



FLASH MARCHÉS : L'ESPAGNE À NOUVEAU SUR LE DEVANT DE LA SCÈNE

LE 22 DÉCEMBRE 2017

Sur les marchés

L'Espagne est à nouveau sur le devant de la scène. Au lendemain des élections, les trois partis indépendantistes conservent la majorité au parlement catalan (70 sièges). Ils restent toutefois minoritaires en nombre de voix (48% contre 52% de voix contre l'indépendance). Le parlement catalan a jusqu'au 8 février pour former un gouvernement et élire le président. La question sera de voir si les trois partis indépendantistes arriveront à s'allier. Le **Portugal**, à l'inverse, termine l'année sur une note très positive. L'agence de notation Fitch a revu à la hausse sa notation. Cette entrée, à nouveau, dans la catégorie « Investment Grade », salue l'amélioration économique du pays, une croissance supérieure à 2%, un retour à l'excédent commercial et un taux de chômage revenu à un niveau pré crise. Aux **Etats-Unis**, des avancées notables ont également été réalisées en fin d'année, avec le vote de la réforme fiscale mais aussi le vote de dernière minute pour éviter la fermeture des administrations, après que le plafond de la dette a été atteint. Ce compromis est toutefois de courte durée et devra être renouvelé le 19 janvier. Du côté de l'activité économique, cette fin d'année se caractérise par des publications et des déclarations soulignant la vigueur de l'économie et des anticipations d'inflation qui pourraient remonter.

Les marchés d'actions ont peu réagi à ces diverses nouvelles et restent à l'équilibre. Ils avaient déjà bien intégré le vote favorable de la réforme fiscale américaine. De même, si les actions espagnoles sont en baisse vendredi matin, ce recul demeure modéré et le marché affiche une croissance positive au cours de la semaine. Le secteur de l'énergie a sensiblement rebondi (près de 1,5% de hausse), suite à la publication de bons chiffres économiques, de stocks de pétrole en baisse et à la récente hausse des cours du pétrole.

Les marchés obligataires ont de leurs côtés salué les bons chiffres économiques et le vote de la réforme fiscale américaine. Le mouvement de hausse de taux s'est concentré dans un premier temps sur les taux souverains américains puis sur le Bund, renforcé par l'annonce du trésor allemand, concernant des émissions à long terme plus importantes en 2018. Les titres des pays périphériques ont surperformé, particulièrement au Portugal.

Dans cet environnement, nous favorisons toujours les entreprises de la zones euro, tout en restant plus neutres sur les risques dans leur globalité. Sur le front des obligations, nous avons maintenu nos positions vendeuses sur le Bund et longues sur le Portugal.



▶ ACTIONS EUROPEENNES

Le marché des fusions & acquisitions reste dynamique sur le marché français. Après avoir refusé l'offre non sollicitée d'Atos la semaine dernière, **Gemalto** a finalement accepté en début de semaine une proposition d'achat de la part de **Thales**. La combinaison des actifs digitaux de Gemalto et de Thales permettra la création d'un leader mondial dans le domaine en forte croissance de la sécurité digitale, et de générer des synergies de revenus et de coûts. De son côté, **Iliad** et la holding personnelle NJJ de son fondateur Xavier Niel ont pris une participation au sein du capital de l'opérateur historique irlandais **Eir**.

En fin de semaine dernière, **H&M** a annoncé un nouvel avertissement sur ses profits, suite à des ventes particulièrement faibles pour son quatrième trimestre échu à fin novembre : faible fréquentation et difficultés de gestion des stocks en sont les causes principales. Quant à **Innogy**, son récent « profit warning » a eu pour conséquence la démission avec effet immédiat de son CEO : au-delà de la simple déception sur les chiffres publiés, le modèle d'entreprise que le management a dévoilé au marché lors de l'introduction en Bourse d'octobre 2016 est profondément modifié.

Deutsche Telekom et **Tele2** ont annoncé une fusion de leurs activités néerlandaises pour former l'un des plus gros opérateurs aux Pays-Bas et réaliser 150 millions d'euros de synergies sur trois ans. Toutefois, cette opération devra être validée par le régulateur, ce qui sera une bonne indication pour d'autres marchés appelés à se consolider...

Airbus Group a relativement peu souffert des soucis consécutifs à la procédure interne anticorruption (démission du CEO d'Airbus, risque d'amende), ainsi que de la nouvelle procédure engagée par le Koweït suite au contrat des hélicoptères Caracal vendus à l'émirat.

Enfin, **Nokia** a signé avec le chinois **Huawei** un accord sur l'utilisation de ses brevets, sans que n'en soit dévoilé le montant.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Les principaux indices américains ont progressé cette semaine et restent près de leurs niveaux records : le S&P 500 affiche une hausse de 1,2% sur cinq jours, et +20% depuis le début d'année. La finalisation de la réforme fiscale a été un facteur essentiel conduisant notamment à une remontée du rendement du 10 ans américain de 2,35% à presque 2,5%. Ainsi, les secteurs perçus comme défensifs ou « bond-proxy » ont été pénalisés (*utilities* -4,5% et immobilier -2,7% sur cinq séances) tandis que les secteurs qui bénéficieront significativement de la réforme fiscale comme les **télécoms** et **financières** sont en hausse de +2% ; le complexe énergétique est tiré par la remontée des anticipations d'inflation (**énergie** +4% et **matériaux** +2%).

Du côté des publications macroéconomiques, le marché immobilier affiche toujours une bonne direction avec des mises en chantier ; les nouvelles constructions et les ventes de maisons existantes ont surpris positivement.

Peu d'annonces de la part des sociétés : nous retiendrons néanmoins dans le secteur aéronautique les discussions engagées entre **Boeing** et le brésilien **Embraer**, quelques semaines après l'annonce d'un rapprochement entre Airbus et le canadien Bombardier.

▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a achevé la semaine en hausse de 1,62% dans un marché une nouvelle fois mitigé. Le marché s'est inscrit en hausse lundi dans le sillage de Wall Street, qui a profité de l'optimisme des investisseurs quant à l'adoption de la réforme fiscale aux États-Unis. Il a atteint lors de cette séance un nouveau sommet depuis plus de 20 ans après celui atteint la semaine précédente. Toutefois, le marché a essuyé une correction mardi, les investisseurs ayant pris leurs bénéfices après la forte hausse. Il a néanmoins rebondi dès le lendemain.



Métaux non ferreux (+5,42%), produits en caoutchouc (+4,83%) et assurance (+3,83%) ont été les secteurs les plus performants au cours de la semaine. **Sumitomo Metal Mining** (+8,38%) et **Hitachi** (+7,87%) ont signé une belle performance. En revanche, les secteurs du transport terrestre (-1,77%), de la construction (-1,34%) et de l'immobilier (-0,83%) ont été relativement faibles. Le constructeur automobile **Subaru** a cédé 4,47% après avoir annoncé qu'il tablait sur une baisse d'environ 30% en glissement annuel de ses commandes au niveau national en décembre 2017, imputable à la campagne de rappel en raison d'inspections effectuées par du personnel non certifié. Les entreprises du secteur de la construction ont également fini dans le rouge en raison de révélations sur des pratiques de manipulation d'appels d'offres.

L'année 2017 a été fructueuse pour le marché actions japonais. Les secteurs manufacturiers tels que les appareils électriques et les machines se sont bien comportés et ont largement contribué à la hausse du marché et leurs perspectives de croissance restent prometteuses en 2018. En général, les petites et moyennes capitalisations ont largement surperformé les grandes capitalisations.

▶ MARCHES EMERGENTS

L'événement marquant de la semaine est intervenu en **Afrique du Sud**, où Cyril Ramaphosa a été élu à la présidence du Congrès national africain (African National Congress, ANC). Les principaux facteurs à surveiller sont les potentielles fluctuations du moral des chefs d'entreprises, les possibles désignations à la tête de ministères clés (Trésor public, énergie, etc.), les 40 milliards de rands que le gouvernement doit trouver pour boucler son budget 2018 (25 milliards d'économies et 15 milliards de hausse d'impôts) ou encore des changements de dirigeants dans les grandes entreprises publiques. Le seul avantage concret de l'élection du nouveau président de l'ANC réside dans le report de la dégradation de la note souveraine de l'Afrique du Sud par l'agence Moody's. Le rand s'est apprécié de 3,6% face au dollar américain au cours de la semaine.

En **Inde**, de nombreuses entreprises ont levé des capitaux : **HDFC Bank** a approuvé une augmentation de capital de 240 milliards de roupies (3,8 milliards de dollars). Sa société-mère HDFC pourrait souscrire de nouvelles actions à hauteur de 85 milliards de roupies maximum. Dans le même temps, HDFC est en train de lever 130 milliards de roupies par émission de nouvelles actions ou d'obligations convertibles. De son côté, **Tata Steel** a annoncé l'émission de deux milliards de nouvelles actions (soit une dilution de 19%) pour financer l'accroissement de ses capacités de production (5 millions de tonnes supplémentaires). Le signal envoyé est mitigé : même les participations croisées entre HDFC et HDFC Bank n'ont pas été perçues comme une bonne nouvelle d'un point de vue fondamental.

On peut également voir deux signaux encourageants dans ces levées de fonds : 1) Les dirigeants de la banque la mieux gérée du pays, HDFC Bank, se préparent à une reprise économique qui pourrait intervenir plus tôt que prévu. 2) Si un groupe lourdement endetté comme Tata Steel parvient à lever des fonds propres pour financer ses *capex*, le rebond de l'investissement pourrait être plus précoce que prévu, stimulant ainsi l'économie indienne.

L'adoption du projet de réforme fiscale aux États-Unis a suscité des craintes quant à son impact sur la compétitivité fiscale du **Mexique**. Le ministre des Finances du Mexique a déclaré que le gouvernement prendrait des mesures pour y faire face.

Après une bonne année 2017 pour les marchés émergents, nous envisageons l'année 2018 avec optimisme, même s'il faut s'attendre à un regain de volatilité. La **Chine** continue de gravir les échelons de la chaîne de valeur. L'économie indienne pourrait rebondir plus vite que prévu si les levées de fonds se poursuivent, avec à la clé un désendettement plus rapide du secteur privé. Les pays du sud-est de l'Asie pourraient profiter de la bonne tenue du commerce international. Le **Brésil** et l'**Argentine** poursuivent leurs réformes structurelles. Nous devons probablement faire preuve d'opportunisme lorsque des accès de volatilité engendreront des corrections passagères.



▶ MATIERES PREMIERES

Les travaux de réparation du *pipeline* de Forties devraient être terminés au cours des prochains jours, ce qui permettra un redémarrage début janvier, soit un peu moins d'un mois après l'interruption du 11 décembre. Le retour des 450.000 barils par jour qui y transitent habituellement ne devrait cependant pas être un facteur de baisse significatif sur le **prix du Brent**, l'interruption ayant permis de davantage assainir le marché. Ce rééquilibrage des inventaires pourrait entraîner une année 2018 moins volatile au niveau des prix. Ceux-ci devraient évoluer entre 55 et 60 dollars le baril (Brent), voire 65 dollars le baril si la demande reste soutenue. L'élément important sera lié à la gestion de la fin des coupes de production par l'OPEP et ses alliés non-OPEP. Les membres en sont conscients et ont d'ores et déjà commencé à travailler sur le sujet.

Si 2017 a marqué le retour des matières premières, et notamment des métaux avec des prix en hausse de 25% en moyenne, l'année 2018 n'en reste pas moins prometteuse. Une croissance économique mondiale synchronisée est l'élément le plus important au niveau de la demande de métaux. La poursuite de la discipline d'investissement par les grandes sociétés ne devrait pas être mise à mal, contribuant à contraindre l'offre. L'année à venir sera particulièrement importante pour les métaux impliqués dans la chaîne liée aux véhicules électriques (lithium, cobalt et dans une moindre mesure cuivre, graphite et nickel).

La capacité de résistance de l'**or** n'est bientôt plus à démontrer. L'once a ainsi bien résisté à la récente hausse de taux et n'a pas été impactée par le passage de la réforme fiscale aux Etats-Unis. En 2018, la poursuite du resserrement par la Réserve fédérale crée un environnement potentiellement négatif, mais le futur rythme de hausse de taux, annoncé à trois, est suffisamment visible pour être déjà valorisé. Si l'or continuera à être impacté par les événements géopolitiques, l'élément le plus incertain et le plus impactant concernera l'inflation. Sans davantage d'inflation, l'once devrait évoluer entre 1200 et 1300\$/oz, alors qu'un retour plus marqué serait très positif et propulserait le métal jaune vers les 1400\$/oz.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché du High Yield était calme cette semaine, avec un indice Crossover oscillant autour des 230 points de base et une performance légèrement positive. La classe d'actifs a vu 440 millions d'euros de sorties sur la semaine soit 0,8% de l'actif total. La performance de l'Investment Grade était négative de 0,5% sur la semaine, principalement impactée par un léger regain de volatilité sur les taux.

Le marché primaire était fermé cette semaine avant les fêtes et après une première quinzaine de décembre particulièrement active. Coté actualité d'entreprises, **ZF** a été upgradé à Baa3 chez Moody's, tandis que **Fiat** a gagné un « notch » à BB chez S&P.

Coté M&A, le *packager* **Crown Holdings** a annoncé l'acquisition de **Signode** pour 3,9 milliards de dollars, financée en cash, tandis que **Liberty Global** a annoncé la vente de son actif câblo-opérateur autrichien à **Deutsche Telekom** pour deux milliards d'euros, soit un multiple de 11x ses profits opérationnels.

CONVERTIBLES

Le conseil d'administration de **Steinhoff** a nommé son ancien directeur de l'exploitation Daniel Maree van der Merwe au poste de directeur général par intérim. L'actuel directeur général de **Conforama** Alexandre Nodale est quant à lui nommé directeur général adjoint du groupe sud-africain. Après une réunion avec ses banques créancières le 19 décembre, Steinhoff a indiqué avoir obtenu le renouvellement de lignes de crédit pour un montant total de 690 millions d'euros. Toutefois, de plus en plus de banques ont annulé leurs facilités de crédit. Le groupe a fait le point sur la structure de sa dette mais doit encore donner des précisions sur la situation de sa trésorerie. Il a également indiqué ne pas être en mesure à ce stade d'évaluer l'ampleur des irrégularités comptables, ni de donner une date pour la publication de ses résultats.



Dans ce contexte, ses obligations convertibles à échéance 2022 cotaient entre 47 et 49% en cette fin de semaine, contre des fourchettes de 40,75 à 42,25% pour son émission convertible 2023 et de 56,5 à 59,5% pour son émission convertible 2021. Le cours de Bourse de Steinhoff a encore chuté de 42% cette semaine.

Sur le front des fusions-acquisitions, le géant allemand de l'immobilier résidentiel **Vonovia** a annoncé le rachat de son concurrent autrichien **Buwog** pour 5,2 milliards d'euros. Sur le front des résultats d'entreprises aux États-Unis, **Micron** a publié une nouvelle fois de solides résultats trimestriels, avec un chiffre d'affaires en hausse de 11% sur un an au premier trimestre 2018, à 6,8 milliards de dollars, un montant supérieur à ses propres prévisions et estimations, grâce à la bonne tenue des ventes sur les marchés des mémoires serveur DRAM et des smartphones.

Achévé de rédiger le 22/12/2017



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