



FLASH MARCHÉS : LES MARCHÉS VONT DE L'AVANT

Après la baisse de la semaine dernière, les marchés ont repris leur marche en avant, portés lundi par de nouvelles mesures de soutien à l'activité annoncées par la banque centrale de Chine. En Europe, les statistiques économiques vont dans le sens d'un arrêt de la dégradation de la conjoncture, mais justifient la prudence marquée de la BCE et donc des taux toujours bas. Aux Etats-Unis, les ventes au détail pour le mois de janvier ont été plus fortes qu'anticipées, même si cela ne compense pas la baisse du mois de décembre. Là aussi, des statistiques économiques mitigées, entre absence de pressions inflationnistes et commandes de biens durables bien orientées, justifient la position de la banque centrale. Si les taux gouvernementaux remontent légèrement après leur forte baisse, ils restent, en Europe, sur des niveaux très faibles. Le taux à 10 ans allemand reste inférieur à 0.10%.

Sur le front politique, le Parlement britannique, après avoir une nouvelle fois rejeté l'accord proposé par Mme May, a rejeté l'option d'un Brexit sans accord puis a accepté de repousser la date butoir du 29 mars. Cependant, avant de négocier un report de celle-ci, l'accord de Mme May sera une nouvelle fois mis au vote le 20 mars. Si la devise anglaise a été volatile sur la semaine, les investisseurs ont finalement réagi positivement à ces différents votes, avec une hausse de la livre sterling. Du côté des Etats-Unis, on peut noter un retour de l'incertitude sur les négociations commerciales. En effet, la rencontre prévue entre D. Trump et Xi Jinping pour signer un accord commercial a été repoussée en avril. Les négociations se poursuivent donc, mais ont pris du retard. De plus, D. Trump a réitéré ses menaces envers l'Europe considérant les avancées insuffisantes.

Dans ce contexte, nous conservons notre position de neutralité sur les actifs risqués, compte tenu des incertitudes tant économiques que politiques. Le marché intègre selon nous une large partie des nouvelles favorables du début d'année : changement de position des banques centrales, reprise des négociations sino-américaines et probable recul de la date limite du 29 mars pour le Brexit.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les indices actions européens sont restés dans leur dynamique haussière au cours d'une semaine largement dominée par les votes successifs des députés britanniques. Après avoir rejeté l'éventualité d'un « no deal Brexit » à la date du 29 mars, la Chambre des communes a adopté à une large majorité une motion du gouvernement prévoyant un report de la date butoir du Brexit, jusqu'ici fixée au 29 mars. Le texte précise que le gouvernement demandera à l'Union européenne un report "technique" de trois mois, jusqu'au 30 juin, si les députés approuvent un accord de divorce d'ici à mercredi prochain, et qu'il sollicitera un report de longue durée si les élus le rejettent à nouveau. **Donald Tusk**, président du Conseil Européen, s'est annoncé favorable à une extension d'un an pour que le Royaume-Uni prenne le temps de repenser sa sortie de l'UE.

En dépit de la poursuite des révisions baissières de résultats, les marchés s'affichent à leurs plus hauts niveaux de l'année et ont effacé la baisse de la fin de 2018 se retrouvant au niveau de début octobre.

Parmi les résultats, ceux d'**Inditex** ont été un peu contrastés ; la croissance des ventes au 4ème trimestre de 4% s'affichant sous le consensus, mais en amélioration par rapport au trimestre précédent (2%). La marge brute s'établissant également sous les attentes, provoquant une baisse de 120 bps de la marge opérationnelle. Mais la très bonne nouvelle a été l'augmentation du dividende de 17% malgré une hausse des profits limitée à 2%.

Adidas a vu sa croissance en Europe se détériorer sur les derniers mois. Le groupe affiche ainsi sur le T4 un recul des ventes de -5,7% (après -1,3% au T3). Par ailleurs le groupe a signalé des problèmes de chaîne d'approvisionnement - en particulier dans la région de croissance du groupe : en Amérique du Nord.

Casino est parvenu à dépasser les attentes à la fois sur sa croissance organique, son *trading profit* et la réduction de sa dette. Le groupe a annoncé une augmentation du programme de cessions d'actifs à "au moins" 2,5 milliards d'euros d'ici au 1er trimestre 2020 (contre 1,5 milliard d'euros) et une croissance de 10% par an du *retail profit* jusqu'en 2021.

Autres résultats très solides : ceux de **Generali** avec un résultat opérationnel de 4,86 milliards d'euros contre un consensus à 4,82 milliards d'euros auquel tous les segments ont contribué et un ratio de solvabilité de 216% par rapport au consensus situé à 214%.

Au sein d'un secteur aéronautique qui a fait l'actualité autour de **Boeing** et de son 737 Max, **Leonardo** a publié des résultats supérieurs aux attentes et des objectifs 2019 également meilleurs qu'attendus, avec des signes de redressement dans les hélicoptères et l'électronique de défense.

ACTIONS AMÉRICAINES

Après un début de mois compliqué, le marché a nettement rebondi cette semaine établissant un nouveau plus haut de l'année. Les secteurs de la santé et de la techno ont soutenu le marché, tous deux ressortant en hausse de plus de 3%. Les titres cycliques demeurent à la traîne. Au niveau politique, le sommet entre **Donald Trump** et **Xi Jinping**, initialement prévu en mars, devrait être reporté au mois d'avril prochain sans impact pour le marché. Le président Trump aspirerait à conclure l'accord en personne, alors que l'administration chinoise souhaiterait finaliser la plupart des détails afin que le Sommet permette d'annoncer l'accord commercial.

Au niveau des entreprises, la semaine a été calme sur le front des publications de résultats. Le dossier Boeing continue d'alimenter les inquiétudes après la signature par plusieurs pays de décrets d'urgence immobilisant les Boeing 737 Max pour une période indéterminée. En conséquence, le titre a enregistré une baisse de plus de 12% sur la semaine.

Les cours du pétrole brut WTI se sont inscrits en nette hausse de +2.4% jeudi dernier grâce à une baisse inattendue des stocks américains, le WTI se négocie actuellement sur ses niveaux d'automne dernier. Les titres du secteur réagissent peu et affichent une des pires performances hebdomadaires et un repli depuis 1 mois !

ACTIONS JAPONAISES

Les incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale ont fortement pesé sur le marché actions nippon et ont dans un premier temps entraîné un repli. Cependant, les actions japonaises ont clôturé la semaine en hausse, dans le sillage du rebond affiché par les titres américains et chinois. Ainsi, l'indice TOPIX a gagné 1,01% durant la semaine.

Sur le plan macroéconomique, les commandes de machines (hors transport maritime et électricité) ont chuté de 5,4% en janvier en glissement mensuel, un chiffre nettement en deçà des attentes qui tablaient sur une baisse de 1,5%. Même si cette statistique peut être volatile, elle est également considérée comme étant le principal indicateur des dépenses d'investissement intérieures et de la demande du secteur privé.

L'immobilier (+3,63%) ainsi que l'électricité et le gaz (+3,51%) ont compté parmi les secteurs les plus performants, notamment grâce aux titres de **Sumitomo Realty & Development** et de **Kansai Electric Power**. En revanche, les secteurs sensibles à la demande extérieure, comme le transport maritime (-1,05%) et les produits en caoutchouc (-0,74%), ont enregistré des performances négatives.

Alors que le marché tend à alléger et à restructurer ses positions dans les sociétés qui sous-performent, **Hitachi** a fortement surperformé. À l'inverse, **Murata Manufacturing** s'est nettement replié. En effet, le marché avait anticipé que l'entreprise intégrerait l'indice Nikkei 225, ce qui a encouragé les achats spéculatifs dans un premier temps avant que son titre ne déçoive ensuite.

MARCHES EMERGENTS

Par rapport aux estimations du marché, l'économie chinoise tarde à repartir à la hausse, alors que les chiffres de consommation et de production industrielle restent sous pression malgré la baisse des impôts et les mesures ciblées d'assouplissement qui ont été mises en place. En février, la production industrielle a continué de décevoir, avec une croissance de seulement 5,3%, contre un consensus de 5,6%, après s'être établie à 6,2% en janvier. Le taux de chômage s'est inscrit en hausse à 5,3% en février, son niveau le plus élevé sur plusieurs mois, mais reste en deçà de l'objectif de 5,5% du gouvernement. Les ventes au détail ont augmenté de 8,2% depuis le début de l'année, un chiffre conforme aux attentes du marché, mais inférieur au niveau atteint en janvier (9%). À l'inverse, les investissements en immobilisations ont progressé par rapport au mois précédent (+6,1% contre +5,9% en janvier). Après une période particulièrement faste en février, le solde des opérations sur marge sur le marché des actions de catégorie A a enfin marqué une pause sous la pression des autorités de surveillance quant au financement non bancaire. Le sommet entre Donald Trump et Xi Jinping, en vue de finaliser un accord commercial, devrait être repoussé et se tenir à la mi-avril ou plus tard. **Ping An Insurance** a rendu compte de solides résultats au quatrième trimestre 2018, avec une croissance de 24% de la valeur des nouvelles activités (Value of New Business - VNB), à la faveur d'une augmentation de ses volumes et de ses marges. AIA a également fait part d'une croissance de la VNB supérieure aux attentes au quatrième trimestre 2018, stimulée par la hausse de son volume de ventes à Hong Kong et en Thaïlande, et par la nette amélioration de ses marges en Thaïlande, à Singapour et en Malaisie au second semestre. **Baozun** a publié des résultats conformes aux estimations au quatrième trimestre 2018, avec une croissance de 42,8% en glissement annuel de la valeur brute des marchandises. L'entreprise a revu à la hausse ses prévisions de croissance de la valeur brute des marchandises pour le premier trimestre 2019, à 55-60%, grâce à une

contribution plus importante de ses nouvelles marques. Meituan, société spécialisée dans la livraison de plats cuisinés et dans la mise à disposition de vélos en libre-service, a rendu compte d'un ralentissement plus important que prévu de sa croissance, invoquant notamment les incertitudes macroéconomiques et la concurrence accrue. L'entreprise ne devrait donc pas atteindre le seuil de rentabilité avant 2020.

En **Inde**, la Commission électorale a annoncé le calendrier des élections générales. Le vote sera réalisé en plusieurs phases entre le 11 avril et le 19 mai dans les diverses régions du pays et le résultat final sera connu le jeudi 23 mai. Les investisseurs sont de plus en plus optimistes quant à la victoire et l'obtention d'une majorité de Narendra Modi et de son parti (BJP) car les tensions entre l'Inde et le Pakistan ont permis de renforcer la position du Premier ministre sortant. Hindustan Unilever a affirmé que la croissance de la demande semblait ralentir, ce qui est apparent sur les marchés ruraux et urbains en raison de la faiblesse de l'environnement macroéconomique.

Au **Brésil**, les ventes au détail de janvier ont progressé de 1,0% en glissement mensuel (+3,5% sur un an), contre des estimations consensuelles de 0,2%. Les perspectives de consommation restent positives, à la faveur d'une baisse de l'inflation, d'une croissance de l'emploi et d'une augmentation des crédits. Le point négatif reste les capacités inutilisées sur le marché du travail, alors que **BR Malls** a fait part de résultats mitigés. Dans l'ensemble, les chiffres opérationnels ont été supérieurs aux attentes, malgré l'impact négatif ponctuel sur les dépenses (événements imprévus sur le marché du travail). **CCR** prévoit de soumettre une offre d'acquisition de plusieurs aéroports brésiliens. Au **Mexique**, **Walmex** a organisé sa journée des investisseurs et a notamment mis l'accent sur son efficacité opérationnelle, sur le commerce électronique et sur sa stratégie omnicanale. En outre, la direction a annoncé une hausse de 5% du salaire de ses employés à l'issue de négociations syndicales, un chiffre néanmoins inférieur aux prévisions.

En **Colombie**, **Aval** a rendu compte de solides résultats, à la faveur de l'amélioration de la qualité des actifs et de l'accélération de la croissance du crédit. En **Argentine**, les chiffres de l'inflation ont atteint un sommet en février, à 3,8% sur un an, stimulés par la dépréciation du peso et par l'augmentation des tarifs d'électricité.

MATIÈRES PREMIÈRES

Les prix du pétrole s'inscrivent en hausse sur la semaine. A 68\$/b pour le Brent, et 59\$/b pour le WTI, les prix ont même touché un plus haut depuis le début de l'année, et retrouvent leur niveau de novembre 2018. La coupure électrique qui a affecté la population Vénézuélienne a également eu un impact négatif sur la production de pétrole. Le raffineur Indien **Reliance** a par ailleurs indiqué limiter ses achats de brut vénézuélien, ainsi que la fourniture de diluent au pays (nécessaire pour fluidifier le brut lourd), et ce afin de se conformer aux restrictions américaines. De son côté, la production Libyenne est repartie à la hausse avec le redémarrage du champ de Sharara et aurait même atteint un plus haut depuis 2013 à 1,1Mb/j, proche de la capacité théorique du pays de 1,2Mb/j. Les prix du pétrole ont également réagi positivement aux chiffres hebdomadaires d'évolution des stocks de pétrole américain, qui ont fait ressortir une baisse significative de 10,2Mb des stocks commerciaux, au-delà de la norme saisonnière, permettant d'éliminer la plupart du surplus par rapport à la moyenne à 5 ans qui s'était développé en fin d'année dernière. L'impact direct a été une amélioration de la structure de la courbe des futurs, maintenant en situation de déport (backwardation), alors qu'elle était en report (contango) au début de l'année, typique d'un marché en manque d'offre.

Le rapport mensuel de l'OPEP n'apporte pas de grands changements par rapport au mois précédent. La demande reste en hausse de +1,24 Mb/j à 99,96Mb/j, répartie entre la zone OCDE (+0.24Mb/j, essentiellement aux US) et non-OCDE (+1.0Mb/j). Du côté de l'offre, la croissance hors OPEP a été légèrement révisée à la hausse (de 0,06 à +2,24Mb/j), en raison du retour du Canada. Sur le dernier mois, la production de l'OPEP a diminué de 221kb/j à 30,6Mb/j soit près de 1,8 Mb/j en dessous du niveau de référence d'octobre 2018, alors que la coupe prévue était de 1,1 Mb/j, contre 906kb/j sur le mois de février.

Le cours de l'or est repassé au-dessus des 1300\$/oz, après la correction enregistrée début mars. Les Banques Centrales restent très actives dans leurs achats d'or, à 47t en Janvier, tendance à l'achat qui s'est poursuivie sur le mois de Février, notamment en provenance de la Chine et de la Russie. A noter le retour de l'Ouzbékistan, qui prévoit de faire passer ses réserves de 342t à 430t d'ici 2024.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Cette semaine, l'indice Xover s'est resserré de 19 Bps et le Main de 5 Bps malgré le peu de visibilité sur le Brexit. Le parlement britannique a rejeté successivement l'accord négocié lundi par Theresa May auprès de Bruxelles et une sortie de l'Union Européenne sans accord pour finalement adopter un report de la date butoir au-delà du 29 mars.

Début de semaine, la presse espagnole a indiqué que **Salini Impregilo**, premier constructeur italien, aurait envisagé d'acquérir **OHL**. L'agence de presse italienne ANSA a cependant démenti ces rumeurs, le groupe resterait pour le moment concentré sur le rapprochement avec **Astaldi** et une acquisition d'OHL « n'est pas à l'ordre du jour ». Les instruments **Salini** qui avaient légèrement souffert sont, par la suite, reparties à la hausse. Les obligations **Energia de Portugal** (EDP) ont bien performé cette semaine, le groupe a dévoilé un programme de cession d'actifs pour 6 milliards d'euros de 2019 à 2022 (dont des actifs de production d'électricité au Portugal) afin de se désendetter et d'investir dans les énergies renouvelables. Les discussions entre Nyrstar et ses créanciers restent difficiles et le groupe pourrait être obligé d'employer d'autres solutions tel qu'un placement en faillite ou une réduction de la production si elles n'aboutissent pas. Ces annonces ont entraîné de nombreux flux vendeurs sur le nom.

Spie a publié un EBITDA en ligne avec les attentes (+3.1% sur 2018) porté par la reprise de l'activité dans le Oil&Gas au 2ème semestre, une bonne performance en Allemagne et la réorganisation de l'activité en France. Par ailleurs, le groupe surprend avec une dette nette moins élevée qu'en 2017 (1,35 milliard d'euros contre 1,53 milliard d'euros). Grace au dynamisme du marché de la construction française, **Loxam** affiche un CA et EBITA en hausse de 8.4% et 7.9% sur un an. Loxam prévoit, en 2019, un environnement positif et la poursuite du désendettement. Les résultats préliminaires d'**Aldesa** sont meilleurs que prévus notamment au niveau du levier net qui diminue (1.6x contre 2.1x en 2017) en partie aidé par la vente d'une concession. On note un CA et EBITDA qui progressent de 6.1% et 2.6%, avec une contribution de 61% au CA du segment international. Enfin, **Casino** a publié des chiffres conformes aux attentes et a indiqué une nouvelle réduction de sa dette financière en augmentant son plan de cession d'actifs à 2,5 milliards d'euros d'ici le T1 2020.

UBS a revu ses résultats annuels 2018 incluant dorénavant une provision supplémentaire de 450 Millions d'euros (15 Bps de capital CET1), soit 10% de l'amende imposé par la justice française.

Le marché primaire a été dynamique cette semaine, en particulier sur le segment du High Yield. **Cemex** qui fournit des matériaux de construction, a émis à 7 ans pour 400 millions d'euros (coupon de 3.125%). **Faurecia** a émis à 7 ans pour 500 millions d'euros sur la base d'un coupon de 3.125% afin de refinancer le crédit-relais de 500 millions d'euros qui avait permis de réaliser l'acquisition de **Clarion. Sappi**, entreprise papetière a aussi émis à 7 ans pour 450 millions d'euros (coupon de 3.125%). Coté financière, **Unicredit** a émis une AT1 pour un milliard d'euros, de coupon 7.5%, tel que prévu dans son plan de financement 2019. La demande a été élevée et l'obligation a bien performé au secondaire. Enfin, **Swiss Re** a émis une obligation Tier 2 de structure 31 ans non call 11 ans pour 750 millions d'euros (coupon de 2,534%).

CONVERTIBLES

Dans un environnement où les spread high yield continuent de se resserrer et les actions progressent, les obligations convertibles se comportent bien sur la semaine. Et à l'instar des marchés actions, la partie américaine surperforme.

Le marché primaire reste actif, 4 nouvelles émissions cette semaine, mais le biais reste le même : celles-ci sont majoritairement américaine, les sociétés européennes restent inactives.

Nous avons ainsi vu aux Etats-Unis, **Euronet WorldWide Inc** (fournisseur de solutions de paiement et de transactions électroniques) émettre 500 millions de dollars à échéance 2049 avec un coupon de 0,75 % et une prime de 36 % pour le financement de opérations générales mais aussi le remboursement partiel de sa convertible existante à échéance 2044. **American Electric Power** (fournisseur d'électricité et de gaz naturel) a émis 700 millions de dollars (plus 105 millions de dollars de greenshoe) à 3 ans, avec une prime de 20 % et un coupon de 6,125 % (pour le financement de l'ensemble des dépenses en immobilisations de la société, incluant le programme renouvelable récemment annoncé par contrat).

En Australie, **DEXUS** (société immobilière) a émis une obligation convertible pour 452 millions de dollars australiens à 7 ans avec un coupon d'un peu plus de 2% et une prime de 20%, cette obligation devrait recevoir une notation A- par S&P.

En fin de semaine, la compagnie aérienne brésilienne **GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.** a annoncé un roadshow pour le placement de 300 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans (3,75%-4,25% de coupon, 30%-40% de prime) et d'un ADS de 14 millions de dollars. La transaction devrait être conclue d'ici le lundi 25 mars.

A noter également cette semaine, l'annonce d'**AMS** (société australienne de semi-conducteur) d'un rachat partiel de ses deux convertibles (2022 et 2025) à hauteur de 100 millions de dollars et qui interviendra entre fin mars et fin décembre 2019.

Enfin, le cours de bourse d'**Ence Energia y Cellulosa SA** (fabricant de papier) a décroché en fin de semaine suite aux rumeurs du non renouvellement de l'une de ses concessions par le gouvernement espagnol, la société estimant un impact de 185 millions d'euros le cas échéant.

Achévé de rédiger le 15/03/2019

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 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. 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 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.

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-ch@edr.com

ch.edram.com