



FLASH MARCHÉS

LE 10 NOVEMBRE 2016

Sur les marchés

Après le résultat largement inattendu du Brexit en juin, la victoire de Donald Trump vient renforcer notre conviction que **les pays développés sont entrés dans une phase de changements politiques profonds**, la précédente remontant à 1979-1981 avec l'arrivée au pouvoir de Margaret Thatcher, Ronald Reagan et François Mitterrand en réaction à la crise économique des années 70.

Les conséquences de l'accélération spectaculaire de la mondialisation conjuguées aux séquelles de la crise financière de 2008 ont conduit une part grandissante des opinions publiques à se rebeller et à réclamer des réponses nouvelles. Ce retournement n'est probablement pas terminé et les prochaines échéances électorales en Europe seront à suivre de très près. Quels que soient les scénarios, nous pouvons nous attendre à ce que les forces politiques existantes reçoivent le message : pour gagner un scrutin, mieux vaut prendre en compte ce malaise quitte à **lâcher la bride sur la tenue des déficits budgétaires**. Ceci d'autant plus que le niveau historiquement faible des taux d'intérêt peut laisser penser que les investisseurs obligataires ont quelque peu perdu leur rôle de vigies. Notre prochain *Décryptage* visera à approfondir cette transformation.

La réaction initiale des marchés à ce résultat surprenant a sans doute été pour beaucoup un deuxième choc en moins de quelques heures : il a suffi d'un discours au ton présidentiel (enfin !) de Donald Trump pour stopper et retourner le mouvement *risk-off* initial, et commencer à anticiper les conséquences du programme économique du nouveau président américain. Les marchés actions, à l'exception de l'Amérique Latine, ont retrouvé le chemin de la hausse avec des rotations sectorielles spectaculaires et les taux longs, en particulier aux Etats-Unis, se sont violemment retendus. **Gageons que les investisseurs resteront suspendus aux lèvres de leur nouvelle coqueluche dans les prochaines semaines.**

L'élection de Donald Trump s'accompagne d'une victoire des Républicains au Congrès, laissant à la nouvelle administration des coudées plus franches pour mettre en œuvre le programme électoral.

Rappelons les contours du programme :

- Sur le plan de **l'activité domestique**, un programme massif de dépenses budgétaires visant à relancer la croissance est envisagé. Celui-ci concerne plus particulièrement les dépenses d'infrastructures qui seraient financées par un creusement des déficits. D'autant plus que des baisses d'impôts sont envisagées pour les ménages et les entreprises : baisse des taux marginaux, augmentation des déductions fiscales, suppression de l'imposition sur la succession, etc... A la marge, une augmentation du revenu minimum est également attendue. Des mesures de « tax inversion », favorisant le rapatriement de capitaux de bénéfices d'entreprises américaines à l'étranger, sont prévues.



- En matière **géopolitique, de politiques des échanges et de migration**, le programme de Donald Trump milite pour une remise en cause totale des traités de libres échanges (Alena, etc...), des accords bilatéraux et l'instauration de barrières douanières entre autres avec la Chine (droits de douane augmentés de 45%) et le Mexique (droits de douane en hausse de 35%). De même, une politique de migration très stricte pourrait être mise en place avec des flux migratoires restreints (en compliquant l'accès aux visas, etc...) et d'un éventuel renvoi des clandestins (11 millions de personnes).
- Enfin, un désengagement des Etats-Unis sur le front géopolitique fait également partie du programme.

Prudence à court terme

On connaît le proverbe, les promesses n'engagent que ceux qui y croient. On est en droit de douter de la pleine application du programme. Par exemple, sur le plan purement fiscal, la stricte application du programme de Trump entraînerait une forte augmentation du déficit et de la dette publique.

En tant qu'investisseurs, nous serons particulièrement attentifs à deux dimensions du programme : 1/ A quel point les Etats-Unis se dirigent-ils vers une politique protectionniste ? 2/ La nouvelle politique sera-t-elle plus inflationniste ? En stimulant la politique fiscale dans un contexte de plein emploi, en fermant les frontières et en expulsant des clandestins, en remontant le salaire minimum et en augmentant les droits de douane, le risque est plus élevé.

Nous devrions donc assister à plusieurs semaines de prudence de la part des investisseurs, le temps de prendre la mesure de ce à quoi pourra ressembler une administration Trump. La composition du gouvernement sera très importante, comme les précisions qui seront données au fil du temps. On notera que la réaction des marchés reste mesurée, bien davantage qu'à la suite du Brexit. Il est vrai qu'au cours des quinze derniers jours, les marchés ont mieux intégré le risque d'une victoire de Donald Trump et ont eu l'occasion de se couvrir.

Nous avons mis en place des protections, notamment sur les marchés actions au sein de nos portefeuilles. Elles ont été pour partie levées. Nous maintenons par ailleurs inchangée notre allocation d'actifs, les fondamentaux restant favorables. Etant donné que le référendum italien et les élections présidentielles autrichiennes se profilent au mois de décembre, nous aurons très prochainement d'autres occasions de gérer tactiquement les risques politiques.

Le secteur de la santé retrouve de la visibilité

En dépit de la remontée de l'incertitude, certaines opportunités se dessinent également : la nouvelle administration redonne davantage de visibilité au secteur de la santé aux Etats-Unis. En effet, le futur président n'a pas de programme spécifique concernant cette industrie. A l'inverse, une administration Clinton souhaitait mieux encadrer le secteur. Les valeurs de la santé ayant sous-performé cette année dans la crainte d'une victoire démocrate, il nous semble donc opportun de se positionner à nouveau.

La nouvelle donne crée un environnement potentiellement plus inflationniste aux Etats-Unis, ce que nous prenons en compte dans notre poche obligataire américaine. **La plus grande incertitude repose sur le resserrement monétaire de la Réserve fédérale anticipé en décembre.** Si les marchés financiers restent faiblement volatils d'ici là, il ne devrait pas être remis en cause. Gardons toutefois à l'esprit que décembre est un mois au cours duquel la liquidité des marchés se tarit. On peut donc imaginer que la banque centrale ne prendra pas le risque d'ajouter de la volatilité si les marchés sont déjà nerveux.



▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les marchés européens effacent les baisses des deux dernières semaines grâce au rebond qui a suivi l'élection du nouveau président américain Donald Trump. Hier, après une ouverture en baisse liée à la surprise du résultat électoral et à l'incertitude entourant les décisions à venir du nouveau président, le sens du marché s'est inversé, choisissant de se focaliser sur les perspectives de reflation budgétaire et les intentions du programme de campagne de Trump.

Les secteurs les plus exposés à ce dernier affichent les plus fortes hausses de la semaine : les valeurs minières progressent de plus de 14% dans leur ensemble, les financières testent les +10% de hausse, la pharmacie et les valeurs de construction sont également en hausse de près de 8% ... A l'inverse les *utilities* et l'automobile (notamment les constructeurs allemands, les plus exposés au marché américain) et toutes les sociétés exposées au Mexique souffrent.

D'un point de vue plus micro-économique, la poursuite des publications trimestrielles révèlent de solides résultats pour **Vivendi** pour le troisième trimestre, dont notamment une bonne performance dans la musique ainsi qu'une résistance meilleure qu'attendu concernant les revenus de Canal +. Seule ombre au tableau : le niveau du dividende qui sera coupé en 2017 compte tenu d'un programme de *buy-back* jugé déjà suffisant par le groupe.

Deutsche Telekom publie aussi en ligne. Les résultats d'**AstraZeneca**, en déclin au niveau organique, pèsent un peu sur le titre mais la *guidance* annuelle est maintenue. **Alstom** bondit après un premier semestre montrant de fortes commandes (en hausse de 59%) et la confirmation des objectifs 2020. Dans la chimie, **Lanxess** dévoile un EBITDA supérieur aux attentes et relève ses objectifs annuels. La restructuration du groupe semble être en bonne voie. De son côté, **Arkema** publie en ligne avec les attentes.

▶ ACTIONS AMERICAINES

L'élection de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis et le « republican sweep » (majorité républicaine au sénat, en plus de celle déjà acquise à la chambre des représentants) nous ont surpris. La réaction boursière a également surpris, avec une **forte hausse du marché américain**, assortie d'une rotation très nette en faveur des valeurs cycliques et des financières. Le contenu potentiellement pro-business et inflationniste de son programme économique a entraîné une remontée des taux longs.

Le discours prononcé lors des résultats des élections faisait preuve de pragmatisme et traduisait le souci d'unité du pays, contrastant avec une campagne populiste et clivante. Surtout, le marché semble croire à la capacité de Donald Trump de relancer l'économie américaine en se basant sur quelques éléments annoncés lors de la campagne, notamment :

- Une réforme fiscale : baisse d'impôts pour les sociétés et les individus, baisse du taux d'imposition appliqué au rapatriement des 2 500 milliards de dollars de bénéfices détenus à l'étranger par les multinationales américaines. Les valeurs de technologies, les laboratoires pharmaceutiques et les conglomérats industriels en seraient les principaux bénéficiaires.
- Une moindre pression réglementaire, qui serait surtout positive pour le secteur énergétique (sociétés d'exploration et production pétrolières qui pourraient plus facilement exploiter sur le sol américain), pour le secteur de la santé (le risque de réglementation des prix des médicaments disparaît, et la proposition 61 visant à aligner le prix des médicaments de Medicaid sur le programme fédéral des Vétérans a été rejetée) et pour le secteur financier.

La grande inconnue reste les barrières douanières qui pourraient être mises en place.

Par secteur, la séance suivant les élections a été clôturée sur une hausse de 4% des financières, 3,5% des pharmaceutiques, 2,5% des industrielles, 2,1% des matériaux de base. A l'inverse, les secteurs des *utilities*, du *real estate* et de la consommation de base ont corrigé de respectivement 3,7%, 2,3% et 1,3%.



Le chiffre du NFIB reflétant le moral des petites entreprises est ressorti à des niveaux élevés avant les élections.

S'il est encore prématuré de prédire quelle sera la politique économique de Donald Trump, le marché a clairement considéré, à ce stade, qu'elle produirait un **effet accélérateur de l'économie** et cela a conforté le marché dans son mouvement de rotation sectorielle en faveur des cycliques et des financières.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Cette semaine, l'évolution du Nikkei a été fortement influencée par les élections américaines. Dans le sillage de nouvelles annonçant une possible victoire du républicain Donald Trump, les cours des actions japonaises ont dévissé en raison des incertitudes quant à l'avenir. Le yen s'est quant à lui apprécié autour de 101 dollars sur des rumeurs renouvelées d'une hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis en décembre. Dans l'ensemble, les marchés actions ont enregistré leur plus fort décrochage depuis le choc du Brexit. Cependant, le marché nippon a rapidement rebondi jeudi après le rally des actions américaines et a terminé la semaine en hausse de 0,6 %.

Cette semaine, le grand gagnant est le secteur des métaux non ferreux en hausse de 5% tiré par **Sumitomo Metal Mining** (+8,9%), tandis que le secteur alimentaire s'est replié de 4,4%.

Jeudi, la plupart des actions cotées dans la première section du Tokyo Stock Exchange ont plongé.

Ajinomoto, groupe agroalimentaire n°1 au Japon, a annoncé des résultats décevants après la clôture du marché mercredi, terminant en baisse de 9,9% en raison de l'appréciation du yen.

A noter la solide croissance des résultats de **Suzuki Motor**. En dépit des turbulences qui agitent le marché, le cours a bondi de 10% après la révision en hausse du résultat d'exploitation au titre de l'exercice clos au 31 mars 2017 et sur la base des perspectives de croissance des résultats en Inde.

▶ MARCHES EMERGENTS

Les actions et les devises dans tous les marchés émergents ont vacillé après la victoire de Donald Trump dans la course à la Maison blanche. Le peso mexicain a dévissé, en recul de plus de 9% face au dollar. Les investisseurs s'inquiètent de savoir si Trump va mettre en œuvre certaines des mesures protectionnistes évoquées pendant la campagne, comme la hausse des droits de douane et la renégociation des accords de libre-échange.

De telles mesures seraient très pénalisantes notamment pour les pays émergents dont la croissance économique dépend fortement de l'accès aux marchés mondiaux. Néanmoins, les premières déclarations de Donald Trump semblent plus pragmatiques. Parmi les marchés émergents, la **Russie** a tiré son épingle du jeu cette semaine. Les investisseurs espèrent que la victoire de Trump aux élections se traduira par une amélioration des relations avec l'Occident et relancera l'économie du pays.

Le secteur des services en **Chine** a enregistré sa plus forte progression en octobre et ce depuis quatre mois grâce à une hausse de l'activité. S'ajoutent les déclarations officielles optimistes pour les indices industriels et les services, venant confirmer l'idée d'une stabilisation de la 2^{ème} économie mondiale.

En **Inde**, dans le cadre de la lutte contre la corruption et l'argent noir, le Premier ministre Narendra Modi a annoncé le retrait de la circulation des billets aux valeurs faciales les plus importantes. L'interdiction vise à la fois à lutter contre les faux billets et à aider le gouvernement à nettoyer un système qui repose sur l'argent liquide servant au versement de pots de vin et au blanchiment de l'argent noir. A court terme, les réformes anti-corruption de l'Inde ont un impact négatif sur les valeurs liées au secteur de la consommation. Toutefois, nous jugeons les réformes comme positives sur le long terme.



▶ MATIERES PREMIERES

Au cours de cette semaine marquée par les élections américaines, les mouvements sur les matières premières ont été significatifs, notamment sur les métaux et minerais. Le **charbon métallurgique** gagne ainsi 13% et dépasse les 300 dollars la tonne, le **minerai de fer** +9% et dépasse les 70 dollars la tonne, alors que le **cuivre** prend 8% à 5400 dollars la tonne, un plus haut sur un an. Concernant ces matières premières, l'environnement s'est significativement amélioré cette année, notamment tiré par la demande chinoise (immobilier et infrastructure), ainsi que par une limitation de l'offre (fermeture de capacités en Chine, limitation des investissements des sociétés productrices).

L'accélération du mouvement ces derniers jours, et notamment pour le cuivre, est une conséquence plus directe de la victoire de Donald Trump. Le sujet des infrastructures était déjà l'unique point d'accord des deux candidats, mais avec un biais plus poussé pour le nouveau président. Dans son premier discours, il a de nouveau mis l'accent sur les dépenses d'infrastructures à venir (routes, ponts, tunnels, aéroports, écoles, hôpitaux) avec deux conséquences favorables pour le secteur : une amélioration à venir de la demande en matières premières, et un retour attendu de l'inflation, qui conduit les investisseurs à revenir sur les matières premières pour se protéger face à la thématique inflation. Au-delà des investissements promis par le nouveau président sur ce sujet (1000 milliards de dollars), la clef va être le financement de ces dépenses sans faire davantage exploser la dette du pays.

A noter également, des premières informations sur le nouveau plan à cinq ans chinois, qui prévoit une forte hausse des investissements dans la génération d'électricité (+85% par rapport au précédent), chiffres à confirmer mais très porteur pour le cuivre.

Les prix du **pétrole** sont restés stables. Le nouveau président est perçu comme favorable au développement du pétrole de schiste, ce qui pourrait amener plus d'offre à terme, si les prix se redressent. A court terme, les chiffres hebdomadaires de production

américaine ressortent en forte hausse (+170.000 barils par jour), mais reflètent davantage un point de méthodologie (révision à la hausse de la base de comparaison).

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Après une ouverture délicate mercredi, le marché du crédit a finalement salué l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis d'Amérique. Les indices de crédit Main et Xover ont clôturé presque à l'équilibre mercredi après s'être écartés de 8 et 32 points de base respectivement, rassurés par le discours apaisant du milliardaire après son élection. Les primes de risque sont revenues sur les niveaux pré-élections ce jeudi. Plutôt que ses velléités protectionnistes, le marché a préféré retenir du programme de Donald Trump ses promesses de généreuses baisses d'impôts, ses projets d'investissements dans les infrastructures et la défense et sa volonté de dérégulation du secteur bancaire. Jugeant ce programme inflationniste, les investisseurs crédit ont eu tendance à réajuster la duration dans leurs portefeuilles.

Nouvelle « étoile montante » chez S&P, avec l'*upgrade* de **HeidelbergCement** à BBB-/stable par l'agence de notation. **Europcar** a réalisé au troisième trimestre un bénéfice net de 96 millions d'euros, en repli de 3,3%, et un *corporate Ebitda* ajusté de 159 millions d'euros, en progression de 3%. Cet indicateur de référence pour le loueur de véhicules a représenté 22,5% des ventes contre 22,3% au troisième trimestre 2015. Le chiffre d'affaires trimestriel a progressé de 5,1% à taux de change constants et atteint 707 millions d'euros. Il est en hausse de 2,1% en données publiées. **Constellium** a publié des résultats en hausse au troisième trimestre 2016 et en ligne avec les attentes. **Labeyrie Fine Foods** a annoncé la démission de Xavier Govare, son CEO depuis 15 ans. Cette annonce est une surprise, qui semble provenir de désaccords stratégiques entre Xavier Govare et les deux actionnaires.



Crédit Agricole a publié de bons résultats au troisième trimestre 2016. Le résultat net part du groupe de CASA ressort à 1,86 milliard d'euros, juste au-dessus des attentes du consensus de 1,81 milliard d'euros. De même, **BPCE** a publié de bons résultats trimestriels : le résultat net part du groupe ressort à 955 millions d'euros, en recul de 0,5% et en progression de 2,7% à 929 millions d'euros, retraité des éléments non économiques et exceptionnels, et de l'impact de l'IFRIC 21.

PDG de **Weatherford**, Bernard Duroc-Banner, a démissionné et sera remplacé par l'actuel directeur financier, entraînant une hausse du cours de plus de 20%.

Achévé de rédiger le 10/11/2016

CONVERTIBLES

Face aux perspectives grandissantes d'une victoire du candidat Trump dans la course à la Maison blanche, le marché avait été gagné par la nervosité, subissant des pertes. Les élections passées, il s'est largement ressaisi et plus particulièrement en Asie. Par exemple, **Asics**, qui avait décroché de plus de 8% après l'élection, a repris des couleurs jeudi.

Le secteur qui a réagi le plus favorablement à la victoire inattendue du Donald Trump a été celui de la santé aux Etats-Unis. En effet, les inquiétudes face à la probabilité d'une réglementation plus stricte des prix des médicaments ont disparu : des obligations convertibles comme **Biomarin** et **Intercept** ont gagné respectivement 10% et 15%. Par ailleurs, à noter cette semaine, la poursuite de la saga **Ubisoft**. Mardi, lors de la célébration du 30ème anniversaire d'Ubisoft, **Vivendi** a annoncé qu'il détenait à présent 24% du capital social du groupe (ainsi que plus de 21% des droits de vote).

Au Portugal, **Sonae** a publié un chiffre d'affaires au titre des neuf mois de l'exercice 2016 en hausse (+6,7% par rapport à la même période l'an dernier) grâce à des améliorations dans l'ensemble des divisions de son activité d'immobilier. **Siemens** a publié un chiffre d'affaires du quatrième trimestre en hausse de 3%, mais la principale information a été l'annonce de la cession de son activité de santé. **Dish Network** a publié un chiffre d'affaires du troisième trimestre légèrement supérieur au consensus, mais ses bénéfices ont été inférieurs aux attentes en raison de la perte d'abonnés TV face à la concurrence (services TV en streaming d'AT&T et Hulu de Time Warner). Enfin, le



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