



---

# FLASH MARCHÉS : LA RHÉTORIQUE PROTECTIONNISTE PRÉOCCUPE

---

LE 16 MARS 2018

## Sur les marchés

A l'heure où les chiffres d'activité mondiale demeurent globalement sur une bonne dynamique, c'est la rhétorique protectionniste de la Maison Blanche qui occupe le devant de la scène. Si nous n'observons plus le même emballement sur les statistiques économiques américaines comme en témoignent les récents chiffres de ventes au détail, la dynamique de croissance et d'inflation reste encourageante. A titre d'exemple, les derniers chiffres mensuels de l'emploi américains sont de bonne facture : les créations de postes atteignent des sommets avec une révision à la hausse des données pour les deux mois précédents, et dans le même temps, ceci n'a pas déclenché une nouvelle accélération des salaires. En zone euro, les publications des données finales d'inflation confirment la remontée progressive de l'inflation sous-jacente, telle qu'en Allemagne et en Espagne.

Malgré la bonne tenue des fondamentaux, les marchés restent focalisés sur les risques de nouvelles mesures protectionnistes avec les craintes de voir de nouvelles taxes américaines qui pourraient cibler 30 à 60 milliards de dollars d'importations, notamment sur les technologies et télécommunications. Le marché boursier américain a souffert de la poursuite de la baisse des grandes valeurs industrielles qui sont exposées aux tensions commerciales. Au-delà du risque de riposte de la part de la Chine, une telle approche pourrait entraîner un accroissement des pressions inflationnistes aux Etats-Unis, d'autant qu'elle se combine à un dollar en baisse.

Le président de la chambre de commerce américaine (qui est le plus important lobby commercial des Etats-Unis) alerte sur les risques d'une décision unilatérale du gouvernement sur les consommateurs américains et la croissance du pays. Notons tout de même que le déficit commercial est en partie la contrepartie des profits faits par les entreprises américaines à l'étranger.

Autre point d'attention : la conférence de presse de Matteo Salvini (leader de la Ligue), sorti vainqueur des élections italiennes au sein de la coalition de droite, a ouvert la voie à un gouvernement incluant le parti populiste M5S. La marge de crédit sur la dette souveraine italienne s'écarte, mais ce mouvement est modéré. Les marchés scruteront de près l'issue des premières négociations rendues publiques le 23 mars prochain.

Dans un contexte marqué par de bons résultats d'entreprises qui continuent à surprendre positivement, nous maintenons nos positions favorables aux actions, notamment au Japon et en zone euro.



## ▶ ACTIONS EUROPEENNES

La période de publications des résultats se termine sur une note globalement positive, même si les *guidances* ressortent un peu décevantes par rapport aux attentes. Ainsi, sur 394 sociétés, 76 ont révisé à la hausse leurs perspectives sur l'année, 200 les ont conservées inchangées et 118 les ont abaissées. En effet, après des années de réduction des coûts, de nombreuses sociétés ont déclaré devoir réinvestir, ce qui pénalise leur levier opérationnel malgré de bons résultats sur le volet de la croissance organique.

Le secteur des utilities en Allemagne a créé l'actualité. **EON** et **RWE** ont annoncé un accord concernant le partage des actifs d'**INNOGY**. RWE vendrait sa participation dans INNOGY à EON, en échange d'actifs dont des énergies renouvelables. RWE deviendrait actionnaire du nouvel ensemble à hauteur de 16,67%. Il y aurait donc un producteur d'électricité renouvelable (RWE) et un exploitant de réseaux et de clients (EON).

Par ailleurs, **Adidas** a profité d'une très bonne publication 2017. Le groupe a annoncé une remontée de ses perspectives de marge et un important programme de rachat d'actions de trois milliards d'euros jusqu'en 2021, dont un milliard en 2018. **Munich Re** a relevé sa *guidance* 2018 de résultat net à 2,1-2,5 milliards d'euros (vs 2-2,4 milliards) et annoncé un nouveau rachat d'actions d'un milliard d'euros d'ici l'AG 2019. **Volkswagen**, qui a indiqué viser une marge en 2018 de 8-10% (vs 8,4% en 2017) et vouloir gagner 10 milliards d'euros en efficacité d'ici 2020, envisage un plan d'investissement de 40 milliards d'euros d'ici 2022.

**BAE Systems** a annoncé l'accord sur la vente de 48 Typhoon Jets à l'Arabie Saoudite, se donnant ainsi qu'à ses fournisseurs de la visibilité pour la prochaine décennie. En Italie, les chiffres supérieurs aux attentes de **Generali** qui publiera son nouveau plan stratégique en novembre prochain, ainsi que ceux de **Leonardo** qui table sur une croissance à deux chiffres de sa branche Hélicoptères d'ici à 2020, ont été salués.

Côté transformations d'entreprises, le fonds activiste **Elliott Management** a annoncé la semaine dernière avoir pris une participation dans **Telecom Italia**. **Vivendi** s'est dit prêt à soutenir une autre stratégie avec le fonds Elliott qui souhaite remplacer six directeurs à l'occasion de l'AG du 24 avril, dont Arnaud de Puyfontaine, président du directoire de Vivendi et président du conseil d'administration de TIM. **Melrose** a effectué une nouvelle offre sur **GKN**, augmentée uniquement sur la part en titres, qui a été immédiatement rejetée par ce dernier.

Deux IPO à signaler également : **Siemens** introduit en Bourse sa division d'ingénierie médicale **Healthineers** et **Deutsche Bank** lance la cotation de sa filiale **DWS**.

## ▶ ACTIONS AMERICAINES

Semaine de correction pour les marchés : le S&P abandonne 1,4% et le Nasdaq perd 1%. Les chiffres de l'inflation au sens du CPI pour le mois de février sont ressortis exactement en ligne avec les attentes, à 2,2% et à 1,8% hors énergie et alimentaire. L'indice de l'Empire Manufacturing a, quant à lui, surpris positivement, en atteignant 22,5 contre des attentes à 15. Les ventes au détail se sont contractées de 0,1%. Hors secteur automobile et énergie, elles progressent de 0,3%.

La semaine a une nouvelle fois été marquée par la rhétorique autour de la mise en place des barrières douanières et la valse des conseillers de Trump. Ce sera Mike Pompeo, directeur de la CIA, qui remplacera Rex Tillerson aux affaires étrangères. Mike Pompeo est connu pour sa ligne dure dans la défense des intérêts américains. En tant que membre du Congrès, il était notamment partisan d'une attitude hostile pour 'contrer la menace chinoise'. Pour sa première intervention publique, Larry Kudlow, nouveau conseiller économique de Trump, signale que les Etats-Unis supporteront un dollar fort et adopteront une ligne plus dure vis-à-vis de la Chine. Pour l'instant, les réponses des partenaires commerciaux des Etats-Unis sont raisonnables.



Certains alliés des Etats-Unis tentent d'obtenir des exemptions sur la hausse des tarifs à l'importation de métaux, promettant de l'aider à contrer la Chine et sa surproduction. D'autres, comme l'Europe, pensent mettre en place une « taxe digitale » de 3% sur les revenus des géants de la technologie.

Plus tôt cette semaine, Donald Trump a bloqué le rachat de **Qualcomm** par **Broadcom**, au nom du maintien de la sécurité nationale. Posture assez inattendue dans le cadre d'un rapprochement entre deux entreprises de semi-conducteurs. La raison à ce blocage serait de maintenir les Etats-Unis dans la course aux brevets dans le secteur des télécoms. Aujourd'hui, ce sont **ZTE**, **Huawei** et **Qualcomm** qui détiennent les technologies les plus sensibles. Or, une absorption de Qualcomm par Broadcom risque de se traduire par une baisse des dépenses de R&D et laisserait ainsi le monopole de l'innovation aux entreprises chinoises.

La baisse du marché s'est faite conjointement avec des rotations sectorielles défensives (financières et industrielles en baisse de 2,5% au cours de la semaine, les *utilities* progressent de 1,5%). Nous continuons à assister à un écartement des performances et à une dispersion accrue.

## ▶ ACTIONS JAPONAISES

Le marché actions japonais a rebondi cette semaine dans le sillage de Wall Street, en raison de la perspective de plus en plus crédible d'une augmentation des salaires. Toutefois, la hausse a été freinée par la confusion politique alimentée par un scandale bureaucratique : en effet, le ministre des Finances Taro Aso a admis que ses services ont altéré des documents officiels relatifs à la vente controversée d'un terrain détenu par l'État à l'opérateur d'écoles privées Moritomo Gakuen.

Le secteur Électricité & Gaz a surperformé le marché grâce à la progression enregistrée par les titres **Kansai Electric Power** et **Chubu Electric Power**.

Le laboratoire pharmaceutique **Eisai** a poursuivi sur sa belle lancée (+9,1%) et **Daiichi Sankyo** a également progressé (+5,46%), les investisseurs anticipant le développement de nouveaux médicaments.

En revanche, le secteur Produits du pétrole et du charbon a cédé 2,28% et ceux du Transport maritime (+0,24%), de l'Exploitation minière (+0,28%) et de la Construction (+0,28%) ont sous-performé. **Yamato Holdings** a vu son cours baisser de 2,52%. **JXTG Holdings** (-2,37%) et le sidérurgiste **JFE Holdings** (-1,27%) sont restés à la traîne.

Vendredi, la Diète a approuvé la reconduction de Haruhiko Kuroda à la tête de la Banque du Japon, proposée par le gouvernement. Il en va de même pour les deux vice-gouverneurs, Masami Wakatabe (considéré comme un partisan de la reflation) et Masayoshi Amamiya.

## ▶ MARCHES EMERGENTS

En **Chine**, la fusion de l'autorité bancaire **CBRC** et l'autorité d'assurance **CIRC** devrait donner une gestion des risques financiers plus coordonnée qu'auparavant, ce qui est primordial pour le désendettement du système. L'autorité du marché financier (CSRC) étudie la possibilité d'une éventuelle double cotation des géants Internet comme **Alibaba**, **Tencent** et **Baidu** sur le marché domestique A sous la forme de CDR (Chinese Depository Receipt). **ABC** (Agriculture Bank of China), le troisième prêteur nationale, a réussi à lever 100 milliards de renminbi (RMB) cette semaine pour renforcer ses fonds propres. **Ping An** a publié ses chiffres opérationnels pour février : +23% pour les primes d'assurance risques mais une baisse de 18% pour les produits d'assurance vie. **Ctrip** a dévoilé un résultat au titre du quatrième trimestre 2017 en ligne avec des attentes, avec une amélioration des marges mais l'estimation de 9-11% de croissance des revenus par la direction pour le premier trimestre 2018 a déçu le marché.



Les marges de **Samsonite** ressortent en-dessous des attentes malgré une hausse de 23% des ventes. Le management reste confiant quant à l'amélioration des marges pour 2018. **Bitauto** a publié un bon résultat au titre du quatrième trimestre 2017 pour son activité média, mais la détérioration de la qualité d'actif sur la partie transaction et crédit d'auto (la filiale **Yixin**) a inquiété le marché.

La tension commerciale entre la Chine et les Etats-Unis se poursuit: selon la presse américaine, de nouveaux tarifs douaniers pourraient cibler l'équivalent de 30-60 milliards de dollars de marchandises chinoises importées.

En **Inde**, le déficit commercial diminue à 12 milliards de dollars en février vs 15 milliards en janvier, principalement en raison du ralentissement de la croissance des importations pétrolières (+2%) avec un effet de base plus favorable. La *Reserve Bank of India* a interdit aux banques d'émettre des lettres de crédit et d'engagement pour les crédits à l'importation sans garantie afin de diminuer les risques de fraude. La croissance des polices d'assurance-vie ralentit à 10% en février.

En **Argentine**, l'inflation continue de progresser de 2,4% en février pour atteindre 25,4%, ce qui justifie la décision de la banque centrale de ne pas relâcher sa politique monétaire en laissant son taux de financement inchangé à 27,25%. Au **Brésil**, avec un chiffre d'affaires en progression de 37% au quatrième trimestre 2017, **Randon** (camion) renoue avec un résultat net positif, très légèrement sous les attentes. Les ventes de détail et la production industrielle continuent à progresser de 0,9% en glissement mensuel.

## ▶ MATIERES PREMIERES

Les prix du **pétrole** sont restés plutôt stables cette semaine, autour de 65 dollars le baril pour le Brent, mais le WTI a gagné près de 2% à 61,2 dollars le baril, réduisant ainsi le spread entre les deux références (écart de prix entre Brent-WTI).

Cela résulte de la tendance baissière des stocks à Cushing, lieu de formation des prix du WTI et de la hausse des exportations d'or noir américain. Le marché n'a pas vraiment réagi au rapport mensuel de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) qui a revu à la hausse ses attentes sur la croissance de la demande 2018, à +1,5 million de barils par jour, et a révisé légèrement ses attentes sur l'offre (non-OPEP) à la hausse à +1,8 million de barils par jour (la hausse de l'offre américaine est en partie compensée par une baisse au Mexique et en Norvège).

L'offre OPEP a encore baissé en février selon l'AIE à 32,17 millions de barils par jour, impliquant un niveau de respect des quotas de 147% (en amélioration par rapport à janvier). Cette baisse est à imputer au Venezuela qui voit sa production baisser de 60.000 barils par jour. L'AIE prévoit que la production du pays atteigne 1,38 million de barils par jour, soit son plus bas niveau depuis la fin des années 1940. Les stocks OCDE sont maintenant à 2.871 millions de barils soit seulement 36 millions de barils au-dessus de leur moyenne à 5 ans. Pour rappel, l'objectif du cartel est de faire baisser les inventaires mondiaux à un niveau équivalent à leur moyenne à 5 ans. Le remplacement de Rex Tillerson à la Maison Blanche par Mike Pompeo est aussi un facteur de risque de hausse des sanctions contre l'Iran.

Pas de tendances particulières sur les prix des **matériaux de base**, à l'exception du **minerai de fer**, du **charbon thermique et métallurgique** qui voient leurs prix baisser de 4-5% sur la semaine. Les inquiétudes grandissantes entourant les stocks de minerai de fer aux ports en Chine ont impacté le sentiment des traders alors que la reprise de la demande en Chine après le Nouvel An Chinois reste molle.

La République Démocratique du Congo considérerait ajouter le **cuivre** à la liste de minéraux considérés comme stratégiques (cobalt, coltan), augmentant ainsi la redevance (royalties) que les sociétés minières doivent payer au gouvernement, la passant de 2% actuellement pour le cuivre, à 10%. Sans nouvelle majeure, l'**or** reste inchangé à 1320 dollars par once au cours de la semaine.



## ▶ DETTES D'ENTREPRISES

### CREDIT

Cette semaine, les indices de crédit sont restés relativement stables avec un *spread* de *Crossover* autour de 250 points de base et une performance positive de l'indice High Yield. L'indice Investment Grade affiche une performance positive, principalement emmenée par une baisse des taux d'intérêts. Le marché primaire est redevenu actif cette semaine, marqué par le retour des banques espagnoles sur le marché des AT1, nommément **Caixa Bank** et **Santander**. Deux émetteurs High Yield ont refinancé leurs dettes existantes, le packager **Progroup** et l'entreprise de recyclage française **Paprec** avec 450 millions et 800 millions d'euros d'émissions, respectivement.

Sur le front des résultats, le groupe **Altice**, l'un des plus importants émetteurs de dette High Yield, a plutôt rassuré en montrant des chiffres de profitabilité plus stables que prévu après le *warning* de novembre.

### CONVERTIBLES

L'activité s'est intensifiée cette semaine sur le marché primaire des obligations convertibles, notamment aux États-Unis et en Asie.

En Asie, le promoteur immobilier singapourien **OUE** a fait appel pour la première fois au marché des obligations convertibles, avec deux émissions d'un montant cumulé de 305 millions de dollars. La première, d'un montant de 155 millions de dollars, arrivera à échéance en 2023 et est assortie d'un coupon de 1,5% et d'une prime de 10%. La deuxième, d'un montant de 155 millions de dollars, est remboursable en actions d'**OUE Hospitality Trust**. Assortie d'un coupon de 1,5% et d'une prime de 10%, elle arrivera elle aussi à échéance en 2023. Le produit de ces deux émissions est affecté au remboursement des dettes existantes d'OUE, ainsi qu'aux besoins généraux de l'entreprise.

En Corée du Sud, **Lotte Shopping** a de nouveau fait appel au marché en émettant pour 303,6 milliards de wons sud-coréens d'obligations à 5 ans sans coupon, échangeables en actions du distributeur d'appareils électroniques grand public **Lotte HiMart**. L'émission est assortie d'une prime de 16% et son produit est affecté au remboursement des dettes existantes, ainsi qu'aux besoins généraux de l'entreprise.

Quatre émissions sont intervenues aux États-Unis. **Supernus**, l'ancienne filiale américaine du laboratoire pharmaceutique **Shire**, a émis pour 350 millions de dollars d'obligations convertibles de premier rang à 5 ans assorties d'un coupon de 0,675% et d'une prime de 37,5%. Cette société, spécialisée dans le traitement des maladies du système nerveux central comme l'épilepsie, prévoit de consacrer le produit de cette émission à l'achat de licences ou de nouveaux produits. La société pétrolière et gazière **Helix Energy Solutions Group** a placé pour 125 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 4,125%. L'éditeur de logiciels de service client **Zendesk** a émis pour 500 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 0,25% et d'une prime comprise entre 32,5 et 35%, dont le produit sera affecté à l'achat d'options à règlement plafonné, au financement du besoin en fonds de roulement et aux besoins généraux de l'entreprise.

Enfin, **Live Nation Entertainment**, le numéro un mondial de l'organisation de spectacles/concerts et de la billetterie événementielle, a de nouveau fait appel au marché : il a placé pour 500 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans dont le produit sera affecté au rachat de son émission existante à échéance en 2019 assortie d'un coupon de 2,5%, ainsi qu'à d'éventuelles opérations de fusion-acquisition. Les conditions de l'émission n'ont pas encore été fixées mais le coupon s'inscrira dans une fourchette indicative de 2,25 à 2,75% et la prime devrait avoisiner 50%.

*Achévé de rédiger le 16/03/2018*



**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)