



---

# FLASH MARCHÉS : LE RISQUE PROTECTIONNISTE SE DEGONFLE

---

LE 21 SEPTEMBRE 2018

## Sur les marchés

Trump a franchi un pas de plus dans le protectionnisme dès lundi en annonçant un calendrier échelonné de taxation de biens chinois importés aux Etats-Unis. Ceux-ci devraient subir une hausse de 10% des tarifs douaniers, et de 25% à partir de 2019. \$200bn d'importations sont désormais concernés. Si la Chine répond en s'attaquant aux produits agricoles américains, D. Trump élargira l'assiette des produits concernés à \$267bn. La riposte modérée de la Chine aux nouveaux droits de douanes américains a rassuré les marchés. Ces derniers se sont recentrés autour de la vigueur de l'économie qui pourrait absorber une grande partie de l'impact négatif de ces frictions. La Chine ayant également exclu de dévaluer le Yuan, le risque protectionniste continue de se dégonfler avec le constat que D. Trump et les dirigeants chinois sont pour l'instant plus mesurés que ce qui pouvait être craint, ce qui a porté les actifs risqués et notamment ceux liés aux pays émergents. Il est à noter que la faiblesse récente du dollar US a également permis un rebond des marchés émergents (excepté l'Inde).

Autre fait marquant de la semaine, les signaux positifs pour l'économie japonaise. La vigueur de la croissance au 2ème trimestre 2018 et la politique fiscale mise en place par le gouvernement permettent à l'inflation sous-jacente d'augmenter légèrement au mois d'août. Les salaires décollent ainsi pour la 1<sup>ère</sup> fois en 20 ans. L'activité manufacturière se reprend également par rapport au mois d'août (PMI publié à 52,9 vs. 52,5 en août), grâce à un rebond des commandes à l'exportation. L'indice japonais a ainsi poursuivi son mouvement de hausse et gagne 7% sur la quinzaine.

En Europe, l'attention s'est portée sur Theresa May et les négociations autour du Brexit. Le sommet européen de Salzbourg s'est conclu sans la moindre avancée pour le dossier. Le front européen reste uni face à la Première ministre britannique, obligeant Theresa May à promettre de revenir avec une nouvelle proposition sur le point bloquant de la frontière nord-irlandaise. Un accord est toujours envisageable d'ici le mois d'octobre (prochain Conseil européen les 18 et 19 octobre). Toujours en Europe, les incertitudes autour du budget italien devraient se dissiper à partir du 27 septembre, date à laquelle le gouvernement présentera sa feuille de route budgétaire. L'objectif de déficit devrait être moins ambitieux que celui initialement annoncé par G. Tria, mais ne devrait pas dépasser les -2% du PIB, comme annoncé par le Premier ministre G. Conte à Salzbourg.

Les marchés d'actions européens poursuivent le rebond entamé le 10 septembre dernier en gagnant 4% depuis cette date. Il est à noter que ce mouvement s'est accompagné d'une surperformance des valeurs du style « Value » au détriment des valeurs de « Qualité ». L'impact du protectionnisme sur l'économie mondiale semblant limité, ceci se traduit par une progression des taux souverains à 10 ans. Ils atteignent 3,08% aux Etats-Unis, un niveau qui n'a été atteint qu'à trois reprises depuis 2011. Les taux souverains européens suivent cette dynamique, le Bund allemand touchant 0,48%.



## ▶ ACTIONS EUROPEENNES

L'amélioration du sentiment sur l'économie mondiale a été perceptible sur la semaine. La hausse finalement plus mesurée du taux de taxation (10% vs 25% attendue) et la réaction relativement modérée de la Chine rassurent les investisseurs sur l'environnement macroéconomique global et en particulier sur la Chine.

Les secteurs cycliques, notamment ceux qui avaient particulièrement souffert dernièrement, en profitent pour fortement rebondir. Les cycliques globales s'affichent ainsi en tête des contributions sectorielles : matériaux de base avec **Eramet** en hausse de +30% en 5 séances, automobile et principalement les équipementiers (**Valéo**, **Faurécia**, **Plastic Omnium**) ou encore les semi-conducteurs (**STM**). Le secteur financier en profite également, porté par ailleurs par la hausse des taux longs, et l'apaisement relatif des tensions autour du budget italien. Les services pétroliers sont restés par ailleurs bien orientés, portés par la vigueur du baril. A contrario, les valeurs défensives et de croissance ont souffert, en particulier la pharmacie ou les valeurs technologiques. Côté négatif, notons 3 profits warning en une semaine d'acteurs de la distribution spécialisée : **Ceconomy**, **Zalando** et **Tom Tailor**, évoquant tous les conditions météorologiques.

Les transformations d'entreprises ont également marqué l'actualité. **Volkswagen** a annoncé que sa division autocars et camions, **Traton**, devrait être prête pour une éventuelle introduction en Bourse d'ici la fin de l'année. **Nestlé** a annoncé la cession de sa filiale d'assurance **Gerber Life Insurance** au groupe américain non coté **Western and Southern Financial Group** pour 1,55 milliard de dollars dans le cadre de son recentrage sur l'alimentation et la santé grand public sous la pression du fonds spéculatif Third Point. Le groupe a par ailleurs ouvert la porte à une cession de sa division **Skin Health**. **Casino** a confirmé étudier la cession ou la fermeture de 20 hypermarchés déficitaires sur les 110 opérés en France. **Linde** a flambé alors que le fonds CVC serait sur le point de racheter les actifs US issus du rapprochement avec **Praxair**. Enfin, **Thor Industries** a annoncé le rachat de l'allemand **Erwin Hymer**. Son concurrent **Trigano** a corrigé, le marché estimant que la

valorisation de l'offre ne laissait que peu d'upside au français.

## ▶ ACTIONS AMERICAINES

Belle semaine pour les marchés avec de nouveaux records à la clé pour le S&P, qui progresse de 0.9%, et ce en dépit de chiffres macroéconomiques mitigés. La raison à cela étant l'excès de prudence qui prévalait jusqu'à la déclaration de Trump sur les nouvelles taxes douanières. Le marché a finalement salué le ton et l'implémentation marginalement moins contraignants que ce qui était craint. L'indice de l'Empire Manufacturing est ressorti inférieur aux attentes (19 vs. 23 attendu) et en retrait par rapport au mois précédent. Les mises en chantier progressent de 9% (en base séquentielle), les ventes de maisons existantes sont, elles, ressorties étales.

Si le S&P a atteint un nouveau plus haut historique, les rotations sectorielles et factorielles ont été très prononcées. La **tech « hardware »** abandonne 1.5% tandis que les **valeurs financières** progressent de 3.3% et s'affichent comme meilleur secteur des 5 dernières séances. La raison à ces mouvements est à chercher du côté du marché obligataire. Le 10-ans a continué de se tendre pour s'installer solidement au-dessus des 3%, tandis que le 2-ans a touché son plus haut depuis 10 ans à 2.8%.

## ▶ ACTIONS JAPONAISES

Malgré une nouvelle étape dans l'escalade des tensions commerciales entre Pékin et Washington, le marché boursier japonais a progressé suite au repli des craintes d'une guerre commerciale. Les acteurs du marché ont estimé que cette très mauvaise nouvelle était déjà quasiment intégrée dans les cours du marché. La hausse des rendements obligataires américains ainsi que l'affaiblissement du yen ont encouragé les investisseurs à court terme à racheter des titres survendus. L'indice TOPIX a gagné 3,41 % cette semaine.

L'ensemble des 33 secteurs a généré des rendements positifs, notamment celui de l'assurance qui s'est révélé



le plus performant. **Dai-ichi Life Holdings** (+10,40 %) et **T&D Holdings** (+9,23 %) ont nettement progressé à la faveur de la hausse des rendements américains à long terme. En outre, les titres présentant un faible ratio cours/bénéfices dans les secteurs des valeurs financières, du fer et de l'acier et des produits du pétrole et du charbon ont affiché une solide performance, tandis que les entreprises du secteur des machines chinoises ont rebondi, notamment **Komatsu** qui a gagné 9,16 %.

En août, le nombre de touristes se rendant au Japon a augmenté de 4,1 % en glissement annuel, une croissance à un chiffre qui s'est essoufflée en raison des précipitations dévastatrices qui ont causé l'annulation de nombreux voyages au Japon. L'impact négatif des catastrophes naturelles sur le taux d'occupation des hôtels devrait se poursuivre en septembre en raison des dégâts causés par le typhon et les séismes violents qui ont touché le Japon.

Du côté des bonnes nouvelles, les prix de l'immobilier ont nettement augmenté dans les grandes villes japonaises, notamment dans les quartiers commerciaux, face à la croissance rapide du nombre de touristes étrangers et de leurs dépenses, et à la diversification des destinations touristiques.

Conformément aux attentes, le Premier ministre Shinzo Abe a été réélu à la tête du PLD pour un troisième mandat.

## ▶ MARCHES EMERGENTS

Une nouvelle salve de représailles dans la guerre commerciale qui oppose les États-Unis et la **Chine** cette semaine : le gouvernement Trump a annoncé que 200 milliards de dollars US (USD) d'importations chinoises seront frappés de droits de douane supplémentaires de 10 %, un taux qui sera relevé à 25 % l'année prochaine. Toutefois, les principaux produits d'électronique de consommation comme les smartphones ne seront pas concernés. De son côté, la Chine prévoit de riposter en imposant des taxes douanières sur 60 milliards USD de produits américains, tout en maintenant son engagement à entamer une nouvelle série de négociations commerciales. Par ailleurs, le Premier ministre chinois Li Keqiang a déclaré, en marge du Forum économique

mondial, que de nouveaux allègements fiscaux allaient être mis en place pour stimuler la consommation intérieure et que la Chine allait réduire les coûts pour les entreprises commerciales et améliorer les remises sur les taxes à l'exportation. Il s'est également engagé à maintenir une politique monétaire prudente et a assuré qu'il n'avait aucune intention de dévaluer le yuan pour doper les exportations. À **Hong Kong**, les coûts d'emprunt interbancaires ont comblé leur retard avec les taux américains, tandis que **HSBC** a relevé les taux à court terme de 10 points de base (pb). Suite à cette hausse, le dollar hongkongais (HKD) s'est apprécié de 0,63 % intraday vendredi face au dollar US, son gain le plus important depuis 2003. **Tencent** a poursuivi son programme de rachat d'actions : 1,08 million d'actions d'une valeur de plus de 342 millions HKD ont été rachetées au cours des 10 derniers jours. Au cours de sa conférence annuelle des investisseurs, **Alibaba** a annoncé la création d'une société de production de semi-conducteurs, afin de développer ses propres puces destinées à l'intelligence artificielle et son propre processeur quantique. Des fournisseurs de composants pour les smartphones d'Apple comme **AAC** et **Largan** se sont retrouvés sous pression, tandis que le marché estime que le prix élevé des nouveaux iPhone XS / XS Max risque de réduire la demande.

Le 3<sup>ème</sup> sommet entre la **Corée du Sud et la Corée du Nord** s'est achevé cette semaine : une déclaration conjointe a été signée et entérine les étapes spécifiques d'un processus de dénucléarisation en vue de mettre, de facto, un terme à la guerre sur la péninsule coréenne. **Samsung Electro-Mechanics** a annoncé son intention de dépenser plus de 500 millions USD pour la construction d'une nouvelle usine en Chine, afin d'accroître sa capacité en matière de condensateurs céramiques multicouches (MLCC). Il a été rapporté que Samsung Electronics pourrait réduire la croissance de sa production de puces mémoire l'année prochaine, afin de diminuer ses stocks, en prévision d'un ralentissement de la demande pour les puces DRAM et NAND.

En **Thaïlande**, le Premier ministre a déclaré que le gouvernement réfléchissait à fixer la date des élections au 24 février 2019, une annonce qui devrait apaiser les



crainces des investisseurs, après que l'élection d'un gouvernement démocratique a été reportée plusieurs fois. La Banque centrale de Thaïlande a voté à 5 voix contre 2 en faveur d'un maintien du taux directeur.

En **Inde**, la roupie a atteint de nouveaux plus bas cette semaine, avant de remonter jeudi et vendredi, soutenue par l'affaiblissement du dollar et l'évocation d'un renforcement des mesures de protection de la devise locale. Le ministre des Finances a déclaré que le gouvernement était convaincu de pouvoir atteindre son objectif de déficit budgétaire cette année et que de nouvelles mesures seraient mises en place pour juguler la dépréciation de la roupie et le creusement du déficit de la balance courante. Le PDG de **Yes Bank** a été contraint de démissionner plus tôt que prévu par la Reserve Bank of India (RBI) en raison d'une controverse liée à la comptabilisation de créances douteuses.

Au **Brésil**, 16 jours avant le premier tour de l'élection présidentielle le 7 octobre, le candidat d'extrême-droite Bolsonaro arrive en tête des sondages, avec 28 % des intentions de vote, malgré un taux de rejet élevé de 43 %. Les candidats des partis de gauche Haddad (PT) et Gomes (PDT) gagnent des parts d'intentions de vote, mais restent derrière. En **Argentine**, le déficit budgétaire primaire s'élevait à 10,3 milliards USD en août, en baisse de 58 % par rapport à l'année dernière. Le déficit primaire accumulé s'élève à 0,9 % du PIB, la moitié de celui constaté le 17 août.

## ▶ MATIERES PREMIERES

La semaine a été marquée par une nouvelle vague de tarifs douaniers sur les exportations entre les Etats-Unis et la Chine. Si les chiffres restent significatifs, 200Md\$ du côté américain, 60Md\$ du côté chinois, les marchés ont été positivement surpris par l'absence d'escalade, avec notamment des taux de droit douanier inférieurs aux attentes. Le gouvernement chinois, via le NDRC, a par ailleurs annoncé une hausse des investissements dans les infrastructures, transports notamment. Cela a entraîné un certain retour de l'appétit pour le risque, se traduisant par une baisse de l'USD et un rebond des matières premières. L'actualité

**pétrolière** a de nouveau été chargée. L'Arabie Saoudite a laissé entendre qu'elle était confortable avec un prix du baril de Brent au-dessus des 80\$ à court terme. Le marché s'est dès lors interrogé sur la capacité du pays à faire face à la baisse des exportations iraniennes. Le pays produit actuellement 10,35Mbd pour un « record » à 10,66Mb/j et une capacité théorique de 12Mb/j. La production russe, de son côté, augmente de façon plus régulière et, à 11,3Mb/j, vient de battre son précédent « record » d'octobre 2016. Selon le ministre russe de l'énergie, la production pourrait atteindre 11,5Mb/j d'ici 2021, au-dessus du point haut de l'ère soviétique. A la veille d'une rencontre ce week-end à Alger des ministres OPEP et non-OPEP, Trump s'est à nouveau fendu d'un nouveau Tweet « Le monopole de l'OPEP doit faire baisser les prix maintenant ». L'OPEP est un cartel, donc un oligopole mais, à ce détail prêt, il n'est pas anticipé une augmentation des quotas de production. Les stocks américains continuent de baisser et sont maintenant au plus bas depuis septembre 2015, alors que les inventaires à Cushing, là où se forme le prix du WTI, sont au plus bas depuis 5 ans, ce qui pourrait entraîner une forte hausse des prix à la pompe alors que se rapprochent les élections de mi-mandat. Le seul réel impact que Trump peut avoir pour mitiger une hausse serait une mise sur le marché supplémentaire des stocks stratégique (SPR), alors qu'une vente de 11Mb est déjà prévue. Il pourrait également réduire les sanctions contre l'Iran, mais cela ne semble pas à l'ordre du jour.

## ▶ DETTES D'ENTREPRISES

### CREDIT

Le ton était assez mitigé cette semaine. Les récentes évolutions en Italie sont positives (avancement dans l'élaboration du budget et objectif de déficit public conforme aux normes européennes) mais les craintes autour d'une guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis persistent. De nouveaux tarifs douaniers ont été appliqués par les deux pays portant sur 200 Mds d'importations chinoises et 60 Mds d'importations américaines. Ces mesures sont cependant moins punitives que prévues et la Chine



envisagerait de réduire ses droits de douane à partir d'octobre.

Le secteur de la construction a fortement sous performé. **Astaldi** est toujours confronté aux nombreuses incertitudes autour de la cession du pont du Bosphore et de son augmentation de capital. La cession de 59.4% dans l'hôpital de Mestre a cependant légèrement rassuré les investisseurs. **CMC Di Ravenna** et **Aldesa** ont annoncé des résultats décevants avec une détérioration des indicateurs de crédit et des niveaux de levier élevés.

Les obligations **Nyrstar** (opérant dans le secteur des métaux) ont souffert suite au profit warning annoncé jeudi, indiquant un EBITDA au 2ème semestre significativement plus faible qu'au S1. Le groupe a aussi vu sa notation révisé à la baisse de B3 à Caa1 par Moody's.

Les obligations **Casino/Rallye** ont été en hausse cette semaine ; Rallye a annoncé avoir signé une ligne de crédit pour 500 Mi d'euros à échéance 30 Juin 2020 auprès de 5 banques, permettant ainsi de soulager sa liquidité à court terme. L'émetteur **Teva** a sur performé suite à l'obtention de l'accord de la FDA sur son médicament contre la migraine, qui devrait soutenir les résultats 2019.

**Danske Bank** est toujours sous pression face aux allégations de blanchiment d'argent dans sa filiale estonienne. L'enquête est toujours en cours et pourrait déboucher à des amendes imposées par les autorités danoises mais aussi américaines.

Côté primaire, le marché a été assez dynamique. Les assureurs **Phoenix** et **Groupama** ont émis des obligations Tier 2 pour 500 Mi d'euros tous deux (coupon de 4.375% et 3.375%). **BBVA** a émis pour 1 mds d'euros d'obligation AT1 avec un coupon de 5.875%. Côté High Yield, IGT (Ba2/BB+) a émis à 9 ans pour 750 Mi de dollars avec un coupon de 6.25%. **Akzonobel**, fabricant de peintures et produits chimiques de spécialité, a émis en deux tranches euro (6.5% de coupon) et dollar (8% de coupon) pour un montant total de 1.385 Mds d'euros. **Refinitiv**, la division Financial & Risk de **Thomson Reuters**, a

émis pour €860 Mi et \$1250 Mi de coupon 4.50% et 6.25%.

## CONVERTIBLES

Un peu d'embellie sur les marchés cette semaine et notamment sur l'Europe, ce qui se retrouve également dans les performances des indices d'obligations convertibles, avec là aussi une surperformance de l'Europe, qui s'installe face aux Etats-Unis depuis le début du mois.

Côté primaire, une seule émission cette semaine, aux Etats-Unis mais pour un « jumbo deal » de la part de **Splunk Inc.** qui développe et commercialise un logiciel de récupération et d'analyse de données. La société a émis deux obligations convertibles, la première pour \$1.1 milliard à 5 ans avec un coupon de 0.5% et la deuxième pour \$750 millions à 7 ans avec un coupon de 1.125%, la société n'était pas endettée, cette opération servira au financement des opérations courantes mais aussi pour le financement de futurs acquisitions.

Deux autres éléments importants également cette semaine dans le gisement des obligations convertibles. Tout d'abord **Rallye** a obtenu une ligne de crédit (ne nécessitant pas de mise en garantie de titres **Casino**) de €500 millions auprès de cinq banques, cela offre de la visibilité sur le refinancement des échéances à court terme et retire un peu de pression sur le titre Casino. Cela a conduit le cours de bourse de Casino a fortement rebondir et surtout l'échangeable Rallye/Casino 2022 a repris 20 points. L'autre nouvelle concerne **Nyrstar** (métaux et mines) qui a annoncé un profit warning sur ses résultats du second semestre, ce qui fragilise les perspectives sur l'amélioration de sa génération de cash-flow alors même que Moody's vient de réviser à la baisse sa notation.

*Achévé de rédiger le 21/09/2018*



**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)**