



FLASH MARCHÉS : REGAIN D'INTÉRÊT POUR LE JAPON

LE 29 SEPTEMBRE 2017

Sur les marchés

Cette fin du mois de septembre n'a pas connu de hausse de la volatilité malgré les résultats de l'élection en Allemagne en demi-teinte, une dissolution de la chambre basse au Japon, les discours de Janet Yellen et de Mario Draghi, des tensions géopolitiques qui perdurent et la présentation de la réforme fiscale aux Etats-Unis. Seuls les marchés émergents ont souffert au cours de la semaine de la hausse du dollar et des taux américains.

Les élections en Allemagne, qui ont débouché sur une victoire moins franche qu'attendu d'Angela Merkel, entraînant des négociations potentiellement longues pour former le gouvernement de coalition, ont suscité une réaction de défiance. Elle s'est traduite principalement par une baisse de l'euro, ce qui a soutenu les actions européennes. Ce mouvement a été amplifié par le discours de Janet Yellen qui a mis l'accent sur la bonne tenue de l'économie américaine et sur la poursuite de la remontée graduelle des taux de la Réserve fédérale. Les taux américains se sont tendus avec une anticipation renforcée d'une prochaine hausse des taux au mois de décembre.

Par ailleurs, la réforme fiscale présentée par Donald Trump a été accueillie avec de la prudence par les marchés, compte tenu du manque de détails sur le financement des baisses d'impôts annoncées et des négociations probables avant l'adoption du texte. Au Japon, en revanche, l'annonce d'élections anticipées par le Premier ministre Shinzo Abe fin octobre et d'un nouveau plan de relance a favorisé les actions. Pour cette raison et parce que les entreprises japonaises sont peu chères, par comparaison aux autres zones, dans un environnement économique en amélioration avec une politique monétaire toujours accommodante, nous avons décidé d'augmenter le poids de nos investissements actions sur ce pays. Nous restons aussi confiants sur les actions de la zone euro. Concernant les investissements obligataires, nous conservons une position prudente sur les emprunts d'Etat tant américains que de la zone euro.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les indices actions européens ont poursuivi leur progression à petits pas, mais indiscutablement aidés par les propos de Janet Yellen, réitérant son intention de poursuivre le processus de remontée des taux, dont la prochaine étape n'attendra pas l'année prochaine. La visibilité sur l'horizon politique outre-Rhin s'est réduite. La victoire d'Angela Merkel aux élections avec moins de 33% des suffrages, conjuguée au score très

faible du SPD, son partenaire de la dernière mandature, qui a décidé de sortir de la grande coalition pour passer dans l'opposition, risque en effet de déboucher sur plusieurs mois de tractations.

L'objectif est de trouver un compromis acceptable entre les trois partis restants, à même de former une majorité gouvernementale.



Côté entreprises, l'actualité a été dominée par l'annonce du français **Alstom** et de l'allemand **Siemens** concernant leur projet de création d'un « Airbus du ferroviaire ». Siemens apportera à Alstom ses activités de fabrication de matériel roulant et de signalisation, et détiendra la moitié du capital de l'entité combinée, dont le chiffre d'affaires devrait s'élever à plus de 15 milliards d'euros et le résultat d'exploitation à 1,2 milliard d'euros. Des synergies annuelles de 470 millions d'euros sont attendues au plus tard quatre ans après la réalisation de l'opération. Ce premier mouvement de consolidation européen dans le ferroviaire, qui doit désormais obtenir le feu vert de Bruxelles, permettra de faire face au géant chinois CRRC né en 2014 de la fusion de deux conglomérats contrôlés par l'Etat chinois, et dont le chiffre d'affaires pèse à lui seul près de 29 milliards d'euros.

Autre opération significative : le rachat par le groupe **ABB de GE Industrial Solutions** pour 2,6 milliards de dollars, soit 1x CA et 16x EBITA. Elle permet au groupe de se renforcer dans le domaine de l'électrification (n°2 mondial). Quelques jours après l'annonce de sa transaction avec Tata Steel, **ThyssenKrupp** n'a finalement pas perdu de temps et a lancé hier une augmentation de capital de 10%. Cette transaction va rapporter 1,4 milliard d'euros qui seront utilisés pour soutenir sa croissance organique dans les activités industrielles (hors acier) ainsi que pour financer la restructuration de Steel Europe.

A l'occasion d'une journée investisseurs organisée cette semaine, le management du pétrolier **Total** a tenu des propos rassurants à la fois sur le profil de croissance du groupe (la production augmentera de +5% par an en moyenne d'ici à 2022, alors qu'elle n'aurait progressé que de +4% sans l'intégration des actifs du danois Maersk), le contrôle des coûts opérationnels (les coûts d'exploitation hors développement ont presque été divisés par deux) et le dividende (la génération de trésorerie permettra d'assurer le paiement du dividende intégralement en numéraire à partir de 2019 si le prix du baril se maintient autour de 50 dollars).

▶ ACTIONS AMERICAINES

Les marchés américains affichent une légère progression au cours des cinq derniers jours - le S&P500 à +0,4% et le Nasdaq à +0,5% en dollars, à la faveur d'une remontée du rendement des bons du Trésor américains (2,3% contre 2,2% en début de semaine) et du rebond du baril. Ainsi, les plus fortes hausses figurent parmi les **secteurs de l'énergie et des financières** tandis que les secteurs plus défensifs sont en recul (*utilities* à -1%, immobilier à -0,6%).

Les publications macroéconomiques continuent de souligner la bonne tenue de l'économie américaine : l'indice de confiance des consommateurs reste sur ses plus hauts et les commandes de biens durables ressortent au-dessus des attentes ; on retiendra pourtant une faiblesse du côté de l'immobilier avec des ventes de maisons inférieures aux attentes.

Au lendemain du message pro-croissance de Janet Yellen, **Donald Trump** a livré son projet de réforme fiscale qualifiée d'historique, visant à accroître la compétitivité des entreprises américaines et à créer des emplois. Il prévoit de ramener le taux d'imposition des sociétés de 35% à 20%, de réduire le nombre de tranches d'imposition sur les revenus (de sept à trois) et de passer le taux d'impôt des ménages les plus aisés de 39,6% à 35%. Les investisseurs continuent de s'interroger sur sa capacité à convaincre les Républicains sur le financement des baisses d'impôts. Gary Cohn, le conseiller économique de la Maison Blanche, a tenté de rassurer en disant que le surplus de croissance économique permettrait de financer les baisses d'impôts prévues.

▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a achevé la semaine en hausse de 0,7%. Après deux séances apathiques, le TOPIX a rebondi pour atteindre son plus haut annuel mercredi dans le sillage de la hausse de Wall Street. Ce mouvement fait suite à la publication par la Maison Blanche du plan tant attendu de réduction du taux de l'impôt sur les sociétés, qui a abouti à une appréciation du dollar face au yen.



La dépréciation du yen a donné un coup de fouet aux valeurs exportatrices. Les valeurs financières ont également progressé en raison de la forte hausse des rendements obligataires à long terme aux États-Unis. Toutefois, les participants au marché ne sont pas parvenus à accroître encore leurs achats en raison de l'issue incertaine des élections législatives du 22 octobre : en effet, la gouverneure de Tokyo Yuriko Koike, qui jouit d'une belle cote de popularité, a lancé un nouveau mouvement national appelé « Parti de l'espoir », qui aimante les membres des partis d'opposition qui souhaitent se présenter.

Les secteurs Textile et Habillement (+3,1%), Mines (+2,8%) et Verrerie et Céramique (+2,4%) ont été les plus performants au cours de la semaine. **Dai-ichi Life** s'est adjugé 4,9% dans le sillage de la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis pour la deuxième semaine d'affilée. Le groupe pétrolier **Inpex** a également eu le vent en poupe cette semaine grâce à la hausse des cours du pétrole.

En revanche, les secteurs Electricité et Gaz (-2,6%) et Transport maritime (-1,2%) ont fini dans le rouge. La baisse a été particulièrement marquée pour les opérateurs d'électricité tels que **Kansai Electric Power Company** (-5,4%) et **Chubu Electric Power Company** (-2,7%).

▶ MARCHES EMERGENTS

Les devises émergentes ont enregistré une légère consolidation cette semaine en raison de la présentation du projet de réforme fiscale aux États-Unis, qui prévoit des baisses d'impôts pour les entreprises et les ménages. Les fluctuations les plus marquantes ont concerné le peso mexicain et le rand sud-africain, qui se sont dépréciés de 2,4% et 2% respectivement.

En **Chine**, nous avons observé une certaine volatilité dans le secteur immobilier, le gouvernement ayant annoncé en début de semaine des mesures de resserrement dans un certain nombre de villes.

Dans l'actualité des entreprises, **Alibaba** a porté sa participation au capital du logisticien **Cainiao** de 47 à 51%. Alibaba Culture & Entertainment a annoncé la création formelle d'une division jeux vidéo et racheté Enjoy Information Technology.

En Asie, les sous-traitants d'**Apple** ont connu une semaine difficile en raison des informations faisant état d'une demande moins forte que prévu pour l'iPhone 8/8+. Ils ont néanmoins rebondi grâce aux réservations pour l'iPhone X, qui semblent plus nombreuses que prévu, selon les médias locaux. Cela n'est guère surprenant car ce dernier modèle comporte davantage d'innovations. Nous disposerons d'informations plus précises sur les réservations d'iPhone X à la fin du mois d'octobre.

Au **Brésil**, la Chambre des députés se prononcera en octobre sur l'enquête pour corruption qui vise le président Michel Temer. Par conséquent, l'examen de la réforme des retraites est reporté au mois de novembre (avec un peu de chance). Néanmoins, le ministère de l'Économie semble déterminé à poursuivre le désendettement et a annoncé aujourd'hui que la Banque nationale de développement économique et social (BNDES) effectuerait un versement anticipé de 180 milliards de réaux brésiliens au Trésor (avec à la clé une possible réduction de la dette de 2,6%). Il a également annoncé la privatisation de l'aéroport de São Paulo - Congonhas. **Lojas Renner** a indiqué tabler sur une croissance légèrement supérieure à 10% de son chiffre d'affaires à périmètre constant, un chiffre supérieur aux attentes du marché qui s'explique par un effet de base favorable et par le rebond de la consommation.

Au **Mexique**, le deuxième round de renégociation de l'Alena n'a débouché sur aucune avancée significative. La banque centrale du Mexique a laissé son taux d'intérêt inchangé à 7%. L'introduction en Bourse de **Sigma** a été annulée. En **Argentine**, le marché a poursuivi son ascension, porté par la perspective d'une baisse des impôts sur les ménages, évoquée par le président Macri et par la bonne tenue des chiffres de la production industrielle et du PIB en août (en hausse de 5%).



▶ MATIERES PREMIERES

Les prix du **pétrole** ont continué sur leur lancée, enregistrant une 5^{ème} semaine successive de hausse (Brent). Les tensions grandissantes au Proche-Orient (référendum du Kurdistan irakien) et les conclusions de la réunion OPEP/non-OPEP sont les principaux moteurs de cette hausse. A 57 dollars le baril, le Brent a dépassé les niveaux de 55-56 dollars du début d'année et a même touché le niveau de 59 dollars en début de semaine, soit un plus haut depuis juillet 2015. Le WTI accuse toujours un retard à 51,5-52 dollars à comparer avec les niveaux de 53-54 dollars en janvier-février dernier.

La bonne dynamique est justifiée par un changement de sentiment la semaine dernière suite à une amélioration bien visible des fondamentaux : **1/** l'activité aux Etats-Unis (rig count) entre dans sa 6^{ème} semaine de baisse consécutive **2/** bien que la lecture soit toujours perturbée par les ouragans qui ont touché le Golfe du Mexique et la Floride, les stocks totaux (bruts et produits) aux Etats-Unis continuent de baisser (la production américaine s'est également normalisée) **3/** ce sont surtout les tensions au Kurdistan irakien qui ont soutenu les prix du Brent. En effet, ce dernier a organisé un référendum d'autodétermination, et ce malgré l'opposition de Bagdad et des autres pays limitrophes (Turquie et Iran). Le « oui » l'a emporté mais le Kurdistan apparaît fortement isolé. L'Irak a appelé à un boycott du pétrole kurde et Erdogan a menacé de stopper les exportations via la Turquie, plaque tournante des exportations vers l'Europe. Quelques 550-600.000 barils par jour produits par le Kurdistan irakien sont exportés via un oléoduc débouchant dans le port turc de Ceyhan sur la Méditerranée, dans le sud de la Turquie. Cette menace est perçue comme extrêmement sérieuse par le marché **4/** bien que sans surprise majeure, la réunion OPEC/non-OPEC qui s'est tenue le weekend dernier était plutôt constructive. Le cartel reste optimiste vis-à-vis d'un rééquilibrage du marché et a réitéré « que toutes les options restent ouvertes » pour assurer ce rééquilibrage offre-demande, et ce « au bénéfice de tous ». La Russie a précisé que la décision quant à une extension des réductions de production au-delà de mars 2018 sera prise en janvier prochain.

Les Emirats Arabe Unis, jusqu'alors mauvais élève en termes de respect des quotas, ont annoncé être 100% en conformité avec l'accord de novembre dernier. La prochaine réunion se tiendra en novembre prochain à Vienne.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Les incertitudes entourant la Corée du Nord et la réélection mitigée d'Angela Merkel (marquée par une poussée de l'extrême droite) ont entraîné un léger écartement des *spreads* en début de semaine. Ceux-ci sont cependant restés assez stables par la suite, malgré l'augmentation des taux souverains et la pentification des courbes qui ont suivi les détails du projet fiscal américain ainsi que le discours *hawkish* de la Fed.

Il y a eu cette semaine quelques publications de résultats. **But** (B2/B) a publié des résultats au titre du quatrième trimestre 2017 en ligne avec le consensus. On note un chiffre d'affaires (+5,3%) et un EBITDA en hausse ainsi que des économies de coûts liées à des négociations avec les fournisseurs. **Mediaset** a publié des résultats au titre du premier semestre 2017 assez satisfaisants avec un chiffre d'affaires presque stable par rapport au premier semestre 2016, une réduction des coûts opérationnels de 4,7% et un bénéfice net positif de 75 millions d'euros contre une perte de 28 millions d'euros l'année dernière. L'endettement net a cependant augmenté de 7% par rapport au 31 décembre 2016. **Neopost** (BB+) a annoncé des résultats du premier semestre 2017/2018 en ligne avec les attentes tout en confirmant ses objectifs de moyen terme. Le chiffre d'affaires (+0,4%) et l'EBITDA sont en légère augmentation. De plus, on constate une diminution de la dette nette. **Hema** (B3/B-) a publié, sans grande surprise, de bons résultats au titre du deuxième trimestre 2017, poursuivant son redressement. Le chiffre d'affaires est ressorti en croissance de 3,3%. Par ailleurs, le groupe a confirmé que son actionnaire Lion Capital étudie une possible cession de sa participation.



Il y a eu quelques émissions primaires cette semaine. **Brambles** (Baa1/BBB+), opérant dans le secteur du transport, a émis une obligation Senior, de maturité 10 ans en euros. Sur le segment des financières, **Banco Santander** et **ABN Amro** ont tous deux émis des AT1, non call 6 et 10 ans, en euros avec des coupons de 5,25% et 4,75%.

Par ailleurs, le conseil de surveillance d'**Air Berlin** a communiqué sur l'avancement des négociations quant à la vente des actifs du groupe. Celles-ci se déroulent avec **Lufthansa** (Baa3/BBB) ainsi qu'**EasyJet** (Baa1/BBB+) et devraient se poursuivre jusqu'au 12 octobre 2017.

Enfin, les Etats-Unis veulent imposer à **Bombardier** (B2/B-) des droits *anti-dumping* de 220% sur ses avions CSeries, suite à une plainte de Boeing qui avait dénoncé l'achat par Delta Air Lines de 75 avions CSeries à des prix inférieurs aux coûts de fabrication. Cette décision n'est cependant que préliminaire (confirmation d'ici décembre). Le groupe Bombardier s'est déclaré « totalement en désaccord » et estime que Boeing n'étant pas en lice dans l'appel d'offres de Delta, aucun préjudice n'a été subi.

CONVERTIBLES

Le marché primaire a été très actif cette semaine avec six nouvelles émissions. En Europe, **AMS**, une société autrichienne qui fournit des composants de capteurs 3D à Apple, a émis pour 350 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 0,875%, qui serviront à financer l'accroissement de ses capacités de fabrication. **Vallourec**, fabricant français de tubes sans soudure destinés à l'industrie de l'énergie, a placé pour 250 millions d'euros d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 4,125% à des fins de refinancement.

On dénombre également deux émissions dans le secteur immobilier : **Deutsche Wohnen** a émis pour 800 millions d'euros d'obligations convertibles à 8,25 ans assorties d'un coupon de 0,6%. En parallèle, il a racheté ses obligations convertibles à échéance 2021 ;

le promoteur immobilier autrichien **CA Immobilien** a émis pour 200 millions d'euros d'obligations convertibles à 8 ans assorties d'un coupon de 0,75% afin d'optimiser sa structure financière.

Aux États-Unis, **Air Transport Services Group**, une société de leasing d'avions commerciaux, a émis pour 225 millions de dollars d'obligations convertibles à 7 ans assorties d'un coupon de 1,125% à des fins de refinancement. Une deuxième entreprise a fait appel au marché : **InterActiveCorp**, la maison-mère de la célèbre application de rencontres Tinder, a émis pour 450 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 0,875%, afin de rembourser son émission obligataire classique qui arrive à échéance en 2018.

Sur le front des publications de résultats, **Micron** a connu un très bon trimestre ponctué par des résultats supérieurs aux estimations grâce à la poursuite de la hausse des prix de vente des mémoires DRAM/NAND, qui a fait grimper son chiffre d'affaires de 14% en glissement trimestriel. Le titre a réagi favorablement (+8%). **Rocket Internet** a vendu à Naspers sa participation de 13% au capital de Delivery Hero et annoncé le rachat de ses obligations convertibles en circulation pour un montant de 100 millions d'euros. **Bayer** a vendu une nouvelle tranche de sa participation au capital de Covestro (6,9%), cédant ainsi le contrôle de sa filiale.

Sur une note moins réjouissante, des foncières cotées chinoises se sont retrouvées sous pression après qu'un certain nombre de villes de Chine continentale ont durci contre toute attente les règles sur les ventes de logements anciens. Au Japon, les opérateurs d'électricité ont vu leurs cours de Bourse dévisser après les déclarations de Yuriko Koike, la gouverneure de Tokyo qui vient de créer un nouveau mouvement politique, le « Parti de l'Espoir », qui souhaite que le Japon renonce à l'énergie nucléaire d'ici 2030.

Achévé de rédiger le 29/09/2017



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