
FLASH MARCHÉS : LA PEUR D'UNE GUERRE COMMERCIALE ALIMENTE LA FÉBRILITÉ

LE 23 MARS 2018

Sur les marchés

Cette semaine a été marquée par le premier exercice de communication du nouveau président de la Réserve fédérale américaine Jerome Powell, relativement bien accueilli par les marchés. Il a sans surprise relevé d'un quart de point les taux directeurs et a également renouvelé sa confiance envers l'économie américaine qui devrait connaître une croissance justifiant deux autres hausses cette année. Il a aussi constaté que les données économiques actuelles ne donnaient pas de signe d'accélération de l'inflation, repoussant ainsi à plus tard l'idée d'un durcissement de sa politique monétaire.

Mais l'attention s'est rapidement focalisée sur les mesures protectionnistes du Président Trump, laissant craindre le début d'une guerre commerciale. Dans le même temps, le potentiel de nouvelles économiques positives cette semaine s'est amenuisé, ne laissant aucune chance aux marchés de digérer les annonces américaines de mesures protectionnistes envers les importations chinoises. 60 milliards de dollars d'importations chinoises seraient à présent assujetties à des nouvelles taxes, sur environ 1300 produits. Même si le secrétaire d'Etat au commerce américain Wilbur Ross affirme qu'il ne s'agit que d'un début de négociations, la Chine envisage en représailles de taxer 128 produits importés représentant trois milliards de dollars (sur un total de 172 milliards d'importations en valeur), touchant par exemple le porc, l'aluminium recyclé, les tuyaux en acier, les fruits ou encore le vin.

Les annonces protectionnistes envers les autres pays auraient cependant dû atténuer les craintes de guerre commerciale. En effet, l'administration américaine a donné à l'Union Européenne jeudi, et précédemment à l'Argentine, l'Australie, le Canada, le Mexique et la Corée du Sud, la possibilité de négocier des taxes sur l'acier et l'aluminium. Dans l'attente de l'issue des négociations sino-américaines, cet épisode est de nature à générer un retour de la prime de risque et de la volatilité sur les marchés d'actions mondiaux.

Le secteur de la technologie américaine avait déjà entraîné les marchés à la baisse en début de semaine, avec le scandale Facebook. Les indicateurs avancés manufacturiers PMI qui se replient légèrement (sur des niveaux néanmoins élevés), que ce soit en Europe ou au Japon, ont également pesé sur la tendance.

Dans ce contexte, l'ensemble des marchés d'actions se replie, les valeurs les plus cycliques étant particulièrement impactées. On a pu observer un traditionnel arbitrage vers les valeurs refuges que sont les obligations à 10 ans allemandes ou encore le Yen.



▶ ACTIONS EUROPEENNES

Semaine de correction sur les marchés européens. Elle débute avec l'accusation de Facebook de ne pas protéger ses données et sur fond de menaces de guerre commerciale à l'initiative de Trump, et s'accélère à partir de la publication jeudi d'indicateurs avancés décevants en Europe, puis de statistiques hebdomadaires de l'emploi américain peu enthousiasmantes.

L'indicateur avancé de la France marque un retour à un niveau d'il y a six mois, tandis que l'indice allemand ZEW est mal orienté. Le rally obligataire qui a suivi a été vigoureux, avec un retour du rendement français au plus bas de l'année et un écartement des spreads espagnols et italiens. L'accord entre Londres et l'Union européenne concernant une période de transition a été inaudible dans ce contexte.

Le secteur de la technologie affiche le recul le plus fort, suivi des secteurs sensibles aux taux, tels que les banques et les assureurs, ainsi que des secteurs cycliques, industries, matériaux de base et construction. Seul le secteur de l'immobilier a été en hausse sur la semaine. **Klépierre** a fait une offre sur l'anglais **Hammerson** qui a été refusée. La baisse des stocks américains de pétrole a permis de limiter la baisse de ce secteur. Un nouvel avertissement sur les résultats de **Deutsche Bank** entraîne une baisse du titre. Des prévisions prudentes de **Kingfisher** ont affecté le secteur de la construction, tandis que le secteur agro-alimentaire pâtissait de la difficulté de **General Mills** à répercuter la hausse des prix des matières premières. L'avertissement de **Southwest Airlines** sur sa recette unitaire a pesé sur le secteur aérien, tandis que la grève d'**Air France** touchait 25% des vols. **Airbus** a été pénalisé par un nouvel article du Handelsblatt évoquant de nouvelles affaires de corruption. Les électriciens européens bénéficient d'une forte remontée du prix des droits carbone et des manœuvres stratégiques entre **Eon** et **RWE**. Le plan stratégique pluriannuel de **Publicis** a été accueilli fraîchement, les tendances molles dévoilées au titre de janvier et février prenant le dessus sur les considérations stratégiques.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Forte correction pour les marchés actions cette semaine : le S&P abandonne 3,9% et le Nasdaq plus de 4,2%. Les discussions sur le périmètre et l'ampleur des barrières douanières voulues par Donald Trump ont constitué le principal moteur de cette baisse. La Fed a relevé ses projections de croissance (pour 2018) et d'inflation (pour 2019).

Les conséquences d'une guerre commerciale ont alimenté des rotations défensives entre les différentes classes d'actifs et au sein même du marché actions. Le 10-ans est ainsi passé de 2,9% à 2,8% lorsque le marché actions perdait près de 3%. Au cours de la semaine, ce sont les télécoms, la consommation de base et les *utilities* qui affichent les meilleures performances hebdomadaires. Sur la seule journée de jeudi, lorsque le S&P lâchait 2,5%, les *utilities* progressaient de 0,4%.

Parmi les nouvelles microéconomiques, on retiendra principalement les déboires de **Facebook**, suite à l'exploitation de données personnelles par certains fournisseurs pendant la campagne présidentielle américaine. Le titre perd 10% au cours de la semaine, soit près de 50 milliards de dollars de capitalisation boursière.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Plombé par la crainte d'une escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et par l'incertitude politique au Japon, l'indice TOPIX a achevé la semaine en baisse de 0,53%. Les actions japonaises ont souffert de la pression vendeuse des investisseurs étrangers, ces derniers redoutant de nouvelles mesures de restrictions aux importations de produits chinois aux États-Unis, ainsi que l'instauration de droits de douane par la Chine en représailles. Au Japon, le moral des investisseurs a également été miné par la baisse de la cote de popularité du Premier ministre Shinzo Abe (10 points de moins, à un peu plus de 30%) en raison de l'affaire Moritomo Gakuen.



Les secteurs exploitation minière (+4,55%) et produits du pétrole et du charbon (+3,55%) ont surperformé le TOPIX, tirés par la société d'exploration pétrolière **INPEX** (+4,97%), qui a profité de l'annonce d'un accord de dédommagement avec le gouvernement de l'Équateur concernant l'expropriation d'un gisement pétrolier, et le conglomérat **JXTG Holdings** (pétrole et métaux non ferreux), qui s'est adjugé 2,96%.

Astellas Pharma (+4,81%) et **Ono Pharmaceutical** (+2,97%) ont également eu le vent en poupe.

En revanche, les secteurs alimentation (-2,68%) et papier et pâte à papier (-1,96%) ont sous-performé. **Japan Tobacco Industry** et **Ajinomoto** ont cédé respectivement 6,06% et 3,5%. Les valeurs technologiques (-1,4%) n'ont pas eu non plus le vent en poupe. Les valeurs de croissance, à l'instar de **Nitto Denko** (-4,71%), **Murata Manufacturing** (-3,94%) et **Keyence** (-3,32%), ont été vendues par les investisseurs.

Depuis la correction intervenue en février, le ratio cours/bénéfices prévus dans un an se situe dans le bas de la fourchette moyenne, que ce soit pour l'indice Nikkei 225 (12,7) ou pour le TOPIX (14,7).

▶ MARCHES EMERGENTS

Avec son nouveau gouverneur Yi Gang, la **banque centrale chinoise** a réagi prudemment en relevant le taux d'intérêt à court terme de cinq points de base à la suite de la hausse des taux de 25 points de base de la Fed. Trump a signé la sanction douanière sur les importations chinoises. L'impact négatif estimé est de -0,8% sur la croissance des exportations de la Chine et de -0,1% sur la croissance du PIB.

Tencent a publié des résultats de l'année 2017 marqués par une croissance de +56% du chiffre d'affaires et une croissance de +74% des profits. La marge sur le segment des jeux a déçu le marché à cause du nouveau cycle d'investissement au 4ème trimestre et un retard de monétisation sur les jeux de type Sandbox.

Les segments de la publicité et de l'efinance restent robustes grâce à la bonne performance de **Wechat/QQ**. **Naspers** a décidé d'alléger sa position dans Tencent de 33% à 31% après plus de 15 ans d'investissement. Les résultats de **Geely** ont été solides, mais le manque de visibilité sur la demande de leur nouveau modèle Lynk & Co et les contraintes de capacité sont restés les principales sources d'inquiétude. **Ping An** a également publié de bons résultats, au-dessus du consensus, mais le titre a réagi négativement.

Au **Mexique**, la presse suggère que les États-Unis semblent prêts à faire des compromis, augurant un meilleur résultat pour la renégociation de l'ALENA. Le principal problème reste le mécanisme de règlement des différends.

La **banque centrale brésilienne** a baissé son taux directeur de 25 points de base pour le ramener à un plus bas jamais atteint à 6,50%. En laissant la porte ouverte à d'autres baisses de taux, le discours accommodant a surpris positivement les investisseurs. **Renner** prévoit un bon maintien de la consommation en tablant sur une croissance de son chiffre d'affaires de 15%. **PagSeguro** a annoncé des résultats au titre du quatrième trimestre supérieurs à ceux attendus, principalement influencés par la forte croissance des créances, l'augmentation du volume et l'effet de levier opérationnel.

Le **président péruvien** Kuczynski a démissionné. Nous restons concentrés sur la reprise économique. Le PIB de l'**Argentine** au quatrième trimestre 2017 est plus élevé que prévu à 3,90%. De plus, le déficit du compte courant a atteint 4,8% du PIB. Il s'agit du déficit le plus élevé depuis les années 90 et cela témoigne d'une très forte détérioration du compte courant. D'autant plus que le pays traverse le premier cycle de reprise économique. Enfin, **Banco Supervielle** a annoncé qu'il pourrait faire une acquisition.



▶ MATIERES PREMIERES

Semaine haute en couleurs avec la première intervention du nouveau président de la Fed et la nouvelle vague de mesures protectionnistes du Président Trump. Le premier évènement était attendu et n'apporte pas de changements à court terme. Le second conduit à davantage d'interrogations. Le risque le plus important serait le déclenchement d'une guerre commerciale globale, qui remettrait ainsi en cause la croissance synchronisée des économies (Etats-Unis, Chine et Europe) et son impact très positif sur la demande de matières premières. Néanmoins, l'expérience récente sur l'**acier** et l'**aluminium** (annonce de barrières douanières mais au bout du compte de nombreuses mesures d'exemptions qui touchent les 2/3 des importations) montre qu'il y a une marge entre ce que dit Trump et ce qu'il fait en réalité. L'exception touche davantage le secteur du **pétrole**. Les nominations récentes de Mike Pompeo au poste de Secrétaire d'Etat et de John Bolton comme conseiller à la sécurité nationale vont clairement dans la direction d'un durcissement des relations avec l'Iran, et une possible remise en cause de l'accord sur le nucléaire. Les autres membres du P5+1 (France, Angleterre et Allemagne notamment) pourraient concéder des sanctions supplémentaires contre l'Iran pour garder les Etats-Unis dans l'accord. Cela reste de nature à augmenter les tensions sur les prix de l'or noir.

Au niveau des fondamentaux, la réduction des inventaires a été maintes fois soulignée, et ceux-ci se rapprochent de la fameuse moyenne à 5 ans (à 2871Mb tels que mesurés par l'AIE, ils sont 53Mb au-dessus de cette moyenne). Cependant, l'OPEP et ses alliés semblent vouloir changer de méthode de calcul et comparer les stocks à la moyenne à 7 ans, ce qui implique que ces stocks seraient alors plus de 80Mb au-dessus de la normal, et qui nécessiterait de prolonger les coupes de production jusqu'en 2019. L'Arabie Saoudite et la Russie restent donc très impliqués dans la normalisation des inventaires.

Entre fondamentaux et géopolitique, l'environnement plaide pour un prix du baril de Brent entre 65 et 70 dollars le baril à court terme.

L'autre bénéficiaire de l'environnement actuel (« *flight to quality* », risque inflationniste en cas de protectionnisme important) est l'once d'**or**, qui se rapproche de ses plus hauts récents (1345\$/oz vs. 1366\$/oz en janvier).

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

La semaine a été marquée par le *roll* des indices CDS vers la Serie 29 et de nombreuses publications de résultats ou actualités financières. Le Main s'est écarté de quatre points de base et le Xover de 16 points de base en plus de l'effet du *roll*.

CMA CGM a publié d'excellents résultats au titre de 2017 avec un EBITDA à plus de deux milliards d'euros mais a délivré un message plus mitigé pour 2018, prévoyant une baisse des taux de fret et une hausse des coûts. **CBR Fashion** (B2/B) a fait part de la finalisation de son acquisition par le fonds **Alteri Investors**. Le conflit entre **Vivendi** et le fonds activiste Elliott au sujet de **Telecom Italia** se poursuit, avec la démission en bloc d'une majorité des administrateurs actuels. Le nouveau conseil d'administration devra être nommé le 4 mai prochain. **Salt**, opérateur de téléphonie mobile en Suisse, appartenant au fonds NJJ (Xavier Niel), a annoncé une entrée « fracassante » sur le marché du fixe, avec une box nouvelle génération pour apporter la TV, Internet et du contenu à de futurs abonnés. La société allemande **ZFF** a quant à elle été upgradée « Investment Grade ».

Du côté du marché primaire, le voyageur **TUI** a finalement reporté son émission obligataire car il n'arrivait pas à obtenir un taux correspondant à sa demande (inférieur à 1%). **Team Systems** (rating B), fournisseur de logiciels de paie, RH, finance aux PME en Italie, a émis 750 millions d'euros de bonds FRN - 5 et 7 ans à E+400bps. **LKQ**, sous-traitant automobile américain, a émis un milliard d'euros pour financer une acquisition, en deux bonds de 8 et 10 ans aux taux de 3,625% et 4,125%.



CONVERTIBLES

L'activité sur le marché primaire des obligations convertibles est restée très soutenue cette semaine, avec huit émissions pour un montant cumulé d'environ 2,4 milliards de dollars. Le gros de l'activité (cinq émissions au total) est intervenu aux États-Unis.

Apptio, une société qui commercialise des solutions informatiques de gestion, de planification et d'optimisation basées sur le cloud, a émis pour 125 millions de dollars d'obligations à 5 ans assorties d'un coupon de 0,875% et d'une prime de 30%. Le produit de cette émission est affecté aux besoins généraux de l'entreprise (fonds de roulement, investissements, possibles acquisitions). **Herbalife**, une entreprise spécialisée dans la nutrition, qualifiée il y a quelques années de chaîne de Ponzi par Bill Ackman, a émis pour 500 millions de dollars d'obligations convertibles à échéance 2024, assorties d'un coupon de 2,625% et d'une prime de 30%. Le produit de cette émission lui permettra de racheter une partie de son émission convertible en circulation, assortie d'un coupon de 2%, qui arrive à échéance en 2019. La société d'investissement immobilier cotée **Blackstone Mortgage Trust** a de nouveau fait appel au marché en plaçant pour 220 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 4,75% et d'une prime de 15%. Cette émission lui permettra de consentir et de racheter d'autres prêts hypothécaires commerciaux, ainsi que d'autres actifs et investissements visés.

Accelerate Diagnostics, une société spécialisée dans le diagnostic in-vitro, a effectué une émission à 5 ans assortie d'un coupon dans une fourchette indicative de 2 à 2,5% et d'une prime de 27,5 à 32,5%. Les conditions finales doivent encore être confirmées mais le produit de l'émission sera affecté à la commercialisation de produits existants et aux besoins généraux de l'entreprise. Enfin, le développeur de systèmes de piles à combustible **Plug Power** a émis pour 100 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans pour financer un programme de rachat d'actions, son besoin en fonds de roulement, des investissements et de possibles acquisitions.

En Europe, il y a eu deux émissions non dilutives. Le groupe anglo-suisse **Glencore** (exploitation minière et négoce de matières premières) a placé pour 500 millions de dollars d'obligations convertibles à 7 ans. Malgré l'absence de coupon, la structure de remboursement des primes implique un taux de rendement actuariel annuel de 1%. Le produit de cette émission sera affecté aux besoins généraux de l'entreprise et à l'achat d'options d'achat dénouables uniquement en numéraire. **Carrefour** a invoqué les mêmes raisons lorsqu'il a placé sur le marché une deuxième émission convertible non dilutive de 500 millions de dollars, assortie d'une prime de 20%. Cette émission, qui arrivera à échéance en 2024, générera un taux de rendement actuariel de 0,55%. La société d'investissement immobilier cotée australienne **Cromwell Property Group** a de nouveau fait appel au marché, où elle a placé pour 230 millions d'euros d'obligations convertibles à 7 ans, assorties d'un coupon de 2,5% et d'une prime de 7,5%. Cette société entend ainsi repousser ses échéances de dette et racheter son émission convertible existante de 150 millions d'euros qui arrive à échéance en 2020.

Dans l'actualité cette semaine, **Ubisoft** a annoncé le placement de 13,4 millions d'actions au prix de 66 euros en lien avec la vente par **Vivendi** de sa participation de 27% et l'acquisition par **Tencent** de 5% du capital de l'éditeur de jeux vidéo français. Même si la perspective d'une prise de contrôle par Vivendi a du plomb dans l'aile, le titre a rebondi de plus de 3% en séance. Son cours est désormais supérieur de 6% au prix de placement, les investisseurs étant sensibles à la capacité de l'entreprise à accroître les ventes de ses jeux en Chine.

Enfin, la principale compagnie aérienne japonaise **ANA Holdings** a annoncé la fusion de ses deux filiales low cost, Peach et Vanilla, afin d'accélérer son développement en Asie du Sud-Est, ainsi que la signature d'un accord de partage de code avec **Alitalia** afin de développer son activité en Europe.

Achévé de rédiger le 23/03/2018



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