



---

# FLASH MARCHÉS : LE RETOUR DU RISQUE POLITIQUE CRÉE DES REMOUS

---

LE 8 JUIN 2018

## Sur les marchés

Cette semaine a encore été animée par l'environnement politique en Europe. En effet, en Espagne, Pedro Sanchez a finalement constitué un gouvernement résolument européen, ce qui a été salué par une hausse de l'indice espagnol. En revanche, en Italie, Giuseppe Conte a confirmé lors de son discours devant le Sénat, la volonté du gouvernement d'appliquer les mesures de relance budgétaire afin de dynamiser la croissance et ainsi être en mesure de réduire la dette italienne dans la durée. Cela concrétise les points de friction avec l'Europe compte tenu de l'endettement déjà supérieur à 130% du PIB en Italie. Le seul élément rassurant de cette intervention est l'affirmation que ce nouveau gouvernement n'a aucune intention de sortir de la zone euro.

Enfin, en amont de la réunion de la BCE la semaine prochaine, plusieurs membres ont confirmé que ce sera l'occasion de discuter de l'avenir du programme d'achat d'ici la fin de l'année 2018. Cela s'inscrit dans un contexte où les derniers chiffres de l'inflation ont montré une hausse plus importante que prévu. Les chiffres finaux des PMI pour le mois de mai ressortent légèrement au-dessus des attentes, avec notamment un rebond des chiffres sur les ventes au détail par rapport au mois précédent. Ainsi, le « PMI retail » pour la zone euro en mai atteint 51,7 après 48,6 en avril. Le détail de la croissance de la zone euro a aussi confirmé la bonne tenue de la consommation et la montée graduelle de l'investissement au premier trimestre, le ralentissement s'expliquant principalement par le commerce extérieur.

Du côté des Etats-Unis, les actualités ne manquent pas non plus. La Fed va remonter ses taux la semaine prochaine pour la septième fois, dans un environnement économique toujours porteur. Les derniers indicateurs ISM (*manufacturing* et *non-manufacturing*) ont encore progressé en mai, confirmant le rythme soutenu de l'activité. Sur le plan politique, les tensions commerciales ont continué de s'intensifier et le sommet du G7, qui se tient vendredi et samedi risque d'être houleux. En effet, le communiqué après la réunion, le week-end dernier, des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales avait déjà fait état « d'inquiétudes à propos des taxes imposées par les Etats-Unis sur ses alliés et amis ».

Dans ce contexte, les actions de la zone euro ont sous-performé les autres zones géographiques, pénalisées, entre autres, par la remontée de l'euro à la suite des interventions des membres de la BCE. Mais les écarts de performance entre les pays sont notables avec des actions espagnoles en hausse et italiennes nettement en baisse. Les mouvements ont été aussi importants sur les taux avec un nouvel écartement des spreads italiens après une détente jusqu'en début de semaine et une hausse des taux allemands.



## ▶ ACTIONS EUROPEENNES

La confiance a sans surprise été votée au nouveau gouvernement italien et Giuseppe Conte a bien précisé dans son discours d'investiture qu'il n'était pas question de quitter la zone euro. Il a en revanche milité pour des dépenses sociales, provoquant un nouvel écartement des spread italiens. En Espagne, le nouveau gouvernement de Pedro Sanchez, très pro-euro et discipliné sur le plan économique, a quant à lui rassuré les marchés. Les déclarations de Peter Praet, chef économiste de la BCE, estimant que l'institution discuterait de l'opportunité de mettre un terme aux rachats d'actifs lors de sa réunion de la semaine prochaine, ont provoqué une hausse des taux longs et le renchérissement de l'euro face au dollar.

Les secteurs défensifs tels que l'agroalimentaire et la pharmacie en ont pâti. Les valeurs de luxe s'affichent en baisse marquée après des commentaires de **Kering** évoquant une croissance moins dynamique au second semestre en Asie, malgré des objectifs très ambitieux sur **Gucci** (chiffre d'affaires de 10 milliards d'euros, marge opérationnelle à 40% à moyen terme).

**Hermès**, 8<sup>ème</sup> capitalisation boursière avec une performance de +25% depuis le début de l'année, intègre néanmoins le CAC 40 en remplacement de **Lafarge Holcim**. **Rémy Cointreau** a présenté des résultats annuels en ligne avec les attentes, et prévoit une amélioration de ses marges un peu plus rapide que prévu. Le titre corrige néanmoins. La valorisation est élevée et la société souffre de la faiblesse des valeurs du luxe. Le CEO d'**IAG** a indiqué que la hausse du pétrole allait commencer à peser sur les compagnies aériennes, pénalisant le secteur (**Air France**, **Lufthansa**, **TUI**). Les valeurs technologiques continuent en revanche leur marche en avant, notamment grâce aux bons chiffres d'avril pour les semi-conducteurs.

Du côté des transformations d'entreprises, **AccorHotels** a confirmé réfléchir à une prise de participation minoritaire dans **Air France-KLM**, concernant le développement de projets communs (notamment dans le digital et une plateforme commune de fidélisation et de services).

Le FT rapportait de son côté des discussions autour d'un rapprochement entre **UniCredit** et **Société Générale**. Société Générale a par ailleurs annoncé avoir soldé ses litiges LIBOR et relatifs à la Lybie avec les Etats-Unis. Si le CEO de **Deutsche Bank** a démenti des discussions avec **Commerzbank**, il reconnaît cependant que des contacts ont été pris avec les principaux actionnaires. **Capgemini** a annoncé l'acquisition de la filiale de cyber-sécurité du groupe **Leidos Cyber**, opération qui renforcera les activités du groupe en Amérique du Nord. Enfin, **Bayer** a bouclé le rachat de **Monsanto** dont le nom va disparaître.

## ▶ ACTIONS AMERICAINES

Belle semaine pour les marchés américains : le S&P progresse de 1,3% et le Nasdaq de plus de 1%. Ce dernier a battu une nouvelle fois ses précédents plus hauts historiques. Il y a eu quelques prises de profits en fin de semaine sur les segments ayant le mieux performé depuis le début de l'année. Les FANG (Facebook, Amazon, Netflix et Google) ont ainsi lâché un peu de terrain, tout comme les small et mid caps après avoir accumulé plus de 500 points de base d'avance sur le S&P lors des trois derniers mois (Russell 2000 +6%). L'ISM non-facteur est ressorti à 58,6, au-dessus des attentes et du mois précédent. En revanche, les commandes de biens durables se sont contractées de 1,6%.

Le rendement du 10-ans a brièvement franchi les 3%, entraîné par un resserrement généralisé suite aux propos de l'économiste en chef de la BCE (Peter Praet), mettant en avant sa volonté de ne pas tenir compte de la crise italienne dans sa politique monétaire.

**Facebook** a souffert (-2% contre des FANG majoritairement en hausse) de la nouvelle indiquant que la société a partagé les données de ses utilisateurs avec quatre entreprises chinoises, dont le fabricant de téléphone **Huawei**. Les informations collectées servaient aux constructeurs à fabriquer des applications répondant au mieux aux besoins des clients.



**McDonald's** s'est envolé (+6% au cours de la semaine) suite à l'annonce du management faisant état d'un nouveau programme de réduction des coûts.

**Tesla** progresse de 11%, Musk se montrant confiant quant à la capacité du groupe à atteindre un rythme de production de 5.000 Models 3 par semaine d'ici la fin du mois. Le titre reste cependant encore très *shorté*, les positions vendeuses se chiffrant à 31% du flottant.

## ▶ ACTIONS JAPONAISES

Le marché actions japonais a rebondi cette semaine dans le sillage du marché américain, qui a surfé sur l'optimisme des investisseurs quant à l'expansion économique aux États-Unis. Portés en outre par l'appréciation du dollar américain face au yen, les titres sensibles à la conjoncture et les valeurs exportatrices ont retrouvé grâce aux yeux des investisseurs. L'indice TOPIX a achevé la semaine en hausse de 2,28%.

Quasiment tous les secteurs ont terminé dans le vert. Les cinq secteurs les plus performants ont été les suivants : métaux non ferreux (+5,9%), papier et pâte à papier (+5,04%), équipements de transport (+4,15%), commerce de gros (+3,99%) et produits du caoutchouc (+3,84%). **Sumitomo Metal Mining** a vu son cours flamber (+12,71%) grâce à la hausse des cours du cuivre. En revanche, le secteur « autres produits » a signé la plus mauvaise performance en raison du repli de l'éditeur de jeux vidéo **Nintendo** (-5,16%), qui a fait l'objet de prises de bénéfices de plus en plus nombreuses.

Au Japon, la plupart des entreprises ayant arrêté leurs comptes pour l'exercice 2017 (clos au 31 mars 2018) ont déjà publié leurs résultats. Les prévisions de bénéfices pour l'exercice 2018 dévoilées par les entreprises se sont avérées particulièrement prudentes. Quand bien même le taux de change JPY/USD resterait autour de son niveau actuel de 108, on peut s'attendre à une révision à la hausse des bénéfices pour l'exercice 2018 après la croissance satisfaisante des bénéfices enregistrée lors de l'exercice 2017.

## ▶ MARCHES EMERGENTS

En Asie cette semaine, l'attention des investisseurs s'est portée sur les difficultés de certaines entreprises à se refinancer. 6,2 trillions de renminbi arrivent à maturité dans les six mois et 12 trillions pour 2018 en année pleine. On a déjà assisté à des défauts de paiement sur 22 émissions obligataires (vs 49 en 2017). Le rendement à 5 ans pour les sociétés notées A atteint près de 11%. Le plus grand risque se concentre sur les secteurs de l'immobilier et des obligations émises par les provinces. Même s'il faut suivre avec attention l'évolution de ces défauts, il est prématuré d'y voir un risque systémique car il s'agit de cas individuels dont la taille totale peut être absorbée par le système. Ce n'est pas par hasard que la *People's Bank of China* (PBOC) a injecté des facilités de paiements de 259 milliards de renminbi pour faire face à la facilité de 180 milliards de renminbi qui arrivait à maturité et ne pas susciter de craintes de manque de liquidité au sein du marché obligataire. Concernant le secteur bancaire, le régulateur a désormais exigé que tout prêt non honoré dans les 90 jours doit être considéré comme une créance douteuse, privant toute les banques de marges d'appréciation. On considère cette mesure comme très positive, car cela accélère le nettoyage des créances douteuses et augmente la transparence des banques.

A Macao, la presse locale fait état de la fermeture de maisons de prêts sur gage, ce qui pourrait potentiellement affecter les revenus des opérateurs. **ZTE** va s'acquitter d'une amende de 2,3 milliards de dollars pour suspendre son interdiction d'accès au marché américain. La direction de la société a également été changée. Les exportations chinoises ont été saines et conformes aux attentes (+ 12% en mai) et les importations au-dessus des attentes (+ 26%). En **Inde**, la *Reserve Bank of India* (RBI) a remonté son taux directeur de 25 points de base (à 6,25%), le taux de réserve est resté inchangé à 4% mais le ratio de liquidité a été augmenté de 2% à 13%, réduisant le besoin des banques en obligations d'Etat.



En **Malaisie**, afin de compenser la suppression de la TVA (avant à 6%), les subventions pétrolières ont également été supprimées.

Avec un risque électoral accru, le **marché brésilien** a continué à corriger. De plus, les anticipations de hausse des taux d'intérêt ont augmenté après la dépréciation du réal brésilien (9% le mois dernier), malgré le scénario d'inflation favorable. La banque centrale est intervenue à plusieurs reprises sur le marché des changes pour contenir la dépréciation.

En **Argentine**, les nouvelles positives sont venues du résultat des négociations avec le FMI pour un accord de confirmation triennal de 50 milliards de dollars américains (plus élevé que les attentes du marché) et des objectifs budgétaires et d'inflation clairs.

## ▶ MATIERES PREMIERES

Le **baril de Brent** a trouvé à court terme un niveau plancher à 75 dollars le baril. Il finit la semaine proche des 77 dollars le baril suite au regain de faiblesse du dollar et au contexte vénézuélien. Le pays, dont la production est en baisse accélérée depuis septembre 2017, est également en retard d'un mois sur son programme d'exportation, et envisage une déclaration de force majeure au cours des prochaines semaines. Le Président Trump avait tweeté en avril dernier que les prix du pétrole étaient artificiellement hauts, ce qui était inacceptable. Il avait probablement oublié que la situation actuelle est principalement liée aux sanctions américaines contre le Venezuela et l'Iran. Les autorités iraniennes et vénézuéliennes demandent d'ailleurs à l'OPEP de mettre ce sujet des sanctions à l'ordre du jour du prochain sommet, et souhaitent obtenir un soutien des membres de l'organisation. Plusieurs sociétés (**Total, Lukoil, Peugeot**, etc.) ont déjà annoncé suspendre leur activité en Iran. Les sociétés de raffinage, acheteuses du brut iranien sont quant à elles encore dans l'attente de clarification de l'administration américaine sur la quantité et le timing des réductions de leurs achats. Ce manque de clarté ne va pas faciliter la tâche de l'OPEP pour déterminer les quantités de pétrole qu'il faudra remettre sur le marché.

Cependant, l'entente parfaite depuis fin 2016 entre l'Arabie Saoudite et la Russie est suffisante selon nous pour entretenir la stabilité nécessaire au marché. Les dirigeants des deux pays auront d'ailleurs l'occasion de se voir le 14 juin prochain, lors de la rencontre Arabie Saoudite-Russie, une semaine avant le sommet OPEP-Russie.

A noter également la performance du **cuivre**, un métal essentiel aussi bien dans la « vieille » économie que dans le monde de la transition énergétique. Son cours a pris 7% au cours de la semaine et, à 7350 dollars la tonne, se situe à un niveau qu'il n'avait pas enregistré depuis janvier 2014, et un point bas de 4320 dollars la tonne en janvier 2016. Cette embellie reflète l'amélioration des fondamentaux, mais également des craintes de court terme. La plus grande mine au monde, Escondida (900.000 tonnes de production en 2017, près de 5% de la production mondiale) détenue en joint-venture par **BHP Billiton** et **Rio Tinto** principalement, entre en période de négociations salariales. Le marché craint un mouvement de grève. Nous n'anticipons pas d'interruption marquée de la production.

## ▶ DETTES D'ENTREPRISES

### CREDIT

Le marché a ouvert en hausse cette semaine grâce aux chiffres solides sur l'emploi aux Etats-Unis et l'apaisement des craintes autour d'une nouvelle crise de la zone euro. Cette période de répit n'a été que de courte durée. Dès mardi, la tendance s'est inversée (écartement de 20 points de base de l'indice Xover entre mardi et jeudi) suite au discours populiste du nouveau chef du gouvernement italien qui a confirmé sa volonté de mettre en œuvre le programme de la coalition. Les émetteurs italiens ont ainsi à nouveau subi de fortes pressions. Le retour des craintes, en fin de semaine, autour d'une guerre commerciale et de barrières douanières ont aussi contribué à la faiblesse du marché.



L'action et les obligations **Casino** ont souffert cette semaine suite à la note d'un analyste qui a revu à la baisse son objectif de cours pour le groupe. D'après le journal néerlandais der Telegraaf, les discussions sur la vente de **Hema** (B/B-), un distributeur généraliste néerlandais, par **Lion Capital** au fonds d'investissement **Core Equity**, n'aboutiront pas. D'autres négociations seraient cependant en cours et un projet d'IPO serait toujours envisagé.

**Algeco** (B2/B-), qui opère dans le secteur de la construction, a publié de bons résultats au titre du premier trimestre 2018. Le chiffre d'affaires et l'EBITDA s'affichent en progression de 31% et 45,4% respectivement, grâce à une bonne croissance des revenus en Europe et aux Etats-Unis. Le ratio de dette sur EBITDA s'établit à 7.0x, soit 0,3 point d'amélioration depuis le début de l'année 2018. **FCA** (Ba2/BB+), constructeur automobile, a présenté son plan stratégique 2018-2022. Celui-ci prévoit une augmentation des coûts et des capex ainsi qu'une progression de la profitabilité en 2021/2022. Le groupe ambitionne d'obtenir au moins deux rating IG d'ici fin 2019.

## CONVERTIBLES

La semaine a été chargée sur le marché primaire, avec neuf nouvelles émissions. En Europe, le réassureur suisse **Swiss Re** a placé (à des fins de refinancement) pour 500 millions de dollars d'obligations convertibles à 6 ans assorties d'un coupon de 3,25% et d'une clause de conversion conditionnelle. Au Vietnam, le promoteur immobilier **Vingroup** a émis pour 325 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 3,5%, d'une prime de remboursement et d'une clause de « reset ». Le produit de l'émission est affecté au financement de nouveaux projets. Au Japon, **Toho Holdings**, un grossiste en dispositifs et matériels médicaux, a émis pour 20 milliards de yens d'obligations sans coupon à 5 ans afin de financer des investissements et un programme de rachat d'actions. Une autre émission est intervenue au Japon, à l'initiative du minotier **Nippon Flour Mills Co** qui a placé pour 25 milliards de yens d'obligations sans coupon à 7 ans afin de financer des investissements.

Aux États-Unis, **Twitter** a émis pour un milliard de dollars d'obligations convertibles à 6 ans assorties d'un coupon de 0,25%. Le produit de cette émission servira au refinancement de l'émission convertible existante, qui arrive à échéance en 2019. Le fabricant de composants électroniques **Vishay Intertechnology** a placé pour 575 millions de dollars d'obligations convertibles à 7 ans assorties d'un coupon de 2,25%. Le produit de cette émission servira au rachat d'une partie de ses obligations convertibles en circulation.

Par ailleurs, **Avaya Holdings Corp**, un éditeur de logiciels de communication, a émis pour 300 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 2,25%. Le produit de l'émission est affecté aux besoins généraux de l'entreprise. Un autre éditeur de logiciels, **Mindbody**, a annoncé l'émission de 200 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon dans une fourchette de 0,125% à 0,375%. Le produit de l'émission servira à financer son besoin en fonds de roulement. La société biotech **Exact Sciences** a de nouveau fait appel au marché en abondant son émission convertible existante (échéance 2025) à hauteur de 150 millions de dollars.

*Achévé de rédiger le 08/06/2018*



**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](http://www.edram.fr)