



# FLASH MARCHES : UNE LONGUE LISTE DE RISQUES

**La semaine aura été particulière, marquée par une baisse conjointe des marchés obligataires et des Bourses mondiales. Après les commentaires très optimistes de Jerome Powell sur la solidité du cycle économique américain lors du dernier FOMC, les chiffres macroéconomiques sont venus assoir la vision du Président de la Fed. Les inscriptions au chômage sont ainsi revenues la semaine dernière à leur plus bas niveau depuis près de 49 ans et les commandes à l'industrie ont enregistré en août leur plus forte hausse depuis 11 mois. Le taux américain à 10 ans a donc poursuivi son ascension en direction des 3,25% avec un mouvement de courbe à la pentification.**

**En Europe, la hausse des taux américains s'est propagée aux taux « core ». Ce durcissement des conditions financières a représenté un nouveau facteur de vulnérabilité et de volatilité sur la zone émergente, à la fois sur les dettes locales et sur les indices boursiers. Ce regain d'aversion au risque est à la fois lié au raffermissement du dollar et au cycle de taux et de crédit américain. Si le resserrement monétaire américain est graduel et totalement assumé, certains pays de la zone émergente subissent une pression extérieure pour durcir à leur tour les conditions monétaires pour limiter l'affaiblissement de leur devise.**

**En Europe, c'est le facteur politique qui a pesé sur les Bourses continentales. En effet, la programmation budgétaire du gouvernement de coalition italien a ravivé les craintes des investisseurs, avec en corollaire, une nette tension des marges de crédit localisée presque exclusivement sur la dette souveraine italienne.**

**La liste des facteurs de risque est longue et pourrait nous inciter à nous détourner des actions. Loin s'en faut. Les fondamentaux des actions restent solides, aux Etats-Unis comme en Europe, où les attentes de résultats se maintiennent à des niveaux élevés - autour de 10% pour 2019. Nous conservons ainsi nos investissements sur ces deux zones, tout en continuant d'encadrer le risque action en gérant dynamiquement nos couvertures actions.**

## ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens sont repartis à la baisse cette semaine, la performance Total Return du MSCI Europe s'établissant autour de 0% depuis le début de l'année. La situation politique italienne inquiète toujours les investisseurs, même si le gouvernement a envoyé des signaux positifs cette semaine, sur les projections de déficit et de dette publique, en tendance baissière à trois ans.

Toutefois, ce sont les hausses des taux longs (américains, principalement) qui ont créé les disparités sectorielles cette semaine, avec les surperformances des secteurs énergie et assurance, et la sous-performance de l'immobilier et du luxe. Les majors pétrolières européennes ont particulièrement profité de la hausse du prix du pétrole, qui retrouve des niveaux de 2014.

La fin du troisième trimestre passée, les publications de résultat approchent. En attendant ces chiffres, on notera l'avertissement sur les profits de **Ryanair**, qui dégrade ses prévisions de résultat en raison des grèves et de la hausse des prix du carburant. Le secteur dans son ensemble a été pénalisé par ce 'profit warning'.

De même, le secteur des équipementiers automobiles a été sous pression. **Valeo**, par la voix de son CEO, a laissé entendre que les mois qui viennent seraient difficiles sur le marché chinois, après un recul des immatriculations chinoises cet été. Ces propos s'ajoutent aux craintes récurrentes sur la mise en place des nouvelles normes WLTP (Worldwide Harmonized Light Vehicle Test Procedure) en Europe.

Au sein des télécoms, les valeurs exposées à l'Italie ont souffert du résultat des enchères sur les licences 5G : les quatre opérateurs paieront un total de 6,55 milliards d'euros, alors que le gouvernement en espérait 2,5 milliards d'euros.

Parmi les nouvelles plus favorables, **Casino** a annoncé qu'il céderait l'immobilier de 55 magasins Monoprix, pour 565 millions d'euros, dans le cadre de son programme de cession de 1,5 milliard d'euros et **Akzo Nobel** a finalisé la vente attendue de son activité « Spécialités » pour un montant de 7,5 milliards d'euros dont 5,5 milliards seraient retournés aux actionnaires, montant qui pourrait être augmenté en l'absence d'acquisitions.

Enfin, le parlement français a voté la loi de privatisation autorisant la cession de sa participation dans **Aéroports de Paris**.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Semaine de correction pour les marchés américains : le **S&P** perd 0,4% et le **Nasdaq** abandonne plus de 2%.

Jerome Powell a fait état des perspectives « remarquablement positives » de l'économie américaine. Il a également indiqué que les taux actuels réels étaient juste au-dessus de zéro et devraient converger vers leur niveau « neutre » (i.e sortir de la zone « accommodante »). Ces propos ont fait bondir le 10-ans de 3,08% à 3,20%. Il se situe maintenant à son plus haut niveau depuis 2011.

Le même mouvement a été amorcé sur la partie très longue de la courbe avec une pentification de 3,23% à 3,35%. En parallèle, les bonnes données macro-économiques sont venues conforter les propos du président de la Fed. L'ISM non-manufacturier atteint 61,6 (attendues à 58) soit son plus haut niveau depuis 1997. L'ISM manufacturier est ressorti quant à lui en ligne avec les attentes (59,8 vs. 60).

Ces mouvements sur les taux ont catalysé de fortes disparités sectorielles. Les **financières** ont bénéficié des mouvements obligataires, les banques progressent de 2% au cours de la semaine, les assureurs s'adjugent 1,9%. A contrario, les secteurs à duration longue sont pénalisés, les **valeurs Internet** perdent 4,9%, les software reculent de plus de 2%. Ce mouvement est à relativiser avec les performances depuis le début d'année, l'indice des valeurs bancaires étant étale, celui des **softwares**, lui progresse encore de 28%.

## ACTIONS JAPONAISES

Le mardi 2 octobre, l'indice Nikkei 225 a atteint son niveau le plus élevé depuis près de 27 ans (novembre 1991) à la faveur du repli des craintes excessives liées à la politique commerciale des États-Unis.

Le président américain Donald Trump et le Premier ministre japonais ont convenu lors de leur sommet que Washington n'imposerait pas de droits de douane supplémentaires sur les automobiles japonaises exportées vers les États-Unis pendant la durée des négociations commerciales bilatérales.

Après la longue période de gains enregistrés depuis mi-septembre, l'indice Nikkei 225 s'est légèrement replié en raison de la prise de bénéfices des investisseurs à court terme. L'indice TOPIX a cédé 0,88% durant la semaine.

Les secteurs sensibles à la conjoncture économique, tels que les produits du pétrole et du charbon, le secteur minier et le commerce de gros, ont surperformé l'indice TOPIX. Les sociétés de commerce, comme **Itochu** (+8,73%) et **Mitsui & Co** (+4,26%), ont progressé. Les secteurs bancaire et de l'assurance se sont également bien comportés, sur fond de hausse des rendements obligataires américains.

En revanche, l'immobilier et le transport aérien ont affiché des performances relativement faibles. Par ailleurs, côté valeurs, **Unicharm** et **Shiseido**, qui avaient bénéficié de la forte demande touristique intérieure, ont perdu 6,49% et 4,82% respectivement.

Selon les données de la Bourse de Tokyo, les gains enregistrés par les actions japonaises lors de la deuxième quinzaine de septembre ont été alimentés par les achats d'investisseurs étrangers qui sont passés d'un statut de vendeurs nets pendant la première quinzaine à celui d'acheteurs nets au cours des quinze jours suivants. Leurs rachats agressifs d'instruments relatifs à l'indice Nikkei 225, dont des contrats à termes sur indices et des ETF, qui présentent une liquidité de marché plus élevée, ont permis aux gains de septembre de s'inscrire en territoire positif et au ratio Nikkei 225/TOPIX d'atteindre un niveau relativement élevé.

## MARCHÉS ÉMERGENTS

La révélation par le magazine Businessweek d'un piratage de serveurs américains par la **Chine** et les commentaires agressifs de Mike Pence, le vice-président des États-Unis, ont soulevé d'importantes incertitudes quant à l'évolution des relations entre Washington et Pékin au-delà des tarifs douaniers et de la guerre commerciale. Les titres chinois liés à l'éducation se sont retrouvés sous pression, les États-Unis ayant envisagé de refuser toute demande de visa aux étudiants chinois. **Tencent** a poursuivi son programme de rachat d'actions cette semaine, alors que l'entreprise a annoncé un plan de réorganisation stratégique en vue de constituer six unités opérationnelles pour se concentrer sur la croissance de ses activités dématérialisées et de contenu. Sa filiale musicale en ligne, **TME**, a également déposé une demande d'entrée en Bourse aux États-Unis avec une valorisation à un milliard de dollars.

En ce qui concerne les produits de gestion du patrimoine commercialisés par les banques, les règles finalisées de la Commission chinoise de régulation de la banque et de l'assurance permettent aux fonds proposant ces produits au public d'investir dans des actions et d'offrir plus de flexibilité aux filiales des banques commerciales.

Les recettes des jeux à Macao sont supérieures aux attentes : les quatre premiers jours de la Golden Week ont vu une croissance du flux touristique total (+21%) et en Chine continentale (+33%).

La *Reserve Bank of India* a maintenu son taux directeur inchangé malgré la hausse des prix du pétrole et la dépréciation de la roupie, qui a perdu plus de 2% par rapport au dollar US cette semaine. Face à la pression croissante de l'inflation, le gouvernement indien a décidé de baisser les prix de l'essence et du diesel de 5-6%, ce qui ajoutera 100 milliards de roupies au fardeau budgétaire du gouvernement central et réduira de 150 milliards de roupies les recettes fiscales des États. En outre, les entreprises publiques de commercialisation du pétrole absorberont une nouvelle baisse de 1 roupie/litre.

À l'approche des élections régionales de novembre/décembre et des élections générales de l'année prochaine, des politiques populistes similaires, telles que l'exonération de prêt agricole et la réduction des impôts fédéraux, pourraient fragiliser encore davantage la confiance du marché. Pour contenir l'agitation dans le secteur financier, le gouvernement a nationalisé la banque **IL&FS** cette semaine. **ICICI Bank** a également vu le PDG démissionner et partir en retraite anticipée. En **Corée**, l'inflation totale a grimpé à 1,9% en septembre (contre 1,4% en août) et s'approche de l'objectif de 2% de la Banque de Corée, renforçant ainsi la probabilité d'une hausse des taux de 25 points de base lors de la réunion qui se tiendra fin novembre. **Samsung Electronics** a publié ses résultats préliminaires du troisième trimestre 2018, avec un bénéfice d'exploitation de 17 500 milliards de won, dépassant légèrement les prévisions du marché.

Le **marché boursier brésilien** a rebondi cette semaine, le candidat d'extrême droite Jair Bolsonaro ayant continué de creuser l'écart dans les sondages avec 32% des intentions de vote, contre 23% pour Fernando Haddad, le candidat de gauche du Parti des travailleurs. Le 1<sup>er</sup> tour des élections se tiendra ce dimanche. Selon certaines sources, **Amazon** et **CargoX** travaillent sur un projet logistique pilote afin de rattraper **MercadoLibre**, le leader du e-commerce. Au **Mexique**, les transferts de fonds ont de nouveau battu des records en août. Le nouvel accord entre les États-Unis, le Mexique et le Canada (AEUMC) a officiellement remplacé l'ALENA, mais Donald Trump a confirmé que les droits de douane sur l'acier et l'aluminium étaient maintenus.

## MATIÈRES PREMIÈRES

Les cours du **pétrole** ont poursuivi leur hausse cette semaine, avant de se stabiliser à un prix d'équilibre de court terme de 85\$/b pour le Brent et de 75\$/b pour le WTI, et alors qu'on observe une augmentation importante des positions des traders qui spéculent sur une poursuite de la hausse. Les données de mouvements de tankers tels qu'observés en septembre font apparaître une baisse significative des exportations iraniennes, maintenant au plus bas depuis février 2016. Les exportations de brut sont de 1,6Mb/j en septembre contre 1,83Mb/j en août et 2,5Mb/j en avril, avant que les sanctions ne soient annoncées. Le pays augmente ses stocks en mer, sur des tankers qui restent mouillés au large, et construit davantage de capacités de stockage à terre.

L'Arabie Saoudite a de nouveau voulu rassurer tant sur le court terme, en invitant les raffineurs qui n'avaient pas encore de contrat avec eux de les contacter, et qu'ils seraient approvisionnés, que sur le long terme en annonçant un plan d'investissement de 20 milliards de dollars sur les prochaines années pour maintenir ou potentiellement accroître sa capacité disponible de 1Mb/j à 13Mb/j. Bien que louable, une telle annonce ne change rien sur l'offre nécessaire à court terme. Elle pose par ailleurs la question de la réelle capacité de production du pays, estimée à 12Mb/j. Le pays devrait néanmoins apporter environ 550kb/j de capacité au 4<sup>ème</sup> trimestre, au travers des champs de Khurais et Manifa.

En revanche, l'espoir évoqué la semaine passée de retour en production de la Zone Neutre serait à nouveau déçu, le Koweït refusant que la société **Chevron** soit l'opérateur du champ de Wafra, alors que cette société gère la quote-part de l'Arabie Saoudite.

Les prix élevés commencent à poser problème dans certains pays émergents. Le gouvernement indien vient ainsi d'annoncer des réductions de taxes sur l'essence et le diesel, dans le but d'atténuer les effets de la hausse des prix du brut. Cela fait partie d'une tendance croissante dans de nombreux pays émergents qui réintroduisent des prix subventionnés.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

Les investisseurs, inquiets face au risque budgétaire italien, se sont montrés assez rassurés mercredi par la présentation d'une version modifiée du budget par le premier ministre. La hausse des taux souverains jeudi, suite à la progression des rendements américains, a pesé sur le marché. L'indice Xover ne s'est cependant écarté que de quatre points de base au cours de la semaine.

Les obligations **Casino/Rallye** ont enregistré une hausse en début de semaine suite à l'annonce de la signature d'une promesse de vente portant sur les murs de 55 magasins Monoprix pour 565 millions d'euros. Les produits de la cession devraient être encaissés d'ici fin 2018. On note de nouveaux flux acheteurs sur les obligations **Astaldi** (Caa2/D). Le groupe qui a demandé l'ouverture d'un concordat préventif la semaine dernière face à un manque de liquidité, serait toujours en discussion avec un consortium d'investisseurs mené par **China Merchants Group** pour vendre sa participation dans le pont du Bosphore en Turquie. Les obligations **Grifols** ont bien résisté malgré la faiblesse côté action suite à la publication d'un rapport mettant en avant le risque d'une forte concurrence de la part d'une nouvelle classe de médicament. Sur le front des financières, les banques nordiques ont été sous pression suite à de nouvelles rumeurs de blanchiment d'argent en Estonie (transactions transfrontalières entre 2008 et 2015 pour environ 1000 milliards de dollars selon Bloomberg).

Les enchères de fréquences 5G en Italie qui se sont terminées cette semaine vont rapporter 6,55 milliards d'euros au gouvernement italien. **Wind Tre** (B1/BB-) et **Telecom Italia** (Ba1/BB+) vont verser respectivement environ 517 millions d'euros et 2,4 milliards d'euros ; l'impact sur les ratios de levier sera de l'ordre de 0.1x. **Eurofins**, groupe de laboratoires d'analyses, acquiert **TestAmerica** auprès de **JSTI** pour 175 millions de dollars. Cette acquisition représente environ 7% du chiffre d'affaires et n'impacte que faiblement le ratio de levier.

Coté primaire, **Warner Music Group** (B1/B3) a émis à 8 ans pour 250 millions d'euros avec un coupon de 3,625%. **El Corte Inglés** (Ba1/BB), chaîne de magasins espagnole, a émis à 6 ans pour 600 millions d'euros avec un coupon de 3%. **Lloyds** a émis une obligation AT1 de coupon 7,50% pour 1,5 milliard de dollars.

### CONVERTIBLES

Cette semaine, quatre opérations ont eu lieu sur le marché primaire. Au Vietnam, **Vingroup**, un promoteur immobilier, a eu recours à son obligation convertible avec échéance en 2023 émise en juin pour 125 millions de dollars, le produit servant à financer son activité dans le secteur de l'hôtellerie, de la restauration et des cafés.

Aux États-Unis, **Apollo Commercial Real Estate Finance** a émis pour 200 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 5,375% afin de financer le remboursement de sa dette existante. **Tilray**, un producteur de cannabis à usage thérapeutique, a placé pour 450 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 5% à peine trois mois après son introduction en Bourse afin de financer son besoin en fonds de roulement et ses futures acquisitions. **Boingo Wireless**, un fournisseur d'accès à l'Internet mobile, a émis pour 175 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 1% à des fins de refinancement.

L'action d'**Intu** a bondi de 30%, **Brookfield Property Group** confirmant la possibilité d'une offre d'acquisition de la société immobilière britannique. Certaines sociétés immobilières allemandes comme **Deutsche Wohnen** ou **LEG Immobilien** ont été sous pression, leurs actions enregistrant une chute d'environ 5% au cours de la semaine en raison de la hausse mondiale des taux, les rendements du Bund et des bons du Trésor à 10 ans s'établissant à 0,56% et à 3,2% respectivement. Aux États-Unis, **Insméd** a reçu le feu vert de la FDA pour Arikayce, son médicament contre les maladies pulmonaires, accompagné toutefois d'un encadré de mise en garde concernant le risque accru de problèmes respiratoires. Les fournisseurs de semi-conducteurs asiatiques ont reculé après l'annonce d'un possible piratage de puces américaines, des obligations convertibles telles que celles d'**UMC**, de **SMIC** ou d'**Ennoconn** essayant une sous-performance.

*Achévé de rédiger le 05/10/2018*

**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 (Suisse) S.A.  
8 rue de l'Arquebuse - Case postale 5441 - 1211 Genève 11  
T. +41 58 201 75 40 - contact-am@edr.com  
ch.edram.com