensibles à une remontée des taux, dont les *utilities*.

En début de semaine, les banques ont apprécié la reprise par **Intesa** des actifs de deux banques

vénitiennes en grande difficulté (Veneto et Vicenza), mouvement prolongé par la suite grâce à la tension sur les taux d'intérêt. Dans le même temps, le secteur automobile a souffert de l'avertissement sur ses résultats de l'équipementier allemand **Schaeffler**. Les valeurs technologiques souffrent d'un recul marqué, de même que le secteur de la construction, attaqué sur des rumeurs de potentielles réductions des dépenses d'infrastructure en France.

Du côté du M&A, la prise de participation par l'activiste **Third Point** de 1% dans **Nestlé** a ravivé le compartiment agroalimentaire en Bourse. Third Point encourage en outre le management à céder sa participation de 23% détenue dans **L'Oréal**, augmenter le retour à l'actionnaire et revoir le portefeuille d'activité. Dans la foulée, Nestlé a annoncé



20 millions de francs suisses de rachat d'actions (soit 8% de son capital). **Philips** annonce le rachat du fabricant d'appareils auditifs **Spectranetics** pour 1,7 milliard de dollars et lance également un programme de rachat d'actions de 1,5 milliard d'euros sur deux ans. Par ailleurs, **Carrefour** a précisé les modalités de la cotation en Bourse de sa filiale brésilienne **Atacadao** le 20 juillet prochain dans le but de désendetter le groupe au Brésil où le coût de la dette est élevé (supérieur à 10%).

▶ ACTIONS AMÉRICAINES

Léger recul cette semaine pour le S&P (-0,6%), alors que le Nasdaq abandonne 1,5% au cours des cinq dernières séances. Les commandes de biens durables sont ressorties inférieures aux attentes, mais on retiendra surtout les bons chiffres du PIB, révisés en hausse pour le premier trimestre à 1,4% (contre 1,2%). L'autre bonne nouvelle réside dans le fait que cet ajustement a été entièrement alimenté par les chiffres de la consommation, sur sa composante ventes finales et non sur une progression des inventaires. Quant aux chiffres de l'inflation au sens du PCE (privilegié par la Fed), ils sont ressortis à 2%, en ligne avec les attentes.

Au cours de la semaine, les marchés américains ont connu une rotation sectorielle majeure : les financières progressent donc de près de 3%, les valeurs énergétiques de 1% tandis que la technologie recule de plus de 2%. Ce mouvement a été initié par une combinaison de facteurs techniques (surconcentration des positions) et fondamentaux : bons chiffres du PIB, inflation qui tient, commentaire *hawkish* de Janet Yellen et Mario Draghi, le tout ramenant le 10-ans à 2,3% contre 2,15% en début de semaine.

Les résultats du « *Comprehensive Capital Analysis and Review* » (CCAR) auront également contribué à l'amélioration du sentiment sur les financières. La grande majorité des institutions financières ont reçu l'aval du régulateur pour procéder à des retours de cash très significatifs : 130 milliards de dollars autorisés pour les principales banques soumises au CCAR, représentant un *payout* de 100%. **Citigroup** va pouvoir doubler son dividende, **Bank of America** a

été autorisée à l'augmenter de plus de 50%. Quant à **JP Morgan**, l'entreprise pourrait procéder à des rachats de titres pour l'équivalent de 6% de sa capitalisation boursière.

▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a progressé de 0,8% cette semaine. Les actions japonaises ont progressé jeudi, portées par le rebond des actions américaines la veille. Les valeurs financières ont profité de la hausse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis liée à la fermeté du marché américain, et de la progression des rendements obligataires en Europe dans le sillage des déclarations du président de la BCE Mario Draghi sur l'atténuation des mesures de relance monétaire. La dépréciation du yen face au dollar américain a également soutenu le marché actions japonais.

La sidérurgie (+6,8%), l'exploitation minière (+4,5%) et les banques (+3,1%) ont été les secteurs les plus performants. Les principaux sidérurgistes ont eu le vent en poupe, à l'instar de **Nippon Steel & Sumitomo Metal Corp.** (+7,8%), **JFE Holdings** (+7,5%) et **Sumitomo Metal Mining Co.** (+5,1%). Les géants bancaires **Mitsubishi UFJ Financial Group** (4,3%), **Mizuho Financial Group** (+3,2%) et **Sumitomo Mitsui Financial Group** (+2,5%) et d'autres institutions financières comme **Sumitomo Mitsui Trust Holdings** (+5%), **Resona Holdings** (+4%) et **Dai-ichi Life Holdings** (+2,8%) figurent également parmi les autres grands gagnants de la semaine.

En revanche, les secteurs du commerce de détail (-0,8%) et des services (-0,8%) ont relativement souffert. **Toshiba** a plongé de 10% après l'annonce de poursuites à l'encontre de son partenaire américain dans le domaine des microprocesseurs **Western Digital Corp.**, qui s'oppose à la vente par le conglomérat japonais de sa filiale spécialisée dans la fabrication de cartes mémoire flash. **Tokyo Electron** (-4,2%) et **Astellas Pharma** (-2,6%) ont été les autres grands perdants de la semaine.



▶ MARCHES EMERGENTS

L'indice PMI manufacturier officiel de la **Chine** a rebondi à 51,7 points en juin, contre 51,2 en mai (les investisseurs tablaient sur 51). Le PMI non-manufacturier s'est avéré supérieur aux attentes, à 54,9 points, contre 54,5 le mois précédent. Les bénéfices des entreprises industrielles ont modestement augmenté (+2,7%). En glissement annuel, leur progression est de 16,7%. Les valeurs chinoises de l'Internet et des jeux vidéo étaient sous pression cette semaine après la publication par le ministère de la Culture d'une liste d'une trentaine de plates-formes mobiles de streaming en direct diffusant des contenus illicites.

En **Inde**, la banque centrale a demandé aux banques créancières de douze entreprises en cessation de paiement (représentant un encours de prêts de 39,2 milliards de dollars) de porter leurs provisions pour pertes à 50% sur les prêts garantis et à 100% sur les prêts non garantis. La taxe sur les biens et services entrera en vigueur la semaine prochaine. Après un très bon premier semestre 2017, les flux des investisseurs institutionnels étrangers ont donné des signes de modération en juin : les entrées de capitaux ont ralenti à 2,3 milliards de dollars (au 26 juin), soit le chiffre le plus faible depuis le 1^{er} janvier.

Au **Brésil**, la commission spéciale du Sénat a donné son aval à la réforme du code du travail, contrairement à la commission sociale qui s'était prononcée contre cette réforme la semaine dernière. Le vote final est censé intervenir la semaine prochaine. La balance courante s'est encore améliorée en mai grâce à la hausse de l'excédent commercial induite par des termes de l'échange plus favorables et des récoltes plus importantes.

En **Argentine**, l'ancienne présidente Cristina Fernández de Kirchner a confirmé qu'elle prendrait la tête d'une nouvelle alliance électorale lors des législatives de mi-mandat en octobre, qui auront valeur de test pour la mise en œuvre des réformes du président Macri.

L'activité économique plus forte que prévu en Chine, l'instauration de la taxe sur les biens et services en Inde et les réformes budgétaires en cours, en dépit de l'agitation politique, sont de bon augure à moyen terme pour les marchés émergents.

▶ MATIERES PREMIERES

Les prix du **pétrole** ont rebondi de près de 5% sur la semaine, et de 7% depuis le point bas du 21 juin. Le Brent repasse ainsi au-dessus des 47 dollars le baril et le WTI au-dessus des 45 dollars le baril, aidé en partie par la baisse du dollar sur la période. Les fondamentaux ne sont pas différents de ce qu'ils étaient avant la baisse, mais le sentiment très négatif du marché s'est atténué. La Libye reste au centre des préoccupations du marché, avec une production qui a dépassé les 900.000 barils par jour, mais dont le rythme de hausse s'est fortement réduit. De façon peu surprenante, l'OPEP ne prévoit pas de baisser à nouveau sa production à court terme. Comme nous l'avons déjà mentionné, la période estivale conduit traditionnellement à une baisse des exportations, qui contribuera à la baisse des stocks. Une observation des mouvements de tankers fait ainsi apparaître une baisse significative des exportations de pétrole de l'OPEP, de l'ordre de 560.000 barils par jour, au cours du dernier mois. Les données hebdomadaires américaines font également ressortir une baisse de production domestique de 100.000 barils par jour au cours de la semaine. Il convient de rester prudent concernant cette donnée qui n'est qu'une modélisation statistique et est influencée par la tempête tropicale Cindy.

A noter également le rebond du prix du **minerai de fer** qui se rapproche des 65 dollars la tonne, une hausse de plus de 20% par rapport à son point bas de mi-juin. Le PMI chinois qui ressort à 51,7 en juin contre 51,2 en mai montre que l'activité manufacturière reste en expansion en Chine, et que l'impact des restrictions de crédit dans l'immobilier des grandes villes est plus que compensé par les dépenses d'infrastructure et un marché de l'immobilier qui reste actif dans les villes de plus petite taille. Cette perception plus positive de l'environnement bénéficie également au **cuivre** qui se rapproche des 6000 dollars la tonne, un plus haut depuis trois mois.



Le cours de l'**or** se stabilise entre 1240 et 1260\$/oz, poussé d'un côté par la baisse du dollar, mais limité de l'autre par la hausse des taux, et la fin programmée des politiques monétaires ultra accommodantes.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché du High Yield était baissier cette semaine et le Xover s'écartait de plus de 10 points de base jusqu'à 245 points de base vendredi. Les papiers single B étaient particulièrement affectés et perdaient -0,20 points mercredi et jeudi. Quant aux papiers *Utilities* et TMT de longues maturités, ils ont pâti de la hausse du Bund qui s'est écarté de près de 20 points de base au cours de la semaine.

La dynamique s'est poursuivie sur le marché primaire. **Manuencoop** (B2/B) a émis avec quelques difficultés un Bond 5 ans NC2 de EUR à 9,5% afin de refinancer la dette existante et racheter les minoritaires (33% du capital). La société de production française **Banijay** (B+/B1/BB) a également émis une souche *senior secured* de EUR 350m 5NC2 à 4% afin de repayer sa dette existante et financer certains frais liés à l'acquisition de Castaway. Notons également le *tap* de **Worldwide Flight Services** de 50 millions d'euros sur sa souche *Senior Secured 2022* ainsi que l'émission de **MotherSon** (BB+) d'une souche 7 ans bullet de 300 millions d'euros à mid swap +140 bps.

Parmi les publications de résultats cette semaine, **Burger King France** (B3/B-) affiche un chiffre d'affaires du premier trimestre de 145 millions d'euros (+5%) et un EBITDA en forte hausse à 16 millions d'euros (+40%) ainsi qu'une marge en hausse de +2,8 points tandis que le groupe poursuit sa stratégie de conversion des restaurants Quick en Burger King. Le levier est stable à 6.1x. **eDreams Odigeo** (B2/B) publie également de bons résultats pour l'exercice 2016/17 avec un chiffre d'affaires qui progresse de +5% à 486,6 millions d'euros et un EBITDA ajusté en hausse de +12% à 107,3 millions d'euros. Le levier diminue de -0.6x à 2.7x.

En revanche, **Schaeffler (Ba3/BB+)** a révisé à la baisse ses prévisions de marge d'EBIT pour 2017 autour de 11% contre 12-13%. Le *free cash-flow* est également révisé à la baisse à 500 millions contre 600 millions d'euros initialement. Schaeffler justifie ce *profit warning* par une pression accrue sur les prix de la part des constructeurs et des dépenses de R&D en hausse.

CONVERTIBLES

Malgré quelques remous sur les marchés actions et obligataires, l'activité est restée assez soutenue cette semaine sur le marché primaire des obligations convertibles, avec trois opérations. En Europe, le groupe français de maisons de retraite **Korian** a émis pour 240 millions d'euros d'obligations convertibles perpétuelles assorties d'un coupon de 2,5% (remboursables par anticipation en 2022) afin de renforcer son bilan. En effet, cette émission hybride sera comptabilisée dans ses fonds propres.

Le britannique **Hurricane Energy**, spécialisé dans l'exploration de pétrole et de gaz, a placé pour 220 millions de dollars d'obligations convertibles à échéance 2022, assorties d'un coupon de 7,5%. Il a levé simultanément 300 millions de dollars de nouveaux fonds propres. Le produit de ces opérations servira à la mise en production du gisement de Lancaster à l'ouest de l'archipel écossais des Shetland. Aux Etats-Unis, le prêteur sur salaire **EZCORP** a émis pour 125 millions de dollars d'obligations convertibles à échéance 2024, assorties d'un coupon de 2,875%, à des fins de refinancement. Dans l'actualité des entreprises, **Micron** a annoncé des résultats trimestriels très solides, avec un chiffre d'affaires en hausse de 20%, à 5,57 milliards de dollars et une marge brute en hausse de plus de neuf points en glissement trimestriel, grâce à la hausse des prix des cellules de mémoire DRAM.

En Europe, le fabricant allemand de chimie de spécialité **Covestro** a organisé une journée investisseurs au cours de laquelle ses dirigeants ont fait part de leur intention de se lancer dans des acquisitions « bolt-on » ou de reverser la trésorerie excédentaire aux actionnaires s'il ne réalise pas une fusion ou une acquisition significative dans les



prochaines années. En Asie, le fondateur de silicium taïwanais **UMC** a vu son cours de Bourse bondir de 15% cette semaine grâce à des recommandations d'achat d'analystes à la suite d'un changement d'équipe dirigeante et de stratégie. **Zhejiang Expressway** a procédé cette semaine à la scission suivie d'une introduction en Bourse (à Shanghai) de sa filiale de courtage en valeurs mobilières. Le cours de l'entité issue de la scission a doublé depuis son admission à la cote.

Achevé de rédiger le 30/06/2017



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