



FLASH MARCHÉS : LA CATALOGNE DONNE LE RYTHME

LE 20 OCTOBRE 2017

Sur les marchés

La semaine a été dominée par le chassé-croisé entre Madrid et la Catalogne. Au terme des différents ultimatums, Madrid et Barcelone se dirigent vers l'affrontement. Carles Puigdemont a refusé de déclarer l'indépendance, tout en indiquant être prêt à le faire si Madrid décidait de retirer son autonomie. En réponse, Mariano Rajoy semble vouloir opter pour l'application de l'article 155. L'impact sur les actifs des débats espagnols cette semaine a été moindre, les marchés les ayant d'ores et déjà intégrés et les jugeant non systémiques pour la zone euro.

Les taux souverains européens sont restés relativement stables et les taux espagnols ne se sont tendus que de peu. Dans l'attente d'une issue, la volatilité pourrait toutefois augmenter sur les *spreads* espagnols. Les actions espagnoles, de leur côté, ont quelque peu baissé, mais en ligne avec les actions de la zone euro. Cette baisse s'explique certainement davantage par la prise de bénéfices et la publication de quelques résultats décevants, notamment dans le secteur de la consommation.

Parallèlement, aux Etats Unis, les espoirs d'un accord sur la fiscalité d'ici la fin de l'année augmentent, suite à l'accord obtenu concernant la réforme de la santé et le vote du budget au Sénat. En revanche, l'ALENA semble avoir du plomb dans l'aile. Le domaine où Donald Trump a le plus de pouvoir et affiche le plus de véhémence reste le commerce extérieur et la renégociation des accords de libre-échange. Fidèle à sa volonté d'instaurer plus de protectionnisme, les renégociations de l'ALENA sont étendues jusqu'à fin mars 2018.

Ces différents éléments n'ont pas perturbé la saison de publication des résultats qui a démarré principalement aux Etats-Unis. Globalement, pas d'accident, les grandes banques ayant même publié des chiffres au-dessus des attentes. Cependant, l'impact des ouragans se fait sentir et les attentes ont été revues à la baisse (+4,1% pour les bénéfices par action aux Etats-Unis). Elles nous semblent raisonnables. A noter que les attentes en Europe sont supérieures, avec une croissance de 8% au troisième trimestre par rapport à l'année précédente. Dans cet environnement, nous restons confiants sur les actions, notamment de la zone euro et le Japon. Nous augmentons également quelque peu nos investissements en Espagne.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Le marché des actions européennes affiche une tendance à peu près neutre sur la semaine, évoluant au

gré des publications de résultats du troisième trimestre et des procrastinations politiques entre les indépendantistes catalans et le gouvernement espagnol.



Au sein du secteur de la consommation, le contraste est saisissant entre les chiffres très solides publiés au sein du secteur du luxe (croissance +13% au troisième trimestre pour **LVMH**), des spiritueux (**Pernod Ricard**, **Rémy Cointreau**) et l'activité atone des groupes de consommation non discrétionnaire.

Ainsi, les chiffres publiés par **Unilever** et **Reckitt Benckiser** ressortent inférieurs aux attentes.

Danone dévoile des résultats qui, en dépit du rebond de la croissance organique en grande partie tirée par l'activité de nutrition spécialisée (+ 18%), ne suffisent pas à rassurer les investisseurs sur le potentiel de croissance notamment de la division produits laitiers et de la marque WhiteWave récemment acquise.

Chez **Carrefour**, la dynamique de croissance reste fragile en France (formats hypermarchés et supermarchés en baisse), se détériore en Espagne (regain d'agressivité commerciale du concurrent Mercadona) et reste en berne au Brésil (déflation alimentaire). La réaction du titre est néanmoins positive, certains investisseurs se positionnant sans doute en amont de la journée investisseurs prévue en fin d'année, pendant laquelle le nouveau PDG Alexandre Bompard détaillera son plan de redressement. Par comparaison, les chiffres de **Casino** apparaissent plus solides notamment en France (format supermarchés) au Brésil, et dans l'activité e-commerce.

Au sein du secteur des médias, la croissance organique du chiffre d'affaires de **Publicis** pour le troisième trimestre est inférieure aux attentes. La croissance rebondit en Amérique du Nord (+3% après un premier semestre à -2,4%), mais décélère en Europe (-1,5% après +3,2% au deuxième trimestre et +5,5% au premier trimestre) et reste faible en Amérique Latine et en Asie. La sanction boursière paraît sévère mais témoigne des doutes des investisseurs à la fois conjoncturels (ces chiffres inférieurs aux attentes rendent l'objectif de croissance annuelle plus ambitieux), organisationnels (impact de la nouvelle organisation sur l'activité) et structurels (émergence de nouveaux concurrents).

Enfin, on notera les avertissements de résultats du chimiste **AkzoNobel** et du fabricant de chariots élévateurs **Kion**, ainsi que les effets de change défavorables qui commencent à peser sur certains résultats (**SAP** cette semaine).

Parmi les opérations de M&A, **Airbus** annonce un partenariat avec **Bombardier** pour acquérir la majorité du capital du programme CSeries sans apport de cash, et l'offre de **Prysmian** sur **General Cable** va dans le sens de la consolidation du secteur des câbles en Europe dont profite également le titre **Nexans**.

▶ ACTIONS AMÉRICAINES

Le S&P progresse de 0,4%, entraîné par de bons chiffres macro-économiques et le début de la saison des résultats trimestriels. La production industrielle progresse de 0,3%, l'indice de confiance du Philadelphia Fed est ressorti à 28 contre des attentes à 22 et les inscriptions hebdomadaires au chômage se sont révélées inférieures aux prévisions. Par ailleurs, le Sénat a adopté une résolution budgétaire qui devrait accélérer l'examen devant le parlement de la réforme fiscale.

Adobe s'est envolé de 12% après avoir relevé ses *guidances*. L'activité est dopée par le succès de ses solutions d'intelligence artificielle. **IBM** (+10%) a publié d'excellents résultats, ses activités « *strategic imperatives* » voient leur croissance ré-accélerer à +10% (vs. +7% le trimestre précédent). **Apple** a été sanctionné après un article évoquant des baisses de commandes vers sa *supply chain*. **Alcoa** a perdu du terrain (-2,5%) après ses chiffres trimestriels, tout comme **Philip Morris** (-4%) et **United Continental** (-12%). Le feuilleton **Bombardier** continue. La prise de participation d'**Airbus** dans le programme CSeries permettra de renforcer l'offre commerciale et d'améliorer la structure de coût.

Au cours des cinq dernières séances, les secteurs de la santé et de la technologie enregistrent les plus fortes progressions tandis que les secteurs de l'énergie et de la consommation de base reculent.



▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a achevé la semaine en hausse de 1,25% et reste sur neuf séances de hausse consécutives. Quant à l'indice Nikkei 225, il a enregistré jeudi sa treizième séance d'affilée dans le vert, sa plus longue série depuis 1988, à l'époque de la bulle. Le marché japonais a progressé dans le sillage de Wall Street et a atteint un nouveau sommet historique, grâce à la dépréciation du yen face au dollar américain. Les bons résultats des entreprises japonaises ont entretenu l'optimisme des investisseurs, déjà palpable la semaine dernière. La dépréciation du yen a donné un coup de fouet aux valeurs exportatrices et les grandes capitalisations se sont bien comportées. En outre, les investisseurs ont salué les sondages qui donnent invariablement le PDL de Shinzo Abe gagnant lors des législatives du 22 octobre face à d'autres partis tels que le Parti de l'espoir de la gouverneure de Tokyo Yuriko Koike.

Les secteurs de la sidérurgie (+3,91%), de l'assurance (+3,41%) et du transport terrestre (+2,44%) ont été les plus performants au cours de la semaine. Les sidérurgistes **Sumitomo Metal Mining** (+7,49%), **JFE Holdings** (+4,9%) et **Nippon Steel & Sumitomo Metal Corp.** (+4,71%) ont rebondi après leur repli de la semaine précédente. Les compagnies d'assurance telles que **Tokio Marine Holdings** (+4,79%) et **T&D Holdings** (+4,16%) ont progressé grâce à la hausse des rendements à long terme aux États-Unis.

En revanche, les secteurs du transport maritime (-1,18%) et des services (-0,79%) ont achevé la période dans le rouge. **Unicharm**, le numéro un japonais des produits d'hygiène (-1,45%), et le géant des jeux vidéo **Nintendo** (-1,4%) ont tous deux cédé du terrain.

▶ MARCHES EMERGENTS

L'actualité dans les marchés émergents a notamment été marquée par le **19^e congrès du Parti communiste chinois** (PCC). Dans son discours d'ouverture, le président Xi Jinping a esquissé les grandes lignes de son prochain mandat.

Plutôt que la croissance du PIB, il a mis l'accent sur la qualité de la croissance, le développement équilibré, la réforme de l'offre, la lutte contre la pollution et l'innovation. Nous avons trouvé son discours encourageant.

En **Inde**, l'examen de la qualité des actifs mené par la Banque de réserve de l'Inde reste une épreuve douloureuse pour les banques indiennes : le résultat d'**Axis Bank** a fondu de 68% en raison de la hausse de ses créances douteuses (+25% en glissement trimestriel), qui représente 5,9% de son encours de prêts. Son ratio de couverture est ressorti en baisse, à 49%. On peut s'attendre à une tendance similaire pour d'autres banques indiennes alors que la banque centrale les oblige à reconnaître l'ampleur réelle de leurs créances douteuses. Les cimentiers indiens ont annoncé de bons résultats : EBITDA en hausse de 51% pour **ACC** et de 17% pour **Ultratech** (avec des synergies qui commencent à apparaître après le rachat de Jaiprakash).

Malgré les résultats meilleurs que prévu annoncés par **Wipro** (+6% en glissement annuel), la demande de services informatiques reste atone, comme en témoigne la modeste croissance du chiffre d'affaires (+5,1%).

A **Taiwan**, **TSMC** a publié de bons résultats, conformes aux attentes. Au **Brésil**, les recettes fiscales de l'État fédéral se sont avérées meilleures que prévu, en hausse de 8,7% en glissement annuel, notamment grâce au secteur automobile. Au **Mexique**, le quatrième round de renégociations de l'ALENA s'est achevé sur un bilan mitigé. Nous croyons toujours à des avancées dans les pourparlers, qui permettront de préserver cet accord de libre-échange moyennant quelques modifications. Par ailleurs, **Banorte** a fait état de solides résultats, supérieurs aux estimations du consensus, grâce à la bonne tenue de son chiffre d'affaires. Son bénéfice est ressorti en hausse de 25% et son ROE a atteint 22%. **Walmex** et **Asur** ont également présenté des résultats satisfaisants.

Nous restons optimistes à l'égard des marchés émergents.



▶ MATIERES PREMIERES

Autant les tensions géopolitiques de ces dernières semaines entre Trump et Kim Jong-un n'ont pas eu d'influence sur les prix du **pétrole**, autant celles récentes au Kurdistan irakien ont un impact certain. Le référendum sur l'indépendance du Kurdistan irakien, qui a eu lieu le 25 septembre dernier, a entraîné une forte réaction du gouvernement de Bagdad, et le déploiement de l'armée, notamment à Kirkouk. Cette ville est aussi le nom du plus important gisement pétrolier irakien, avec une production de 600.000 barils par jour. Près de la moitié de la production est arrêtée depuis le début de l'offensive irakienne. Ce pétrole est exporté par pipeline du nord de l'Irak au port de Ceyhan via la Turquie. La prise de Kirkouk, et de ses champs pétroliers, par l'armée irakienne ne signifie donc pas une reprise des exportations par un *pipeline* qu'elle ne contrôle pas.

Du côté américain, les stocks de pétrole brut continuent de baisser significativement (-15% depuis le point haut de mars 2017), en partie grâce à une hausse des exportations (le WTI américain se traite à une décote de 10%, près de six dollars le baril sur le Brent). Par ailleurs, le *Drilling Productivity Report* mensuel publié par le Département de l'Energie confirme la baisse du rythme de croissance de la production de pétrole de schiste, avec en particulier une augmentation graduelle du taux de déclin de la production existante et une moindre productivité des nouveaux puits. La normalisation du marché pétrolier se poursuit et explique le niveau plus élevé des prix (entre 56 et 58 dollars le baril pour le Brent depuis le référendum kurde).

La prudence reste pour autant de mise et les pays de l'OPEP semblent de plus en plus envisager une prolongation de l'accord de réduction des productions, actuellement prévu jusqu'à fin mars 2018.

Le **cuivre** est repassé au-dessus des 7000 dollars la tonne pour la première fois depuis septembre 2014, avant de faire l'objet de petites prises de bénéfices. Le 19ème congrès national du Parti communiste chinois n'a pas acté de changements majeurs.

Pour les matières premières, l'attention reste portée sur la réforme visant à réduire les surcapacités de production tout en renforçant les infrastructures. L'augmentation des taux d'utilisation des capacités qui en résulte est généralement positive pour les matières premières.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

L'indice Xover se resserre de deux points de base au cours de la semaine. Le marché primaire a été assez dynamique. **CMA CGM** (B1/B+), l'un des leaders mondiaux du transport maritime, a émis une obligation senior de maturité 7 ans pour 300 millions d'euros. **Europcar** (B1/B+), entreprise française de location de véhicule, a émis une obligation senior de maturité 7 ans pour 600 millions d'euros. **Salini** (BB+/BB), acteur majeur dans la construction en Italie, a émis une obligation senior de maturité 7 ans pour 500 millions d'euros à 1,75% de coupon. **Wind Tre** (BB-/B+), opérateur mobile italien, annonce qu'il émettra des obligations senior en plusieurs tranches de maturité différentes (entre 5 et 8 ans), avec des coupons fixes et flottants, en euros et dollars, pour un montant total d'environ 7,3 milliards d'euros.

Concernant **Casino** (BB+), on note une très bonne performance de la branche Cdiscount qui affiche une hausse de 18,4% en comparable. **Rémy Cointreau** (Baa3/BB+) a annoncé des résultats au titre du premier semestre 2017/18 très satisfaisants. Le chiffre d'affaires est en croissance de 6% et en données organiques les ventes s'affichent en progression de 7%. On retient une forte performance de la marque la Maison Rémy Martin dont le chiffre d'affaires enregistré une hausse de 15,4%.

Suite à l'alliance **Bombardier** (B2/B-) et **Airbus** (A2/A+), une partie de la production pourra peut-être être réalisée au sein des installations d'Airbus en Alabama, ce qui pourrait pousser les Etats-Unis à relâcher la pression sur les enquêtes antidumping.



Le constructeur espagnol **OHL** (Caa1) compte vendre l'intégralité de sa participation dans OHL Concesiones pour 2,235 milliards d'euros au fonds d'infrastructure australien IFM. Cette cession permettra à OHL de rembourser l'intégralité de sa dette brute de 1,389 milliard d'euros au 30 juin. Enfin, **T-Mobile US** et **Sprint**, contrôlés par Deutsche Telekom (Baa1/BBB+) et Softbank (Ba1/BB+) respectivement, comptent annoncer un accord de fusion qui se ferait dans un premier temps sans cession d'actifs.

CONVERTIBLES

L'activité sur le marché primaire des obligations convertibles est retombée en raison des publications de résultats. **Severstal** a dévoilé de solides résultats pour le troisième trimestre, avec des flux de trésorerie disponible en hausse de 40% en glissement trimestriel grâce à une reprise sur fonds de roulement. Le ratio de levier net est tombé à seulement 0,3.

Au Japon, **Terumo** a revu à la hausse ses objectifs pour le premier semestre : le fabricant de matériel médical table désormais sur un bénéfice avant intérêts et impôts (EBIT) de 47 milliards de yens, en hausse de 21% grâce à de bons résultats dans le domaine des cathéters. **Aroundtown** a levé 450 millions d'euros de fonds propres afin de financer sa stratégie de croissance.

Ctrip.com a dévissé de 8,5% car **Priceline** a participé à hauteur de 450 millions de dollars à un tour de table au profit d'une enseigne de e-commerce concurrente, à savoir le chinois **Meituan-Dianping**. **Air France** a annoncé le remboursement anticipé de ses obligations convertibles à échéance 2023, les conditions de ce rachat étant réunies.

Achévé de rédiger le 20/10/2017



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