



FLASH MARCHÉS : ENTRE SOULAGEMENT ET INQUIÉTUDE

LE 6 AVRIL 2018

Sur les marchés

Les marchés financiers sont chahutés au gré du jeu d'échec entre les Etats Unis et la Chine. En début de semaine, la Chine, en réponse aux mesures américaines de la semaine dernière, a annoncé une hausse de 25% des barrières douanières sur 50 milliards de dollars d'exportations américaines, soit le même montant que celui annoncé par les Etats-Unis. Mais avec une particularité ; les exportations ciblées sont plus particulièrement produites par les électeurs de Donald Trump. Le bras de fer entre les deux pays s'intensifie et les marchés financiers, en réaction, ont continué leur mouvement d'aversion au risque. En milieu de semaine, plusieurs officiels américains ont toutefois ouvert la porte à une issue favorable dans ces négociations commerciales. Dans la lignée, les marchés d'actions avaient salué cette bonne nouvelle, reprenant même près de 3% en zone euro.

Le soulagement laisse à nouveau place à une nouvelle inquiétude, Donald Trump allant à nouveau à l'encontre d'un apaisement et demandant d'étudier la possibilité d'une nouvelle taxe, cette fois-ci sur 100 milliards de dollars de produits chinois importés. La partie de ping-pong n'est pas terminée et la volatilité sur les marchés va se poursuivre au gré des aléas de la politique commerciale, et ceci malgré des fondamentaux encore favorables aux actions.

Les indices ISM du mois de mars ont été publiés et témoignent toujours de la vigueur de l'économie. Par ailleurs, les valorisations des marchés d'actions sont revenues à des niveaux plus neutres avec des croissances de résultats attendues en hausse de près de 10%. Il nous semble que l'essentiel des révisions à la baisse a eu lieu et que les attentes des analystes sont réalisables. De même, le mouvement de fusions/acquisitions se poursuit avec une nouvelle accélération au premier trimestre.

Dans cet environnement, en raison du bras de fer entre les Etats-Unis et la Chine, les marchés n'intègrent plus selon nous ces fondamentaux porteurs. Nous demeurons surpondérés sur les actions, plus particulièrement sur les actions européennes. En revanche, la baisse des taux souverains en Europe, suite à l'augmentation de l'aversion au risque, nous incite à augmenter nos positions vendeuses sur le *Bund*, son niveau nous semblant désormais significativement trop bas.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les marchés actions européens ont évolué au gré des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis.

Les valeurs technologiques et industrielles sont ainsi restées sous pression, et le Dax, reflet d'une économie très exportatrice, a souffert des menaces américaines contre la Chine ou le Mexique.



En outre, les ventes de détail allemandes se sont avérées décevantes et les PMI manufacturiers en zone euro en recul n'ont rien arrangé. Les valeurs qualifiées de défensives ont plutôt bien résisté. Le luxe a profité de la perspective de publications des chiffres à venir.

Les publications au titre du premier trimestre devraient être un peu en retrait par rapport au message nettement positif du quatrième trimestre (effets jours ouvrés sur la croissance organique, effet change au pic). La hiérarchie sectorielle s'est ainsi très nettement aplatie ces dernières semaines (banques et tech rentrent dans le rang, faible dispersion des performances depuis le début de l'année) et permet de rester constructif d'autant plus que le socle macroéconomique ne s'est pas effondré.

La semaine a par ailleurs été animée concernant les transformations d'entreprises. **Fiat** a fortement grimpé après l'annonce du *spin-off* de son activité **Magneti Marelli** fin 2019. **FCA** profite par ailleurs de ses excellents chiffres de ventes aux Etats-Unis en mars. **Ingenico** a bondi à la suite de rumeurs d'intérêt potentiel de la part de plusieurs sociétés du secteur (**Atos**, qui trouverait ainsi un substitut à **Gemalto**, ou encore **Wirecard**). **Telecom Italia** a bénéficié d'une rumeur selon laquelle la **Cassa Depositi** pourrait monter au capital jusqu'à 5% avant l'AG du 24 avril et l'AG extraordinaire du 4 mai qui doit statuer sur la recomposition du conseil d'administration. Elle dit vouloir soutenir les infrastructures nationales et se définit comme un investisseur de long terme, se posant ainsi en arbitre entre **Vivendi** et le fonds activiste **Elliott**.

Mediaset a profité de l'annonce d'un accord de distribution croisé avec **Sky** en Italie. Les rumeurs de rachat d'**EuropaCorp** par **Netflix**, qui a dit être en négociations avec plusieurs parties, ont également fait monter le titre. **Accor** a annoncé l'acquisition de 50% du groupe sud-africain **Manti**. **Continental** et **Osram Licht** vont créer une joint-venture (50/50) dans le domaine des solutions d'éclairage pour l'automobile. Enfin, **Lagardère** devrait céder l'essentiel de son pôle medias.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Semaine de progression pour les marchés : le S&P s'adjuge 0,8% et le Nasdaq affiche quant à lui un gain de 0,2%. Une nouvelle fois, ce sont les postures autour des barrières douanières voulues par les Etats-Unis et la Chine qui ont rythmé le marché. L'ISM manufacturier est ressorti à 59,3 (contre des attentes à 59,6). La composante « commandes nouvelles » reste en territoire positif mais décélère à 61,9 contre 64,2 pour le mois précédent. L'ISM non-manufacturier envoie un message assez similaire, à 58,8 pour le mois de mars, contre 59,5 pour le mois précédent. Les commandes de biens durables sont ressorties en progression de 3%.

C'est la rapidité et l'ampleur des échanges autour des tarifs douaniers qui ont surpris le marché et alimenté un recul (momentané) du S&P de près de 3%.

Le Président de la Fed d'Atlanta, Raphael Bostic, a envoyé un nouveau message accommodant. Il a déclaré qu'il était « très confortable avec l'idée que l'inflation dépasse les 2% », que « l'objectif des 2% est une moyenne, pas un plafond » et enfin que ce serait un mauvais signal si la Fed « déclençait des mesures fortes dès que le chiffre des 2% est atteint ». Ces commentaires font échos à ceux de Dudley, Kaplan et Evans ces derniers jours, renforçant l'idée de trois hausses de taux maximum pour 2018.

Les secteurs de l'**énergie** et des **matières premières** affichent les plus fortes progressions (1,7% cette semaine), tandis que les **secteurs défensifs** et **technologiques** sont à la traîne.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Le marché actions japonais a achevé la semaine en légère hausse (+0,48% pour l'indice TOPIX) mais les investisseurs semblent encore prudents quant à l'issue du différend commercial entre les États-Unis et la Chine. Compte tenu de la volatilité des marchés actions aux États-Unis, de nombreux investisseurs feront preuve d'attentisme pour le moment.



D'un point de vue sectoriel, les secteurs liés à la demande intérieure ont progressé dans l'ensemble. Pêche & agriculture (+2,73%), transport terrestre (+2,59%), commerce de détail (+2,51%) et alimentation (+2,47%) ont surperformé le TOPIX. **Fast Retailing** s'est adjugé 7,54% grâce à la belle progression de ses ventes à périmètre constant et le groupe de grande distribution **Aeon** a vu son cours grimper de 4,5%. Le fabricant de cosmétiques **Shiseido** a poursuivi sur sa belle lancée (+5,37%), atteignant ainsi un sommet historique dans la perspective d'une forte demande pour ses produits de qualité, aussi bien au Japon que dans les autres marchés asiatiques. **Kansai Electric** a bondi de 7,61% après qu'un courtier a relevé sa recommandation en réaction à la probabilité accrue d'un redémarrage de ses centrales nucléaires.

Sur une note moins réjouissante, les secteurs sensibles au commerce international, à l'instar des produits du pétrole et du charbon (-2,36%), du transport maritime (-2,22%) et des métaux non ferreux (-2,22%), ont fini dans le rouge.

Sumitomo Metal Mining a cédé 2,7% et les compagnies pétrolières telles que **JXTG Holdings** et **INPEX Corporation** ont vu leur cours baisser de 1,01% et 1,22% respectivement. Les titres qui restaient sur une belle performance lors de l'exercice précédent ont également souffert : **Keyence**, **Softbank** et **SMC** ont chuté de plus de 4% sur l'ensemble de la semaine.

▶ MARCHES EMERGENTS

Samsung Electronics a publié des résultats préliminaires meilleurs qu'anticipé : +57,6% de croissance du résultat opérationnel grâce à des marges plus favorables que prévu. L'amélioration des marges a été probablement soutenue par une rentabilité meilleure qu'anticipé sur le Galaxy S9 et un bon maintien des prix sur les mémoires. L'arrivée de l'activiste **Elliott** dans le groupe **Hyundai Motor** laisse présager que la gouvernance d'entreprise des Chaebol, grands groupes industriels, devrait continuer à s'améliorer à terme en Corée.

La *Reserve Bank of India* a laissé son taux directeur inchangé à 6%, en révisant à la baisse ses projections d'inflation à 4,5% pour l'année fiscale 2019. Les sociétés indiennes étaient d'une humeur conquérante cette semaine : **Motherson Sumi** a fait l'acquisition de **Reydel** valorisant la société à seulement 2x son EV/EBITDA 2017. **HCL Tech** s'est emparé de **C3I Solutions**, renforçant leur activité en Business Process Outsourcing (BPO).

En **Chine**, l'indice des directeurs d'achats (PMI) manufacturier en mars a rebondi à 51,5 grâce à la reprise de la production après le Nouvel An chinois et une amélioration des demandes domestiques et internationales. La dynamique des activités des PME s'est bien rétablie malgré les multiples mesures de désendettement.

Au **Brésil**, la Cour Suprême n'a pas donné une suite favorable au Président Lula pour échapper à son emprisonnement. Cela devrait avoir un impact positif sur les ratios de confiance des entreprises et des consommateurs. Sur le plan macroéconomique, la production industrielle mensuelle en février était de 0,2%, en dessous du consensus à 0,6% en raison du secteur minier et des biens intermédiaires. Depuis le début de l'année, la croissance annuelle du secteur industriel est de 4,3% par rapport à l'année dernière. Sur le plan microéconomique, **CVC** a enregistré de solides chiffres de réservations au premier trimestre 2018, en hausse de 13% en glissement annuel, dépassant ainsi le consensus de 10% avec une croissance à périmètre constant de 11,2% vs 9,2% au quatrième trimestre 2017.

Au **Mexique**, bien que toujours incertain, le ton a changé au sujet de l'accord NAFTA. Les hauts fonctionnaires tablent sur un résultat plus favorable et qui devrait être bientôt connu. **Walmex** a encore battu les attentes avec un chiffre d'affaires par magasin en forte hausse : +13,5% ! La fréquentation des aéroports mexicains a été robuste, progressant de 13,6% (18,7% de passagers domestiques et 10,5% de passagers internationaux). Néanmoins, **Asur** a enregistré une modeste croissance de fréquentation de 5,3%, en raison de la faiblesse du trafic à Porto Rico et en Colombie.



▶ MATIERES PREMIERES

La guerre commerciale n'est pas encore enclenchée, mais la guerre des mots bat son plein entre les Etats-Unis et la Chine. Le secteur des matières premières est tout particulièrement touché par l'escalade des annonces de produits pouvant être touchés par des taxes à l'importation. La volonté des conseillers de Trump d'apaiser la situation a redonné une bouffée d'air aux marchés, avant que ce dernier ne double la mise. Du côté des fondamentaux, le ralentissement économique semble se confirmer, avec un PMI manufacturier global (source Macquarie) à 54,3 en mars contre 54,8 en février, et un retour sur les niveaux du mois d'octobre. Un chiffre à relativiser puisqu'il reste en absolu élevé, et que le chiffre chinois a quant à lui surpris à la hausse.

Les prix du **pétrole** sont moins affectés par les craintes sur le commerce mondial, puisqu'ils bénéficient d'un flux de nouvelles très positif. La production américaine est ainsi ressorti stable au mois de janvier à 9,96Mb/j (en hausse de 1,1Mb/j sur un an), alors que la demande était en forte hausse (+4%, +1,2Mb/j). La production de l'OPEP est quant à elle affectée par les problèmes du Venezuela. La production du pays a ainsi baissé de 100kb/j en mars à 1,51Mb/j (-0,5Mb/j sur un an), limitant la production de l'OPEP à 32,04Mb/j sur le mois (-170kb/j). La Russie a par ailleurs confirmé la probabilité d'une coopération conjointe entre pays de l'OPEP et hors-OPEP à l'expiration de l'accord actuel. A noter la forte baisse des stocks hebdomadaires américains, en partie liée à une baisse des importations nettes de brut, qui confirment la tendance actuelle de moindre hausse des stocks par rapport à la norme saisonnière.

Du côté géopolitique, si le marché est concentré sur la situation US-Chine, il ne faut pas occulter les tensions grandissantes dans le Golfe d'Aden. Le mouvement Houthi, positionné dans le nord-ouest du Yémen, et soutenu par l'Iran, augmente les lancements de missiles sur l'Arabie saoudite. La dernière attaque a visé un tanker saoudien traversant le détroit de Bab-el-Mandeb, par lequel transitent 5Mb/j de brut et de produits pétroliers.

L'**or**, de son côté, continue de jouer son rôle d'actif de protection dans l'environnement actuel. Sur le mois de mars, les encours détenus sur les ETF aurifères ont ainsi cru de 22,5 tonnes, sur un montant total de 2415 tonnes et représentant une valeur de 103 milliards de dollars.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché a été assez stable malgré un marché actions plus volatil et de nombreuses spéculations autour d'une guerre commerciale internationale. On note cependant en fin de semaine une tonalité positive avec un léger resserrement des spreads.

Les sociétés de transport maritime ont été particulièrement impactées par les craintes d'une guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine. Certains émetteurs tels que **CMA-CGM** (B1/ B+), **Hapag-Lloyd** (B2/B+) ou **AP Moller-Maersk** (Baa2/ BBB) ont ainsi subi de fortes pressions.

Le marché primaire *High Yield* n'a pas été très dynamique mais il y a eu de nombreuses émissions du côté des financières. **Société Générale** a émis une obligation Coco pour 1,25 milliard de dollars avec un coupon de 6,75%. **UBI Banca** a émis une *Senior Non Preferred* pour 500 millions d'euros et avec un coupon de 1,75%. Enfin, **Aegon**, assureur néerlandais, a émis une obligation Tier 2 pour 800 millions de dollars avec un coupon de 5,5% et une maturité de 30 ans.

Fives (B2/B), groupe d'ingénierie industrielle, a publié des résultats au titre du quatrième trimestre 2017 satisfaisants. Le chiffre d'affaires s'affiche en hausse de 7% en 2017 grâce à une forte augmentation des prises de commandes (+44% sur l'année) et à de nouveaux contrats dont deux signés avec US Steel et Fedex. L'EBITDA apparaît en hausse de 2% en excluant les gains exceptionnels ce qui a permis une baisse du levier de 4.2x à 3.7x.



Intralot (B1/B), opérateur grec de jeux de loterie et de paris sportifs, affichent des résultats au titre du quatrième trimestre 2017 plutôt corrects. Le produit brut de jeux et l'EBITDA sont en hausse de 18,1% et 4,9% au cours de l'année, les pays les plus dynamiques étant la Pologne, l'Azerbaïdjan et la Bulgarie. On note cependant une hausse de la dette nette de 15 millions d'euros à cause des coûts de refinancement obligataire. Le levier net proportionnel est ainsi en hausse à 5,2x (contre 4,9x en 2016). La société annonce de nouveaux investissements pour 2018, à hauteur d'environ 115 millions d'euros. Enfin, **Synlab** (B2/B+), qui offre des services de biologie médicale, a publié des résultats assez mitigés au titre du quatrième trimestre 2017. Si le chiffre d'affaires enregistre une hausse de 15,7% dont 2,1% en organique, la rentabilité est sous pression avec une marge qui baisse de 2,6 points à 16,7%. La génération de *cash-flow* reste tout de même positive, atteignant 15 millions en 2017 contre 10 en 2016.

CONVERTIBLES

Sur le marché primaire des obligations convertibles, nous avons assisté cette semaine à deux nouvelles émissions aux États-Unis. Le spécialiste du stockage 100% flash **Pure Storage** a émis pour 500 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans, assorties d'un coupon de 0,125%, pour financer d'éventuelles acquisitions et des investissements. **Bank of America** a émis pour 250 millions de dollars d'obligations à 5 ans indexées sur les actions ordinaires de la compagnie d'assurance américaine **Voya Financial**. Assorties d'un coupon de 0,25%, ces obligations seront réglées en espèces à leur échéance. Il s'agit de la troisième structure échangeable en actions de **Voya** associées à des positions significatives en bons de souscription détenues par des banques américaines.

Ubisoft a vu son cours de Bourse bondir de 10,8% jeudi après avoir annoncé des ventes impressionnantes lors de la première semaine de commercialisation de son jeu *Far Cry 5*, qui a pulvérisé les records de ventes de cette franchise.

Sony a vendu 17,2% de sa participation de 5,71% au capital de **Spotify** à l'occasion de l'introduction en Bourse réussie cette semaine de cette société de streaming musical et devrait comptabiliser la plus-value réalisée dans ses résultats du premier trimestre. **Steinhoff** a actualisé la juste valeur de ses actifs immobiliers logés dans **Hemisphere International Property**. Il a communiqué le chiffre de 1,1 milliard d'euros, contre 2,2 milliards d'euros lors de la dernière actualisation réalisée en février. Les 23 émissions convertibles de **Steinhoff** ont mal réagi, cédant environ quatre à cinq points.

En Chine, **Alibaba** a annoncé l'acquisition pour 9,5 milliards de dollars de 57% du capital de la plateforme de livraison de produits alimentaires **Ele.me** qu'il ne détenait pas encore. Cette opération stratégique permet à **Alibaba** d'entrer sur le marché de la livraison de produits d'épicerie.

Achévé de rédiger le 06/04/2018



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