



FLASH MARCHÉS : UNE FRAGILITÉ PONCTUELLE

Après un rebond vertigineux depuis le début de l'année, les actifs risqués ont été plus volatils cette semaine et globalement en légère baisse depuis l'annonce d'un changement de ton jeudi dans les négociations sino-américaines.

Les Etats-Unis ont annoncé qu'il n'y a aucune raison que le président américain rencontre son homologue chinois avant le 1er mars (date butoir annoncée des négociations), tandis que la prévision de croissance européenne de la Commission européenne a été révisée en nette baisse. Désormais, la Commission anticipe 1,3% de croissance cette année au sein de la zone euro (contre 1,9% en novembre) et 1,5% en 2020 (contre 1,6%).

On notera également un léger regain de tensions entre les Etats-Unis et l'Europe sur les négociations commerciales. Les Etats-Unis assurent que l'Europe avait promis que l'agriculture serait dans l'univers des négociations alors que l'Europe défend le contraire.

Les statistiques économiques ont confirmé la très bonne tenue de l'économie américaine (fortes créations d'emplois), la poursuite du ralentissement de l'économie européenne (quoique moins que prévu, le PMI composite de janvier, ressorti supérieur aux attentes, ne baisse pratiquement plus) ainsi que le ralentissement chinois (le PMI Caixin de janvier à 50.9 perdant 1,3 point).

Dans cet environnement, que nous considérons comme ponctuellement un peu plus fragile, rappelons que nous avons réduit nos expositions sur les marchés d'actions fin janvier à un niveau neutre, mais restons investis dans la mesure où les banques centrales jouent à nouveau un rôle plus protecteur. Par ailleurs, nous anticipons la fin prochaine du ralentissement chinois, un événement qui changerait sensiblement la perception sur l'économie mondiale.

ACTIONS EUROPÉENNES

La séquence positive pour les marchés actions européens observée au cours des dernières semaines a été brutalement interrompue jeudi alors que les présidents américains et chinois pourraient finalement ne pas se rencontrer. Les prévisions de croissance pour la zone euro ont été par ailleurs abaissées de +1,9% à 1,3% et la production industrielle en Allemagne est ressortie en baisse en décembre. Plusieurs publications décevantes ont fini de plomber la séance.

Les valeurs cycliques, qui ont mené la hausse depuis le début d'année, ont souffert dans ce contexte. L'ensemble du secteur automobile a en particulier lourdement chuté après des mauvais chiffres d'immatriculation en Europe pour janvier, et de nombreuses publications décevantes des sociétés, telles que celle de **FCA**, ou encore de **Daimler** dont la division auto reste pénalisée par la montée en puissance des coûts liés au moteur électrique. Le fabricant de câbles pour voiture **Leoni** plonge après avoir annoncé que ses objectifs à horizon 2020 ne seront pas atteints et avoir suspendu le paiement du dividende pour 2018. Avec une croissance organique en recul de 0,3% pour le quatrième trimestre, et malgré une amélioration plus forte que prévu de sa marge opérationnelle, **Publicis** a entraîné l'ensemble du secteur des médias dans son sillage baissier.

Les bancaires souffrent également, alors que **BNP** ou **Société Générale** révisent en baisse leur objectif de ROTE. **ING** se distingue toutefois en affichant des résultats au titre du quatrième trimestre supérieurs aux attentes du consensus.

A l'inverse, les résultats des sociétés sont plutôt encourageants du côté des défensives. **Pernod Ricard** révisé légèrement à la hausse ses perspectives 2021, avec un levier opérationnel qui progresserait de 50 à 60 points de base d'ici 2021. **Carlsberg** a dévoilé des résultats au-dessus des attentes, portés par ses ventes en Asie et une météo très favorable, avec des signes que les réinvestissements pour la croissance commencent à payer. **L'Oréal** affiche une croissance organique supérieure aux attentes et une marge en ligne au titre du quatrième trimestre. Le titre profite également des excellents résultats publiés par Estée Lauder. Satisfaction également pour le luxe qui poursuit sur sa lancée après les solides chiffres d'**Hermès**.

Dassault Systèmes a bondi après des résultats marqués par le retour à une croissance de 11% des licences et des investissements moins élevés. **Total** est porté par la progression des prix du pétrole et de sa production.

Notons enfin que **Wirecard** a continué à faire l'actualité, sur fond de passe d'armes avec le FT et dans l'attente des résultats de l'audit externe.

ACTIONS AMÉRICAINES

Le président Donald Trump a prononcé son discours sur l'état de l'Union, lançant un appel à l'unité, sans toutefois renoncer à son projet de mur à la frontière mexicaine. Parmi les faits saillants, le Président a maintenu une ligne dure sur le financement du mur, des déclarations sur les négociations commerciales avec la Chine, un appel à réduire le prix des médicaments d'ordonnance, un ton ferme sur les dépenses militaires et un appel à résister aux enquêtes du Congrès. Sur le plan macroéconomique, l'indice ISM non-manufacturier est ressorti en-dessous des attentes à 56.7 (vs. 57 prévu) et les commandes à l'industrie sont ressorties en repli de -0,6% (vs. +0,3% estimé).

Sur le front des publications trimestrielles, près de la moitié des sociétés du S&P500 (représentant 70% de la capitalisation boursière totale) a dévoilé ses chiffres : près de 50% ont battu les attentes de résultats et 30% ont battu les attentes de chiffres d'affaires, en ligne avec les moyennes historiques. Les entreprises dépassant les attentes ont surperformé l'indice en moyenne de 240 points de base, supérieure à la médiane historique de 100 points de base. Parmi les meilleures performances de la semaine, **Estée Lauder** et **Ralph Lauren** ont publié des ventes supérieures aux attentes et des perspectives positives pour 2019.

Les banques régionales ont également bénéficié du rapprochement entre **Suntrust** et **BB&T**, fusion par échange de titres, créant ainsi la 6ème banque américaine. Le S&P500 termine la semaine quasiment inchangé ; les valeurs industrielles, immobilières et technologiques progressent tandis que la santé, l'énergie et les matériaux reculent.

ACTIONS JAPONAISES

Alors que la saison de publication des résultats du troisième trimestre (à fin décembre) de l'exercice 2018 battait son plein, le marché actions japonais s'est relativement bien comporté, malgré des bénéfices en deçà des attentes sur le trimestre et la révision à la baisse des prévisions de résultats pour l'exercice 2018. L'indice TOPIX a progressé de 0,28% durant la semaine.

Bien que les programmes de trading aient dominé le marché suite à l'annonce des résultats, l'impact sur les cours boursiers est resté limité, les perspectives négatives ayant probablement déjà été intégrées par le marché l'an dernier.

SoftBank Group a vu son cours bondir de 17,89% cette semaine, à la faveur de résultats supérieurs aux attentes, de l'annonce d'un plan de rachat d'actions ainsi que des perspectives de réduction de sa dette courante. Par ailleurs, les titres sensibles à la conjoncture économique, comme **Keyence** (+8,71%), **SMC** (+6,33%) et **Murata Manufacturing** (+3,98%) ont surperformé, à l'instar des titres liés à la Chine, tels que **Shiseido** (+8,22%), **Kao** (+4,40%) et **Unicharm** (+4,00%), qui ont également rebondi.

À l'inverse, **Sony** a chuté de 14,29%, malgré l'annonce de résultats records, les investisseurs craignant que les bénéfices de son activité clé, les jeux vidéo, n'aient déjà atteint un sommet. En outre, l'entreprise pharmaceutique **Daiichi-Sankyo** (-9,56%), **Mitsubishi Chemical** (-8,03%) et le constructeur automobile **Honda Motor** (-7,49%) ont reculé durant la semaine.

Au 7 février, alors que le ralentissement de l'économie mondiale a été très marqué lors du troisième trimestre (d'octobre à décembre 2018), l'ensemble des perspectives de croissance des bénéfices pour l'exercice 2018 (s'achevant en mars 2019) devraient vraisemblablement être revues à la baisse et s'établir en territoire légèrement négatif.

À l'avenir, les écarts de performance des investissements devraient se creuser entre les entreprises, notamment en fonction de leur capacité à générer une croissance solide et de leurs fondamentaux.

MARCHES EMERGENTS

Les **marchés chinois** sont restés fermés durant les fêtes du Nouvel An. Néanmoins, les ADR (American Depositary Receipts) chinois ont été sous pression après l'annonce selon laquelle le président américain Donald Trump et son homologue chinois Xi Jinping ne devraient pas se rencontrer avant le 1er mars, ravivant ainsi les craintes que les deux pays ne parviennent pas à s'entendre sur un accord commercial avant la date limite.

En ce qui concerne les entreprises, **AIA** a annoncé avoir reçu l'approbation des autorités afin de préparer ses ventes dans les centres de services de Tianjin et Shijiazhuang (capitale de la province du Hebei), ce qui revêt une importance cruciale en vue d'accélérer la croissance à long terme de l'entreprise.

En **Inde**, les ventes automobiles ont reculé en janvier. Les volumes de **Royal Enfield** ont perdu 6,6% en glissement annuel, un chiffre toutefois supérieur aux attentes. **Tata** a rendu compte de résultats décevants au troisième trimestre, avec un EBITDA en baisse de 24% sur un an (contre des prévisions de 26%), en raison de la faiblesse de la demande en Inde et en Chine. À l'inverse, **Britannia** a fait part de résultats solides, avec une croissance de 11% de son chiffre d'affaires et de 14% de ses bénéfices. Sur le plan macroéconomique, la banque centrale (Reserve Bank of India) a surpris le marché en réduisant les taux d'intérêt et porte désormais son attention sur l'inflation totale.

Au **Brésil**, Rodrigo Maia, le président de la Chambre des députés, a annoncé que le vote portant sur la réforme des retraites ne se tiendrait pas avant la première semaine de juin. Du côté des entreprises, **Lojas Renner** a publié des résultats solides et supérieurs aux attentes au quatrième trimestre 2018, avec une forte croissance des ventes à périmètre comparable (+12%) et une amélioration de ses marges.

Les résultats d'**Itaú** se sont inscrits en deçà des estimations, avec une croissance de 3% en glissement annuel de son BPA, une contraction de sa marge nette d'intérêt et une hausse des provisions relatives à l'entreprise. Les prévisions de la direction d'Itaú pour 2019 ont été inférieures aux attentes, la société faisant part d'une croissance de 13% de son BPA, mais le nombre de prêts devrait augmenter et la qualité des actifs s'améliorer.

MATIÈRES PREMIÈRES

Depuis l'annonce, le 25 janvier dernier, de l'effondrement du barrage de la mine de Feijão appartenant à **Vale**, avec un impact humain très lourd, les conséquences sur le marché du **minerai de fer** ne cessent d'augmenter. Vale avait rapidement annoncé le démantèlement des 10 autres barrages de résidu (tailings dam) construits selon la même méthode, avec un impact à terme de 40 millions de tonnes (Mt). La société comptait compenser en utilisant sa capacité latente (50Mtpa). Cependant, l'autorité de réglementation de l'État brésilien a révoqué le permis d'exploitation et a suspendu les activités de la mine de Brucutu (30Mt). La perte de production pour la société pourrait atteindre 75Mt sur l'année (4% de la production mondiale exportable), sans compensation possible. Les prix du minerai de fer se sont rapidement appréciés, de +15% à 101\$/t pour celui de meilleure qualité (65%) à +23% à 61\$/t pour le minerai de moins bonne qualité (58%). Les sidérurgistes, notamment chinois, sont en effet incités à utiliser un minerai de moindre qualité, car moins coûteux, pour préserver leurs marges alors que les prix de l'acier sont en baisse depuis plusieurs mois.

Dans le même temps, **ArcelorMittal** anticipe une chute de la demande chinoise en acier et une faiblesse aux États-Unis et en Europe, en conséquence des risques portant sur l'économie mondiale. La société prévoit ainsi une croissance de la demande mondiale de l'acier de 0,5 à 1% cette année, contre +2,8% en 2018, alors qu'elle devrait baisser de 0,5 à 1,5% en Chine, après une croissance de 3,5% en 2018. Cette faiblesse de la demande d'acier devrait de facto plafonner la hausse des prix du minerai de fer, notamment pour le 65%. Le minerai à 62% de teneur, principalement en provenance d'Australie, pourrait encore progresser à court terme vers les 90-100\$/t (80\$/t actuellement).

Le marché du **pétrole** reste soutenu par la forte baisse de production des membres de l'OPEP au cours des deux derniers mois. Cependant, la province de l'Alberta, qui avait annoncé une réduction de 325kb/j de sa production suite à la chute des prix du pétrole canadien, pourrait rapidement normaliser sa production, les prix étant revenus au niveau désiré. En Libye, la production a atteint 700kb/j en janvier, après un plus haut récent de 1,25Mb/j en octobre dernier, suite à la prise du champ pétrolier de Sharara (300kb/j) par des groupes de milices rebelles. Cependant, les forces régulières ont repris ces installations, laissant espérer un redémarrage de la production au cours des prochaines semaines.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

La tendance était assez mitigée cette semaine. Les PMI de la zone euro, publiés en début de semaine, n'indiquent pas de récession au mois de janvier mais la Commission européenne a revu à la baisse, jeudi, les perspectives de croissance 2019. Le retour des craintes autour des discussions sino-américaines a aussi pesé sur les spreads.

Dans ce contexte, le Xover s'est écarté de huit points de base et le Main d' environ deux points de base au cours de la semaine.

SoftBank (Ba1/BB+) a publié de bons résultats au titre des neufs premiers mois de l'exercice 2018-2019 avec un chiffre d'affaires et un EBITDA en hausse de 5,2% et 11,3%. Les résultats de **Thomas Cook** sont décevants au premier trimestre 2018/2019. La dette nette du groupe a fortement augmenté et les pertes d'exploitation se sont accrues sur le trimestre. L'annonce d'une revue du pôle « Airline » a cependant rassuré les investisseurs.

Les obligations du producteur de zinc **Nyrstar** ont été sous pression cette semaine suite au *profit warning* du groupe, perdant jusqu'à 15 points dans la journée du lundi. L'EBITDA du groupe sera probablement négatif au 4ème trimestre (hausse du coût des matières premières et problèmes opérationnels sur le site principal de Port Pirie).

La semaine a été mouvementée pour **Dia**. LetterOne, le premier actionnaire du groupe, a annoncé son intention de mener une OPA sur tout le capital du groupe, au prix de €0.67/action. L'association de défense des actionnaires minoritaires a cependant indiqué par la suite que le prix proposé ne reflétait pas la vraie valorisation et il semblerait qu'un groupe d'investisseurs détenant 3,25% du capital serait en train d'étudier la faisabilité d'une offre alternative sur Dia. Les obligations ont ainsi été en hausse cette semaine et ce malgré le *downgrade* S&P de CCC+ à CCC, lié au risque d'exécution du plan de sortie de crise.

BNP Paribas a publié des résultats décevants, impactés par la mauvaise performance de sa division Global Market qui affiche une perte d'exploitation de 222 millions d'euros. La guidance 2020 a été revue et prévoit une plus vaste restructuration du segment CIB.

Côté fusion-acquisition, **Sunrise**, opérateur de télécommunications en Suisse, est en discussion avec **Liberty Global** afin de racheter sa filiale **UPC Suisse**. Les obligations UPC ont réagi positivement à la nouvelle.

Santander a émis une obligation AT1 pour 1,2 milliard de dollars avec un coupon de 7,5%. Les conditions économiques de l'émission pourraient justifier un rappel de ses obligations PNC19 mais la banque n'a pas encore donné d'indication à ce sujet. Enfin, **Bankia** a émis une Tier 2 à 10 ans de coupon 3.75% pour un milliard d'euros.

CONVERTIBLES

Cette semaine encore, les émissions primaires ont été très limitées sur le marché des obligations convertibles en pleine saison de publication des résultats. Seules deux transactions de faible envergure émanant de petites capitalisations dans le secteur américain de la santé sont à noter :

(1) **OPKO Health** (société d'analyses médicales et de médicaments axée sur les diagnostics et les produits pharmaceutiques, capitalisation boursière de 1,5 milliard de dollars), un habitué des émissions sur le marché des obligations convertibles, a émis pour 200 millions de dollars d'obligations à échéance 2025 et assorties d'un coupon de 4,5%. La société prévoit de consacrer le produit net de cette opération au financement de la recherche et du développement en vue d'étoffer et de commercialiser son portefeuille de produits pharmaceutiques et de diagnostic exclusifs, ainsi qu'aux besoins généraux de l'entreprise.

(2) **Tabula Rasa Healthcare** (gestion des risques liés aux médicaments, gestion des coûts pharmaceutiques, et services d'ajustement des risques de Medicare), société affichant une capitalisation boursière d'un milliard de dollars, lance une émission d'obligations convertibles à 7 ans assorties d'un coupon compris entre 1,75% et 2,25% ainsi que d'une prime de 27,5%-32,5%, pour 250 millions de dollars. Le produit de cette transaction sera alloué au remboursement d'un crédit renouvelable existant et aux besoins généraux de l'entreprise, y compris au financement d'acquisitions potentielles.

Dans le reste de l'actualité, les actions **Sony** remontent après l'annonce du tout premier plan de rachat d'actions de la société, qui s'élèvera à 100 milliards de yens. **AMS** (société européenne de semi-conducteurs) a publié des résultats annuels préliminaires conformes aux estimations. Ses perspectives pour le premier trimestre 2019 ont en revanche déçu le marché. La société a annoncé une réduction des dépenses d'investissement et une suspension de son dividende pour l'exercice 2018, envoyant ainsi un signal favorable au crédit.

Enfin, aux États-Unis, **Microchip Tech** a publié des résultats solides pour le troisième trimestre, notamment 1,42 milliard de dollars de chiffre d'affaires (montant légèrement supérieur au consensus). Malgré des prévisions de chiffre d'affaires inférieures au consensus pour le quatrième trimestre, la direction a précisé que la résolution de la crise commerciale avec la Chine serait une « aubaine » pour l'entreprise (actions en hausse de 7,3% après publication des résultats).

Achévé de rédiger le 08/02/2019

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