



FLASH MARCHÉS : LES ACTIFS RISQUÉS GALVANISÉS PAR LA FED

Les actifs risqués ont poursuivi leur rebond cette semaine, galvanisés par la Réserve Fédérale qui a officialisé son nouveau positionnement de politique monétaire, beaucoup plus neutre. En effet, la Réserve Fédérale est désormais « patiente » quant à sa volonté de remonter les taux d'intérêts et a indiqué que sa réduction de bilan sera inférieure à ce qu'elle attendait. Le rally de janvier, initié par les propos plus accommodants de Jerome Powell le 4 janvier, est donc confirmé. La communication de la Fed aura joué un rôle déterminant, tant dans le krach du quatrième trimestre que dans le rebond de ce début d'année.

Les statistiques économiques n'ont pas mis en lumière d'amélioration particulière au niveau global permettant d'envisager l'imminence de la fin du cycle de ralentissement mais elles ne témoignent pas non plus d'un repli particulier. L'Italie semble toutefois en difficulté : elle est déjà techniquement en récession (deux trimestres consécutifs de contraction du PIB au second semestre 2018) et l'enquête PMI en janvier du secteur manufacturier à 47.8 continue de plonger.

Alors que la date de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne avance à grand pas et que les portes de sortie restent hypothétiques, notons la bonne tenue des actifs britanniques. La livre baisse un peu mais les actions britanniques rebondissent cette semaine. D'autre part, les négociations commerciales se poursuivent et demeurent orientées favorablement, à en croire Donald Trump.

Dans ce contexte, nous prenons tactiquement des profits sur les actions européennes et américaines et revenons à la neutralité sur les actions. Nous gardons toutefois une surpondération sur les actions émergentes dont le rapide rattrapage pourrait bien se poursuivre.

ACTIONS EUROPÉENNES

Dans un contexte d'incertitude sur l'issue du Brexit ou des négociations commerciales sino-américaines, les données microéconomiques ont mené les indices.

Le marché français surperforme significativement au cours de la semaine, tiré par les valeurs du luxe après les résultats record de **LVMH** (EBIT à 10 milliards d'euros) qui ont profité à l'ensemble du compartiment. La redistribution aux actionnaires d'**Atos** de 23,4% du capital de **Worldline** a également tiré le marché et devrait permettre à Worldline une totale autonomie pour mener à bien sa stratégie de consolidateur des services de paiement en Europe.

Les valeurs bancaires ont souffert alors que l'UE a annoncé une enquête concernant huit établissements pour manipulations des marchés des dettes souveraines entre 2007 et 2012 sans en communiquer les noms.

Les chiffres décevants de **Banco Santander** n'ont pas aidé, alors que la confirmation d'un retour en récession de l'Italie (PIB -0,2% au quatrième trimestre après -0,1% au troisième trimestre) a particulièrement fait chuter les banques domestiques.

En Allemagne, malgré une publication préliminaire de résultats en ligne, **Wirecard** a dégringolé après un article du FT évoquant à nouveau une possible fraude sur des contrats antidatés. Ces rumeurs ne sont pas nouvelles et le management a formellement démenti. Malgré des ventes en forte hausse, **SAP** a reculé après des revenus de licences au titre du quatrième trimestre décevants et des marges qui restent sous pression avec l'évolution du mix produit vers le *cloud*. Le DAX a également été pénalisé par sa forte exposition au secteur de la chimie après que **DowPont** a déclaré s'attendre à une année 2019 difficile. **Covestro** se démarque néanmoins alors que son concurrent chinois **Wanhua Chemical** se dit prêt à augmenter les prix dans le MDI.

Le secteur des ressources de base reste porté quant à lui par la hausse du minerai de fer suite à la tragique rupture de barrage au Brésil. Les grands laboratoires pharmaceutiques ont dévoilé des résultats solides. **Roche** a affiché une rentabilité meilleure qu'attendu et **Novartis** a publié des résultats en ligne avec les attentes et la *guidance*.

Un certain nombre de prévisions sont abaissées pour 2019. C'est le cas pour **Unilever**, mais aussi pour **Nokia**, qui après un deuxième trimestre d'affilée marqué par une croissance générale des ventes dans tous les secteurs, anticipe un premier semestre moins robuste.

Côté transformations d'entreprises, le groupe **Nasdaq** a annoncé une contre-offre d'un montant supérieur de 5% à celle d'**Euronext** sur **Oslo Bors**. Le fond Elliott a annoncé sa nouvelle montée au capital de **Telecom Italia**. Enfin, l'asset manager canadien **Brookfield** envisagerait de racheter **KPN**, de concert avec certains fonds de pensions hollandais.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés américains clôturent à la hausse sur la semaine écoulée (S&P +2,34%, Nasdaq +2,94%), l'indice S&P 500 affichant son meilleur mois de janvier depuis plus de trois décennies. Les secteurs de la consommation discrétionnaire, des *staples* et du tabac enregistrent les plus fortes hausses alors que les services de communication, la chimie et les télécoms accusent les plus fortes baisses.

Sur le plan macroéconomique, la pause dans les hausses de taux décidée par la Fed et le signal envoyé que la prochaine décision dépendra des données économiques a été bien interprété par le marché. Cette semaine, 253.000 nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage ont été comptabilisées contre 210.000 estimées. Les ventes de logements neufs sont ressorties largement supérieures au consensus à 657.000 (vs 566.700).

Sur le plan politique, la situation entre les États-Unis et la Chine semble évoluer favorablement. A un mois de la fin de la trêve sino-américaine, Donald Trump a estimé que "d'énormes progrès" avaient été réalisés à l'issue des pourparlers de mercredi et jeudi, tandis que Pékin a signalé des "avancées importantes".

Entre-temps, la publication des résultats trimestriels des sociétés s'est poursuivie. Désormais, 41% des valeurs du S&P500 ont publié leurs comptes trimestriels au cours de la semaine la plus chargée de la saison des bénéfices.

Du côté des semi-conducteurs, **Nvidia Corporation** a averti sur ses résultats, avec un chiffre d'affaires de 2,2 milliards de dollars vs 2,7 milliards de dollars précédemment, en raison d'un affaiblissement de la demande provenant des *data centers* en Chine (-25% du chiffre d'affaires) et du segment *Gaming* (-55% du chiffre d'affaires).

Considéré comme un baromètre de l'activité industrielle, **Caterpillar** a également été pénalisé par un affaiblissement de la demande en Chine, dévoilant ainsi un BPA en baisse de -14,5% y/y et des perspectives prudentes pour son exercice fiscal 2019. **General Electric** a publié des résultats opérationnels mitigés avec une marge industrielle en recul, une baisse des commandes du segment *Power* et une absence de *guidance* pour l'année ; pourtant le titre a bondi de +10% illustrant la faiblesse des attentes et saluant l'absence de nouvelles charges dans l'activité d'assurance.

Facebook a enregistré un gain de près de +11% jeudi, après avoir dévoilé des résultats supérieurs aux attentes et un bénéfice trimestriel record alors qu'**Amazon** a publié post clôture des chiffres solides au titre du quatrième trimestre mais une *guidance* un peu légère pour 2019.

ACTIONS JAPONAISES

Le marché actions japonais, qui avait anticipé le ralentissement économique, s'est stabilisé, les investisseurs ayant opté pour le statu quo en attendant les publications de bénéfices du troisième trimestre (octobre à décembre). Il a ensuite rebondi durant la semaine compte tenu de l'annonce de la Réserve Fédérale américaine de suspendre la hausse attendue des taux d'intérêt et les mesures anticipées de réduction du bilan. L'indice TOPIX a gagné 0,09% durant la semaine.

Les investisseurs sont toutefois restés prudents à l'égard des bénéfices des entreprises, craignant une nouvelle déception, à l'instar de celle causée par **Nidec**. Le fabricant de systèmes d'automatisation industrielle, **Fanuc**, a vu ses bénéfices du troisième trimestre baisser de 42% en glissement annuel en raison du ralentissement marqué des commandes provenant de Chine. En revanche, le fabricant de pièces électroniques **Murata Manufacturing** a vu ses bénéfices nets progresser de 40% au cours des trois premiers trimestres (avril à décembre). Ces bons résultats s'expliquent par la demande solide d'équipements automobiles qui compense le recul de la demande de composants de smartphones. L'évolution du cours des deux titres a été relativement robuste en janvier, ce qui n'avait pas été le cas en décembre dernier.

La hausse des cours des petites capitalisations s'est avérée limitée alors que la Bourse de Tokyo revoyait ses critères de première cotation à la Bourse de Tokyo (TSE). Les acteurs du marché craignaient en effet que les plus petites capitalisations ne soient plus admises au sein du TSE, autrement dit le TOPIX, au sein duquel les capitaux ont été versés via le programme de rachat de parts d'ETF de la BoJ.

Sur le plan sectoriel, les secteurs sensibles à la conjoncture économique se sont relativement bien comportés, soutenus par les opérations de rachat du marché. Le secteur des contrats à terme sur titres et sur matières premières (-3,94%) a sous-performé sous l'effet du recul du cours des actions **Daiwa Securities Group** (-8,60%) et **Nomura Holdings** (-2,94%).

MARCHES EMERGENTS

Les marchés émergents ont bien performé cette semaine grâce au ton accommodant de la Fed. Les États-Unis affirment que des progrès considérables ont été réalisés avec la Chine sur de nombreux sujets dans le cadre des discussions commerciales, même si les deux pays doivent encore poursuivre leurs négociations. Après s'être entretenu avec Liu He à la Maison-Blanche, Donald Trump s'est dit optimiste quant à la conclusion d'un important accord commercial d'ici le 1er mars. Le président Trump a suggéré que deux réunions pourraient avoir lieu avec le président Xi : (i) en Chine, après sa réunion fin février avec NK Kim ; (ii) aux États-Unis pour conclure l'accord. Sur le plan macroéconomique, l'indice PMI s'est quelque peu amélioré en janvier, passant de 49,4 en décembre à 49,5 en janvier.

Concernant les résultats, **Alibaba** s'est particulièrement illustré avec un chiffre d'affaires en hausse de 41%, conformément au consensus, et un EBITDA ainsi que des bénéfices supérieurs aux attentes de 4% et 6% respectivement, grâce au levier opérationnel. Malgré le contexte macroéconomique difficile observé au dernier trimestre, les revenus des activités principales de gestion de la clientèle et des commissions ont réservé de bonnes surprises avec une croissance de 27% en glissement annuel. Le chiffre d'affaires tiré du Cloud a quant à lui progressé de 84%. L'EBITA ajusté a gagné 9% en glissement annuel contre 1% durant le trimestre clos en septembre.

En Corée, la direction de **Samsung** a précisé, lors d'une conférence téléphonique sur les résultats du quatrième trimestre, que la demande de mémoires DRAM devrait augmenter continuellement à partir du deuxième trimestre. Rien n'indique donc que les dépenses d'investissement vont diminuer.

En Inde, les bénéfices d'**ICICI Bank** au troisième trimestre (en baisse de 3% en glissement annuel) ont dépassé les attentes, portés par la hausse de la marge nette d'intérêt, l'amélioration de la qualité des actifs et les gains de trésorerie. Les prêts ont enregistré une croissance solide (+14% en glissement annuel). Plus important encore, la diminution des dérapages et l'augmentation de la couverture des prêts non productifs à 68% ont accru la visibilité des coûts du crédit qui ont été réduits de moitié, ce qui devrait se traduire par un redressement des bénéfices à compter de 2020.

L'actualité brésilienne a été centrée sur **Vale** après la rupture tragique du barrage de Brumadinho. Sur le plan financier, les principales préoccupations concernent les répercussions sur la production à court terme, l'issue d'éventuelles actions en justice et le changement de direction. **Bradesco** a dégagé des résultats exceptionnels. Les bénéfices ont dépassé les attentes, bénéficiant de marges et de commissions plus élevées. Le taux de défaut a également diminué. Les projections pour 2019 devraient inclure une révision à la hausse des bénéfices (10% au-dessus du consensus) fondée sur une accélération de la croissance des prêts et une croissance du BPA de 22%. Les prévisions de **Cielo** font état de résultats faibles (BPA en baisse de 30% en glissement annuel). Toutefois, la nouvelle législation relative au paiement anticipé entrant en vigueur cette année devrait lui permettre d'améliorer ses résultats.

Au Mexique, **Santander Mexico** a publié de bons résultats, conformément aux attentes. La direction a abaissé ses prévisions de croissance des prêts et prévoit une hausse du BPA comprise entre 5 et 7%.

Nous conservons une opinion favorable à l'égard des marchés émergents.

MATIÈRES PREMIÈRES

Selon les estimations de Reuters, la production de l'OPEP a baissé de 890kb/j en janvier, une baisse supérieure à celle prévue dans l'accord du 7 décembre. Une grande partie de l'effort vient, sans surprise, de l'Arabie Saoudite dont la production a baissé de 350kb/j (après -450kb/j en décembre).

L'Arabie Saoudite a par ailleurs annoncé que sa production allait à nouveau baisser en février à 10,1Mb/j (10,2Mb/j en janvier, à comparer à un quota à 10,3Mb/j). L'impact semble plus important au niveau des exportations, puisque les mouvements de tankers font apparaître un niveau d'exportation de la production de l'OPEP à 24Mb/j en janvier, le plus faible chiffre depuis octobre 2015, et en baisse de 1,8Mb/j sur un mois.

L'Inde semble pour sa part en négociation avec les Etats-Unis afin de prolonger de trois mois la dérogation dont le pays bénéficie et qui lui permet de continuer à importer 300kb/j de pétrole iranien (500kb/j en moyenne précédemment). C'est un élément important pour l'équilibre à court terme du marché pétrolier, puisque l'administration américaine a annoncé qu'elle serait plus stricte à la fin de la période de dérogation. Dans le même temps, il faudra mesurer l'impact des nouvelles sanctions contre **PDVSA** sur la production du pays et la baisse d'une source importante de revenus.

Le cours de l'**or** a continué à progresser, à +1,3% au cours de la semaine et +3% en janvier. L'onze d'or est à nouveau sur les 1320\$/oz, un niveau qu'elle n'avait pas franchi depuis mai 2018. Le discours récent de la Réserve Fédérale américaine, au ton beaucoup plus accommodant que précédemment et qui présage d'une longue pause dans le cycle de hausse des taux d'intérêt, est favorable pour le métal jaune. Les statistiques du *World Gold Council* font également apparaître une hausse de 4% de la demande d'or en 2018. Les achats des banques centrales, à 651,5 tonnes, en hausse annuelle de 74%, sont à leur plus haut niveau depuis 1971. Ils proviennent essentiellement de pays émergents (Russie, Turquie, Kazakhstan, Chine, etc.). La demande d'investissement a baissé de façon significative (flux sortants sur les ETF), mais on note un retour de cette demande depuis le mois d'octobre.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Après un début de semaine mitigé (*profit warning* aux Etats-Unis), la tendance est repartie à la hausse, portée par la reprise des négociations commerciales sino-américaines, les discussions au parlement britannique (mandat accordé à Theresa May pour rouvrir les négociations) ainsi que par le discours accommodant de la Fed. Dans ce contexte, l'indice Xover se resserre de 12 points de base et le Main de quatre points de base au cours de la semaine.

SMCP (B1/B+) a publié des résultats au titre du quatrième trimestre 2018 conformes aux attentes (chiffre d'affaires en hausse de 7,9%) avec une croissance dans la majorité des zones hormis la France (impactée par le mouvement des gilets jaunes). **Elis** (Ba2/BB+), prestataire de services aux entreprises, affiche des résultats au titre du quatrième trimestre 2018 supérieurs aux attentes avec un chiffre d'affaires en hausse de 2,9%. **Vallourec**, spécialiste français des tubes d'acier sans soudure, a de nouveau été sous pression. Il semblerait que certains des créanciers chercheraient à céder leurs engagements dans les facilités de liquidité accordées au groupe.

Sur le front des fusions-acquisitions, **CMA-CGM** (B1/B+) a officiellement lancé son offre d'achat sur son concurrent suisse **Ceva Logistics** pour 1,46 milliard d'euros. Par ailleurs, il semblerait que le groupe **New Look** (Ca/CC), qui a récemment annoncé avoir conclu un accord de refinancement de sa dette, puisse être cédé afin de poursuivre sa restructuration.

Côté financières, les banques espagnoles publiant cette semaine ont affiché des résultats décents. On note les résultats au-dessus du consensus de **Santander** : forte hausse des commissions et des revenus net d'intérêts avec une bonne performance de l'Espagne et du Brésil. Par ailleurs, **Covea** a annoncé mardi renoncer à son projet de rapprochement avec **Scor**. Les obligations Scor ont faiblement réagi à la nouvelle.

La BCE fait pression sur les banques pour accélérer le provisionnement du stock de créances douteuses (NPL). Un calendrier aurait été défini, les banques ayant le moins de NPL devront provisionner à 100% les prêts « unsecured » (non performants depuis au moins deux ans) d'ici 2023 et les prêts « unsecured » (non performants depuis au moins sept ans) d'ici 2024 tandis que celles avec des stocks de NPL plus élevés auront deux ans de plus.

En ce qui concerne le primaire, **UBS** a émis une obligation AT1 pour 2,5 milliards de dollars avec un coupon de 7%. **Partis Europe** (B3/B) a placé sa nouvelle obligation FRN de 175 millions d'euros avec une maturité 2022 dans de bonnes conditions, à EUR+550 bps (soit très légèrement au-dessus de la marge sur l'emprunt FRN existant). **Smurfit Kappa** (BB+) a émis un *tap* de 400 millions d'euros sur l'obligation *senior secured* 2026 avec un OID de 100.75 (la *guidance* initiale était 99.0-99.5). En IG, **Telefonica** a émis à cinq ans pour un milliard d'euros.

CONVERTIBLES

Le marché primaire des obligations convertibles n'a pas été très actif cette semaine dans un contexte marqué par des résultats atones. **NIO** (fabricant chinois de véhicules électriques/autonomes) a émis pour 650 millions de dollars (+ une option de surallocation de 100 millions de dollars) d'obligations convertibles à cinq ans assorties d'un coupon de 4,5% et d'une prime de 27,5% (avec option de vente à trois ans). Le produit de l'opération sera consacré à la recherche et au développement de produits, services et technologies, au développement des installations de fabrication de NIO et au déploiement de sa chaîne d'approvisionnement, aux ventes et à la commercialisation ainsi qu'à d'autres besoins en fonds de roulement, et à la conclusion de transactions sur options d'achat limitées et sur options d'achat à prix d'exercice nul.

En Europe, **Vonovia** a lancé le processus de vente de sa participation de 4,7% dans **Deutsche Wohnen** (799 millions de dollars) écartant ainsi toute possibilité de rachat pour le moment. Aux États-Unis, **Silicon Laboratories** (semiconducteurs) a enregistré des bénéfices décevants au quatrième trimestre et a abaissé ses prévisions pour mars compte tenu des incertitudes macroéconomiques qui pèsent sur l'industrie (environ 50% des ventes) et la Chine (environ 33% des ventes).

Enfin, au Japon, **Sony** a publié ses résultats pour le troisième trimestre et fait état d'un résultat opérationnel en hausse de 8,2% en glissement annuel atteignant 374,8 milliards de yens. Son bénéfice net pour le troisième trimestre a quant à lui progressé de 45% en glissement annuel grâce aux gains de réévaluation liés à la consolidation d'EMI et à la solide performance de Venom dans l'industrie cinématographique.

Achévé de rédiger le 01/02/2019

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
T. +33 (0)1 40 17 25 25 - F. +33 (0)1 40 17 24 42
www.edram.fr