



FLASH MARCHÉS : SUR LE QUI-VIVE

LE 25 MAI 2018

Sur les marchés

La semaine aura été marquée par les discussions officielles entre la Chine et les États-Unis qui ont confirmé leur souhait de mettre fin à l'escalade de menaces de barrières tarifaires et de discuter d'un accord plus global. La rhétorique protectionnisme adoptée par Donald Trump sur le déficit courant américain a renforcé les craintes d'une guerre commerciale qui aurait pu mettre à genou la croissance mondiale. Mais les États-Unis et la Chine se sont entendus pour renforcer leur collaboration, lever les barrières commerciales et favoriser l'accès pour les entreprises américaines au marché chinois. Ce dernier point risque cependant de ne pas être neutre pour les pays dont les exportations sont en concurrence avec celles des États-Unis.

L'optimisme sur ce sujet s'est ensuite tempéré, car le président américain, en pleine période pré-électorale des *Midterms* du 6 novembre, a entendu les critiques formulées par des élus des deux bords. Ces derniers craignent que la question de la protection de la propriété intellectuelle en Chine ne soit sacrifiée pour des résultats de court terme en termes de balance commerciale. L'Europe semble être la grande perdante de l'accord sino-américain. En effet, il est peu probable que la Chine parvienne à combler le déséquilibre de la balance commerciale avec les États-Unis seulement par une augmentation des importations de soja américaines. Des gros contrats seraient à prévoir dans des secteurs comme l'aéronautique, secteur actuellement dominé par les entreprises publiques en Chine. Dernier épisode jeudi : Donald Trump menace dorénavant d'imposer des barrières douanières supplémentaires sur le secteur automobile, pénalisant notamment les titres des constructeurs automobiles en Europe.

En Europe, la publication mercredi des premiers indices d'activité PMI en mai a ravivé les inquiétudes liées à la croissance en zone euro. Les indices composite (manufacturiers et services) en France, Allemagne et zone euro inquiètent quant à la poursuite de la croissance à des niveaux élevés. La composante « demande aux entreprises » (y compris les nouvelles commandes à l'exportation) continue en effet de ralentir. L'indicateur reste toutefois au-dessus de 50 (seuil d'expansion) indiquant une croissance qui restera à des niveaux proches, mais inférieurs au rythme actuel. La composante « emploi » reste pour sa part toujours bien orientée, ce qui atteste de la vitalité du marché du travail.

A ces éléments macro-économiques se sont ajoutés les craintes autour de la situation politique italienne. Giuseppe Conte sera en effet le nouveau Premier ministre italien. Son rôle sera déterminant pour offrir une meilleure visibilité sur l'avenir de la politique italienne et ses relations avec les instances européennes. Au vu du programme de la coalition, les zones de conflit seront importantes tant sur la question de l'austérité que sur celle des flux migratoires. Le sujet pour les marchés est essentiellement celui de la dette italienne. Les taux des *Btps* à 10 ans ont en effet réagi fortement à la hausse pour dépasser 2,4%. La structure du marché obligataire italien est particulière, car seule une très faible portion des €2.7tn de dette est détenue en dehors de ses frontières. Plus de 2/3 de sa dette est détenue par les résidents, à savoir les banques, les fonds de pension et les assureurs. Ils tendent à être moins sensibles aux variations de prix que les autres investisseurs. La BCE détient par ailleurs 15% de la dette italienne.



Sur le plan géopolitique, le président américain a une nouvelle fois changé d'avis, abandonnant le sommet avec la Corée du Nord. Dans un contexte géopolitique tendu, et sur fond de ralentissement ponctuel des indicateurs avancés PMI, nous maintenons notre conviction concernant la force du cycle actuel. L'évolution du dollar (contre toutes devises) a principalement guidé l'évolution récente des marchés, permettant un rebond en Europe au moment où les indicateurs macro-économiques ralentissent. Ceci nous amène à réduire de façon tactique notre score global sur les actions, notamment européennes et japonaises. Le point crucial selon nous restera le mix entre croissance et inflation, qui est aujourd'hui dans une zone favorisant l'Europe au détriment des Etats-Unis.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Correction sur les marchés actions européens cette semaine, dans un contexte politique tendu en Italie, d'indicateurs PMI en zone euro qui confirment le ralentissement de la croissance et de tensions commerciales persistantes entre la Chine et les Etats-Unis. Le dollar a poursuivi sa hausse face à l'euro et le spread italien s'est encore écarté dans l'attente de la formation d'un gouvernement par Giuseppe Conte.

Les secteurs les plus cycliques ont été pénalisés par un mouvement d'aversion au risque, qui a bénéficié aux secteurs défensifs. Les valeurs pétrolières ont corrigé sur fond de baisse du cours du baril. Les valeurs bancaires continuent quant à elles d'être impactées par la faiblesse persistante des taux longs, et souffrent de la situation italienne. Le secteur automobile, en particulier les constructeurs allemands, a pâti d'un possible alourdissement des taxes sur les importations évoqué par le président américain. Les télécoms en France ont en revanche surperformé, portés par les perspectives de consolidation du secteur suite aux propos plus conciliants de l'ARCEP, le régulateur des télécoms.

Deutsche Bank a fortement baissé après la révélation de plusieurs dysfonctionnements sérieux par la nouvelle direction. La banque a confirmé une suppression d'au moins 7000 postes principalement dans la BFI afin de ramener l'ensemble de ses coûts à 22 milliards d'euros en 2019, réduire son exposition au risque et privilégier une montée en puissance du digital.

Du côté des transformations d'entreprises, l'activiste **Elliott** a confirmé une prise de participation dans **ThyssenKrupp**, ce qui pourrait favoriser les mutations au sein du groupe. **Siemens** a poursuivi ses achats avec **Enlighted** (Internet des objets) et **Generali** a annoncé l'acquisition d'un assureur tchèque pour 245 millions d'euros. Notons également en Espagne l'acquisition de 8,6% de **NH Hoteles** par le groupe thaïlandais **Minor**, et l'annonce par un second hôtelier chinois, **Huazhu**, d'une prise de capital de 4,5% d'**Accor**. Enfin, Carlos Ghosn a exclu toute fusion de **Renault** avec **Nissan** avant 2020.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Semaine presque éplate pour les marchés (-0,06% pour le S&P) dans des volumes toujours relativement faibles (-15% vs. le dernier mois écoulé). Peu de nouvelles macroéconomiques : les ventes de maisons neuves pour le mois d'avril sont ressorties en recul de 1,5%, l'indice des prix immobiliers s'est inscrit en progression de 1,7% et les ventes de maisons existantes ont décliné de 2,5%.

Les *minutes* de la Fed ont dévoilé une posture légèrement plus accommodante qu'anticipé : le communiqué indique que les membres de la Fed ne s'inquiètent pas de la récente hausse de l'inflation ; celle-ci étant attribuée principalement à des facteurs temporaires, l'inflation sous-jacente ne semblant pas suivre la même trajectoire. Le comité a par ailleurs reconnu que les conditions financières s'étaient détériorées depuis le dernier meeting. Enfin, l'enthousiasme sur l'impact positif de la réforme fiscale s'estompe alors que les craintes sur les conséquences d'une guerre commerciale se font plus vives.



Le Congrès américain a voté cette semaine un allègement des règles du 'Dodd-Frank Act' pour les banques américaines, matérialisant la déréglementation du secteur. Les banques de petite taille sont les bénéficiaires du texte, ce qui pourrait entraîner une vague de fusion dans le secteur. Pour les grandes banques, les règles des stress-tests et les ratios capitalistiques ont été assouplis.

Avec le recul du 10-ans, ce sont les « bonds proxys » qui affichent les meilleures performances hebdomadaires. Les **utilities**, les **télécoms** et l'**immobilier** progressent de 1,5%-2% tandis que les secteurs à durée courte ont perdu du terrain. L'**énergie** et les **financières** s'inscrivent en recul de 0,9% et 2,8% respectivement.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Le marché actions japonais a achevé la semaine en baisse (-2,18% pour l'indice TOPIX) en raison d'un regain d'inquiétude quant à la politique commerciale des États-Unis, qui envisagent d'augmenter les droits de douane sur les importations de véhicules en provenance du Japon. Cette annonce a fait plonger les cours de Bourse des grands constructeurs automobiles et sidérurgistes tournés vers l'export, davantage pénalisés par l'aversion au risque que les petites capitalisations ou les entreprises tournées vers le marché intérieur.

Les secteurs de l'exploitation minière (-6,5%), du transport maritime (-6,19%), de la sidérurgie (-4,48%), des équipements de transport (-4%) ont terminé dans le rouge, pénalisés par une actualité défavorable marquée par les mesures protectionnistes aux États-Unis.

En outre, le secteur de l'assurance (-6,01%) a souffert de la baisse des rendements obligataires aux États-Unis, qui sont retombés sous le seuil des 3%. **MS&AD Insurance Holdings**, **Daiichi Life Holding** et **T&D Holdings** ont chuté de 8,17%, 7,67% et 7,44%, respectivement.

En revanche, les valeurs tournées vers le marché intérieur comme **KAO** (+4,32%) et **Unicharm** (+4,21%), qui profitent de la demande créée par le tourisme entrant, ont terminé dans le vert, tout comme l'agence de publicité **Recruit Holdings** (+3,59%).

▶ MARCHES EMERGENTS

Malgré le ton conciliant de la Fed, les marchés émergents ont continué à corriger cette semaine. Après que la Chine et les États-Unis ont conclu un accord commercial le week-end dernier, Donald Trump a menacé d'imposer des tarifs supplémentaires sur le secteur automobile, pénalisant notamment le Mexique.

En Chine, **Ctrip** a publié une croissance annualisée de 10% et la direction de la société table sur une croissance de 12 à 17% pour les prochains trimestres, portée par le tourisme international. Après l'Indonésie, et face à la montée des cours du brut, la Thaïlande et le Brésil ont fait marche arrière en subventionnant à nouveau le prix de l'essence à la pompe.

Au Brésil, afin de faire face à la grève des camionneurs qui menace la distribution alimentaire, **Petrobras** a décidé de réduire le prix du diesel de 10% pour les 15 prochains jours. Le marché craignait que Petrobras abandonne la politique de la nouvelle parité des prix du pétrole et le titre a fortement corrigé. Le coût estimé pour le gel des prix de l'essence à la pompe est de 94 millions de dollars, très faible. Petrobras a tenu une conférence téléphonique pour expliquer qu'en fait, la politique de prix était maintenue. Les pertes seraient couvertes par le gouvernement.

En Turquie, la banque centrale a surpris le marché et augmenté les taux d'intérêt de 300 points de base pour contenir la dépréciation de la monnaie.

▶ MATIÈRES PREMIÈRES

Les prix du **pétrole** ressortent en légère baisse au cours de la semaine (-1%), mais après avoir côtoyé les 80 dollars le baril pour le Brent et 73 dollars le baril pour le WTI.



La baisse par rapport au plus haut de la semaine est donc plus significative, et proche des 3%. Ce regain de volatilité n'est cependant pas surprenant au vu de la forte hausse de ces derniers mois (+20% depuis fin février) et de la perspective de la réunion OPEP du 22 juin.

Quel état des lieux les pays de l'OPEP vont-ils dresser ?

1/ Les stocks sont revenus au niveau souhaité quand ils ont instauré les coupes de production fin 2016, 2/ la production du Venezuela baisse à un rythme sans précédent, et la situation ne va pas s'améliorer alors que les Etats-Unis augmentent les sanctions suite aux élections dans ce pays, 3/ le risque probable de baisse des exportations iraniennes, et 4/ le risque d'impact sur la croissance de la demande lié aux prix plus élevés. Les pays de l'OPEP et la Russie sont donc sous pression pour réduire les coupes de production, tout en ne donnant pas l'impression au marché d'un revirement total de la stratégie en place. Le mois à venir va voir son lot de commentaires des ministres du pétrole des différents pays de l'OPEP, et contribuer à une plus forte volatilité des prix du pétrole.

Alors que le cours de l'**or** était orienté à la baisse depuis un mois, perdant 5% en passant de 1350 à 1290\$/oz, sous la pression conjuguée de la hausse du dollar et des rendements des obligations américaines, le dernier Tweet de Donald Trump a ramené l'once d'or au-dessus des 1300\$/oz. Sa décision d'annuler le sommet prévu, mais non finalisé, avec le leader nord-coréen Kim Jong-un, réduit l'espoir d'une dénucléarisation de la zone, et entraîne un retour de l'aversion au risque dont bénéficie le métal jaune.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

La tendance était à la baisse cette semaine. Le risque politique italien ainsi que des chiffres européens décevants (indice PMI d'activité de la zone euro en repli) ont pesé lourdement sur les marchés (écartement de neuf points de base pour l'indice Xover).

Les spreads de certains émetteurs italiens se sont fortement écartés (**Wind Tre, Astaldi, CMC di Ravenna, Senvion, Nordex, CMA-CGM...**) et le segment des financières a particulièrement souffert face à la sous-performance des banques et assureurs italiens (**Intesa, UniCredit, Generali...**). Jeudi, après une brève période de stabilisation, le marché est reparti à la baisse suite à l'annulation du sommet entre les Etats-Unis et la Corée du Nord.

Chemours (Ba2/BB), opérant dans le domaine de la chimie, a émis une obligation de maturité 8 ans pour 450 millions d'euros avec un coupon de 4%. **Sydbank**, groupe bancaire danois, a émis une obligation AT1 de coupon 5,25% pour 100 millions d'euros.

Synlab (B2/B+), opérant dans le diagnostic médical, affiche des résultats stables avec un chiffre d'affaires et un EBITDA en hausse de 13,9% et 5,3% sur un an. Les nouvelles acquisitions ont cependant eu pour conséquence une hausse de la dette nette de 97 millions au cours du trimestre, le levier net atteignant ainsi 7.4x contre 7x il y a un an. **But** (B2/B), spécialisé dans l'équipement de la maison, publie un chiffre d'affaires au titre du troisième trimestre en hausse de 1,2% grâce à un rebond des ventes mais l'EBITDA est en baisse de 17,5% en raison d'un repli de 100 points de base du taux de marge brute.

Astaldi s'est vu dégradé de CCC+ à CCC par S&P sur la base d'une forte dégradation de la liquidité au premier trimestre (forte consommation de cash) et d'une dépendance importante à leur ligne de court terme (35% de l'endettement). Ce *downgrade* pourrait être un obstacle au projet d'augmentation de capital du groupe. S&P a également dégradé la note de **Senvion** de B+ à B, évoquant une rentabilité attendue plus faible pour les 12-18 mois prochains due à une pression sur les prix plus importante que prévu dans le secteur des éoliennes.

Les obligations et l'action du groupe **Samsonite** ont souffert cette semaine après la publication par le fonds Blue Orca d'une note critiquant la gouvernance et la comptabilité du fabricant de bagages.



Hema (B3/B-) a été condamné par le tribunal de commerce de Bruxelles à verser une amende d'environ 4,5 millions d'euros à Levi Strauss. Cette somme représente environ 4% de l'EBITDA 2017 du groupe.

CONVERTIBLES

Le marché primaire des obligations convertibles reste dynamique aux États-Unis : après avoir été le théâtre de 14 émissions d'un montant total de 5,5 milliards de dollars lors des deux semaines précédentes, il en a vu quatre nouvelles cette semaine pour un montant total de 2,075 milliards de dollars. Moins de deux ans après sa première émission convertible, le fournisseur de solutions de paiement mobile **Square** a placé 750 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assortis d'un coupon de 0,5%. Le produit de cette émission est affecté à la couverture de l'opération et aux besoins généraux de l'entreprise. **Investnet** (logiciels et services financiers et de gestion de fortune) a placé pour 300 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 1,75% et d'une prime de 30% afin de rembourser le solde de sa facilité de crédit et financer d'autres besoins de l'entreprise. La société texane **NRG Energy** a émis pour 500 millions de dollars d'obligations convertibles rémunérées à 2,75% avec une prime de 42,5%, qui arriveront à échéance en 2042 afin de rembourser une partie de ses obligations de premier rang en circulation.

L'éditeur de logiciels de cybersécurité et de détection de logiciels malveillants **FireEye** a émis pour 525 millions de dollars d'obligations convertibles à échéance 2024 assorties d'un coupon de 0,875% et d'une prime de 35%. Le produit de cette émission servira à racheter ses obligations convertibles en circulation à échéance 2035 assorties d'un coupon de 1%, ainsi qu'à financer les besoins généraux de l'entreprise (y compris de possibles opérations de fusion-acquisition). Enfin, **Viavi** (fournisseur de solutions réseaux) a annoncé une offre privée d'échange sur son émission convertible à échéance 2033 assortie d'un coupon de 0,625% et le placement privé de 225 millions de dollars de nouvelles obligations convertibles à échéance 2023.

Au Japon, plus d'un mois après la dernière émission (Sapporo), l'activité a repris à l'initiative du fabricant d'équipements de fabrication de semi-conducteurs **Screen Holding**, qui a émis pour 30 milliards de yens d'obligations convertibles en deux tranches (4 ans et 7 ans).

Dans le reste de l'actualité cette semaine, le laboratoire pharmaceutique **BioMarin** a obtenu le feu vert de la FDA à la mise sur le marché du Palynziq, un traitement par injection destiné aux adultes souffrant de phénylcétonurie. Ce trouble héréditaire du métabolisme empêche l'assimilation de la phénylalanine (Phe), un acide aminé qui constitue une partie importante de toutes les protéines animales et végétales, avec à la clé un impact négatif sur la fonction cognitive. Dans le secteur immobilier en Europe, le conseil d'administration de **Beni Stabili** a approuvé l'accord de fusion avec **Foncière des Régions**. Dans le même temps, le conseil d'administration de **Westfield Corp** a accepté l'offre de rachat formulée par **Unibail-Rodamco**. Au Japon, **Sony** a accepté de racheter pour 2,3 milliards de dollars la participation de 60% au capital d'**EMI Music** détenue par un consortium emmené par Mubadala. Par ailleurs, le groupe japonais a dévoilé sa stratégie d'entreprise à moyen terme pour la période 2018-2020, qui met l'accent sur le renforcement du contenu IP, d'importants investissements dans le domaine des capteurs d'image. Par ailleurs, il a confirmé que la PS4 entre désormais dans la dernière phase de son cycle de vie (même si le lancement de la PS5 n'interviendra sans doute pas avant au moins trois ans).

Achévé de rédiger le 25/05/2018



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