



FLASH MARCHÉS : RÉDUCTION DE MOITIÉ DE LA SURPONDÉRATION EN ACTIONS

LE 18 MAI 2018

Sur les marchés

Nous avons décidé de prendre quelques profits tactiquement et de réduire de moitié notre surpondération en actions en réduisant celle des actions européennes et japonaises. Nous sommes confiants dans la bonne visibilité du cycle économique et des profits mais constatons que le rebond plus accentué sur les actions européennes est essentiellement lié à celui du dollar. Le billet vert s'est enfin reconnecté à ses ressorts traditionnels, à savoir la dynamique relative des taux américains. Dans un premier temps, il ne peut y avoir que des effets bénéfiques à la hausse du dollar. Mais cette pression haussière sur les taux longs et la devise américaine provoque depuis quelques jours une pression baissière sur le complexe émergents. Si elle devait se poursuivre, on peut très bien envisager des effets de contagion sur un ensemble d'actifs plus vaste. Nous n'avons pas de scénario central catastrophe sur les taux américains (nous sommes devenus neutres sur les emprunts d'Etats américains depuis que le 10 ans a atteint 3%), mais rien n'empêche des phénomènes d'*overshooting* de court terme.

Par ailleurs, la dégradation récente de la situation politique en Italie (nous sommes sous-pondérés sur les obligations italiennes depuis quelques semaines) n'a pas eu d'impact significatif sur les autres actifs récents. On ne peut exclure des effets de contagion, même si ce risque semble contenu (la tension sur les spreads italiens a déjà été significative). Enfin, les tensions géopolitiques et la remontée des cours du pétrole ne semblent pas avoir pesé sur le rebond des marchés d'actions. Pour autant, une poursuite de la hausse des cours du pétrole (salutaire dans un premier temps) peut finir par entraîner des révisions à la baisse des scénarios de croissance, notamment en Europe et au Japon. Quant à la dégradation de la situation au Moyen-Orient, il faudra prendre toute la mesure de l'impact des décisions de Donald Trump, source d'incertitude.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Malgré la hausse des taux, le niveau élevé du baril et surtout les soubresauts politiques italiens au cours de la semaine, les marchés actions ont poursuivi leur hausse, tirés par le renchérissement du dollar contre euro. Les secteurs exportateurs comme le luxe, les pharmaceutiques ou l'automobile ont bénéficié de l'effet devise, et les valeurs de services pétroliers (**Vallourec, TechnipFMC, CGG, Saipem**) ont profité quant à elles de la vigueur du baril et de révisions positives d'analystes sur le secteur.

La Bourse de Milan a néanmoins décroché sous l'effet du risque politique et de l'important écartement de spread sur les taux longs. Les valeurs financières (**BPM, UniCredit, Mediobanca, Unipol** ou **Generali**) ont été particulièrement impactées, de même que les utilities (**Enel, Terna, Italgas**). La période de publication des résultats s'est par ailleurs poursuivie. **Alstom** a dévoilé un excellent quatrième trimestre et est en avance sur ses perspectives d'évolution de sa marge opérationnelle.



Lagardère a présenté un chiffre d'affaires trimestriel légèrement supérieur aux attentes, tiré par l'édition et le *travel retail*. **Europcar** a bondi après avoir fait état d'un chiffre d'affaires en nette progression.

Côté déceptions, **Iliad** a chuté après des résultats en-dessous des attentes, pénalisé par la perte d'abonnés et une baisse de l'Arpu (*Average Revenue Per User*) dans le fixe. L'opérateur annonce un changement de management et le lancement prochain de nouvelles offres afin de mieux segmenter le marché et d'augmenter l'Arpu. Le premier trimestre de **Bouygues** est également ressorti inférieur aux attentes, impacté par **Colas** à cause de la météo. Les autres divisions ressortent en revanche en ligne, et la bonne dynamique dans les télécoms se poursuit. Après un nouveau profit warning, **Elior** a été sévèrement sanctionné. Outre des raisons non récurrentes, le groupe de restauration a souffert d'une pression sur ses marges en France.

Côté transformations d'entreprises, **Worldline** a profité de son acquisition du suisse **Six Payments** qui dilue la participation d'**Atos** à 51% de son capital. **Ingenico** a corrigé dans la foulée, perdant une partie de son aspect spéculatif. **FNAC-Darty** a de son côté annoncé une alliance dans plusieurs domaines avec son actionnaire principal **Ceconomy**, qui a par ailleurs dévoilé de bons chiffres pour le deuxième trimestre. Le spécialiste britannique de la distribution en ligne **Ocado** s'est envolé après avoir dévoilé un partenariat avec le groupe américain de supermarchés **Kroger**. Enfin, **Imerys** a annoncé la cession prochaine de sa branche toiture pour un milliard d'euros.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Semaine de légère correction pour le S&P, en retrait de 0,3%. A noter, la surperformance du segment *small et mid cap*, le Russell 2000 progressant de 1,2% au cours de la semaine, celui-ci étant moins sensible au renchérissement du dollar et au retour des craintes de guerre commerciale. Le marché semble toutefois manquer de leadership, avec des volumes toujours faibles (-20% vs. le dernier mois).

Les chiffres macro-économiques se sont révélés supérieurs aux attentes. Le sentiment du consommateur, tel que mesuré par l'université du Michigan, est ressorti à 98,8 contre des attentes à 98,3. L'indice de l'*Empire Manufacturing* atteint 20,1 (contre 15,8 le mois précédent). Les ventes au détail au mois d'avril ont progressé de 0,3% (en ligne), celles du mois de mars ont été révisées en hausse à +0,8%. La bonne tenue de l'économie a permis au 10 ans de se maintenir au-dessus des 3%. Il a même touché son plus haut niveau depuis 2011 à 3,11%.

La saison des résultats touche à sa fin. On retiendra cette semaine les déceptions d'**Agilent** (sur l'évolution du cadre réglementaire en Chine), de **Cisco** (les chiffres du premier trimestre furent bons mais les *guidances* ont déçu) et de **Walmart** qui malgré une bonne performance de ses ventes à périmètre comparable (+2,1%) souffre d'une profitabilité sous pression (effet mix, investissement dans les prix, coûts du fret en croissance).

L'énergie, les matières premières et la santé affichent les plus fortes progression tandis que les secteurs défensifs sont en recul.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Le marché actions japonais est resté bien orienté dans un contexte marqué par la hausse des cours du pétrole et des rendements obligataires aux États-Unis (qui ont franchi le seuil des 3%) et le fléchissement graduel du taux de change USD/JPY vers 110. L'indice TOPIX a achevé la semaine en hausse de 0,75%. La plupart des entreprises ont publié leurs résultats pour l'exercice 2017, apaisant au passage les craintes excessives de révision à la baisse de leurs prévisions pour l'exercice 2018.

La croissance du PIB réel du Japon au premier trimestre (de janvier à mars) 2018 a été décevante (-0,2% en glissement trimestriel, -0,6% en rythme annualisé) mais cela n'a guère eu d'impact sur le marché actions.



En revanche, les commandes de machines (hors transport et électricité), qui constituent un indicateur avancé de l'investissement productif, ont enregistré une croissance plus forte que prévu au premier trimestre (+3,3%) en raison de la forte demande de matériel informatique notamment. Nous tablons sur une croissance de 7,1% lors du prochain trimestre.

Les secteurs du pétrole et charbon (+2,9%), de la sidérurgie (+2,68%) et de l'assurance (+2,61%) ont fait la course en tête, portés par la hausse des cours du pétrole et des rendements obligataires aux États-Unis. **Daiichi Life Holdings** et **T&D** se sont adjugé 6,62% et 4,96% respectivement. Les valeurs pharmaceutiques ont également signé une belle performance : **Shiseido** a bondi de 10,68% et **Daiichi Sankyo, Ono Pharmaceutical** et **Eisai** ont grimpé de plus de 5%.

En revanche, les secteurs de l'exploitation minière (-2,44%), papier et pâte à papier (-1,71%) et construction (-1,09%) ont achevé la semaine dans le rouge. **Sumitomo Real Estate** a dévissé de 4,12%, les investisseurs observant avec inquiétude la hausse des charges de personnel et de matériel.

► MARCHES EMERGENTS

Les marchés émergents ont corrigé de 1,7% cette semaine après que le rendement des bons du Trésor américains à 10 ans a dépassé le seuil psychologique de 3%, un niveau jamais atteint depuis juillet 2011. La croissance de la production industrielle en Chine pour le mois d'avril était de 7%, plus élevée que l'attente et le niveau du mois précédent. La délégation chinoise présidée par le vice Premier Ministre, M. He Liu, a rendu une deuxième visite à Washington cette semaine pour poursuivre les négociations malgré les bruits sur les sanctions de **ZTE** et l'accord de l'acquisition de **NXP** par **Qualcomm**. **Tencent** a publié des résultats au titre du premier trimestre 2018 meilleurs qu'attendu : +48% de revenus et +36% de profit, en grande partie dus à la performance résiliente des jeux sur les smartphones. Le revenu publicitaire était en hausse de 55% grâce à la popularité de Wechat. La croissance des autres services (principalement le service paiement) est de 111%.

Malgré le retard, le management est confiant sur la monétisation des jeux Fortnite et Pubg. **Baozun**, le fournisseur de service de e-commerce en Chine pour les marques internationales, a publié une croissance de GMV (le volume brut de marchandise) de 66% et une hausse de profit de 36% au premier trimestre 2018 avec une amélioration des marges grâce à son efficacité opérationnelle.

En revanche, **Netease** a déçu pour le premier trimestre : -15% de marge opérationnelle par rapport au quatrième trimestre 2017. Les dépenses de marketing sur son nouveau segment e-commerce ont pesé sur les résultats. Malgré l'augmentation des cours du brut, le déficit commercial indien se stabilise à 13,7 milliards de dollars en avril, grâce à une croissance des exportations meilleures qu'anticipé (+5,2%) et une décélération de la croissance des importations de 7,1% en mars à 4,6% en avril. En revanche, l'inflation progresse légèrement à 4,6% (+0,3% par rapport à mars) malgré une stabilité des prix des denrées alimentaires (+3%).

Le BJP (parti du Président Modi) a gagné d'une courte tête les élections du Karnataka, ce qui n'a pas été bien pris par les investisseurs locaux. Au Brésil, la banque centrale a surpris les investisseurs en laissant ses taux inchangés. Au Mexique, les négociations finales du NAFTA ont été une fois de plus reportées.

Bancolombia a publié des résultats faibles avec un coût du risque pire qu'anticipé. En Argentine, le déficit fiscal primaire a surpris positivement à 0,3% du PIB. Nous suivons avec attention les négociations avec le FMI pour le financement de la dette.

► MATIERES PREMIERES

On s'y attendait, les traders l'ont fait. Le future sur le **baril de Brent** est repassé, l'espace de quelques heures, au-dessus de la barre des 80 dollars le baril. Le prix spot est, quant à lui, resté légèrement en-dessous de ce niveau symbolique, qui n'avait plus été franchi depuis novembre 2014. De façon plus marquante, le Brent a rebondi de près de 80% depuis le point bas de juin 2017.



La hausse de près de 3% du Brent au cours de la semaine continue à être alimentée par l'environnement géopolitique, ainsi que la poursuite de l'amélioration des fondamentaux. L'Agence Internationale de l'Energie (AIE) a ainsi publié son rapport mensuel qui montre qu'à fin mars, dernière donnée disponible, le niveau des stocks est repassé sous la moyenne à 5 ans, objectif annoncé de l'OPEP et de ses alliés. Les stocks commerciaux ont ainsi baissé en mars de 27 millions de barils, et de façon contre-saisonnière.

L'AIE a par ailleurs modifié à la marge ses estimations de croissance de la demande et de l'offre pour 2018. Elle a ainsi revu très légèrement à la baisse la croissance de la demande de -38.000 barils par jour pour une croissance de +1,33 million de barils par jour, et à la hausse la croissance de la production non-OPEP de +84.000 barils par jour pour une croissance de 1,87 million barils par jour. Ces chiffres sont toutefois trompeurs. Pour équilibrer l'offre et la demande, il faudrait que l'OPEP produise 32,2 millions barils par jour. Or la production actuelle de l'organisation est de 31,65 millions barils par jour. A rythme de production inchangé, les stocks de pétrole vont donc continuer à diminuer sur la 2^{ème} partie de l'année. Cependant, la production vénézuélienne continue de baisser (-50.000 barils par jour en avril à 1,44 million barils par jour), le reste de l'OPEP (en dehors de l'Irak) continue d'observer un niveau très élevé de conformité aux quotas de production, et ces estimations ne tiennent pas compte de l'impact probable au second semestre d'une baisse des exportations de l'Iran.

Tesla, qui fait toujours face à des difficultés de production de son modèle 3, n'en reste pas moins confiant sur ses capacités de productions futures, et inquiet sur ses besoins en matériaux critiques pour atteindre ses objectifs. La société vient ainsi de signer un accord de fourniture d'hydroxyde de lithium, l'un des éléments clé pour la production des batteries des véhicules électriques, avec la société australienne **Kidman Resources**. Cette société détient un projet en *joint-venture* avec la société chilienne SQM, dont le projet doit entrer en production en 2021.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

La tendance était légèrement à la baisse cette semaine (écartement de quatre points de base de l'indice Xover entre lundi et vendredi), notamment sur les titres à maturité longue en raison d'une remontée des taux américains et des taux *core* européens. Les financières étaient particulièrement sous pression face à la faiblesse des banques italiennes. En effet, le risque politique en Italie a fragilisé de nombreux émetteurs italiens qui ont vu leurs spreads s'écartier.

BFCM a émis une obligation Tier 2 de maturité 10 ans pour 500 millions d'euros avec un coupon de 2,5%.

Kraton (B), producteur de produits chimiques, a émis une obligation de maturité 8 ans avec un coupon de 5,25% pour 290 millions d'euros.

Dans le secteur des télécoms, l'action et les obligations **Iliad** ont particulièrement souffert cette semaine, suite à des résultats au titre du premier trimestre 2018 décevants, affichant une décélération de la croissance nette. **Altice** (B1/B) a publié des résultats légèrement supérieurs aux attentes (chiffre d'affaires et EBITDA d'Altice Europe en baisse de 1,2% et 2,3% mais meilleur conquête des clients en France). **Telecom Italia** a publié des résultats en ligne (baisse du chiffre d'affaires de 1,6% et EBITDA en repli de 8,7% en raison d'une importante amende imposée par l'Etat italien) et **Wind Tre** (B1/BB-) a dévoilé des résultats décevants (chiffre d'affaires et EBITDA en baisse de 8,9% et 1,5%, sous performance du segment mobile).

Hapag-Lloyd (B2/B+), armateur mondial de transport maritime en conteneurs, a publié un EBITDA en hausse de 62% grâce à la fusion avec **UASC** qui s'est terminée en 2017 (le chiffre d'affaires en dollars augmente de 42%). Le résultat net, publié en euro, est cependant négatif à cause de la hausse du dollar et de l'augmentation du prix du carburant. **Senvion** (B2/B+) et **Nordex** (B3/B), tous deux producteurs d'éoliennes, affichent des chiffres d'affaires en baisse de 34,8% et 24,8% avec des EBITDA qui chutent à 0,8 million et 20 millions d'euros.



Les deux groupes annoncent cependant une hausse des carnets de commande et réaffirment leurs prévisions.

Verisure (B1/B), entreprise suédoise de sécurité, a publié des résultats au titre du premier trimestre 2018 satisfaisants. Le chiffre d'affaires et l'EBITDA augmentent de 16,4% et 9,2% avec une hausse des nouveaux abonnés de 13,1% sur un an.

CONVERTIBLES

La semaine a été chargée sur le marché primaire des obligations convertibles, avec sept nouvelles émissions.

En Europe, le fabricant suisse de matériaux de construction **Sika** a procédé à une méga-émission (1,65 milliard de francs suisses d'obligations convertibles à 7 ans assorties d'un coupon de 0,25%) affectée au rachat de la participation de **Compagnie de Saint-Gobain** à son capital. Norway's **Borr Drilling**, une société spécialisée dans le forage pétrolier et gazier, a émis pour 350 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 3,875% afin de financer l'achat de plateformes autoélevatrices dernier cri.

Aux États-Unis, le spécialiste des réseaux de diffusion de contenu (**Akamai**) a procédé à une méga-émission (un milliard de dollars d'obligations convertibles à 7 ans assorties d'un coupon de 0,125%) affectée au remboursement de son émission convertible, qui arrivera à échéance en 2019, ainsi qu'au financement d'un programme de rachat d'actions. La plateforme de communication cloud **Twilio** a placé pour 475 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 0,25%, dont le produit sera affecté à son fonds de roulement et aux besoins généraux de l'entreprise. L'éditeur de logiciels **Alteryx** a procédé à une émission de 200 millions de dollars assortie d'un coupon de 0,5%, dont le produit sera affecté aux besoins généraux de l'entreprise. **New Relic**, le spécialiste des solutions cloud d'analytique, a émis pour 435 millions d'euros d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 0,5%, dont le produit sera affecté à son fonds de roulement.

Vocera, un fournisseur de solutions de communication, a émis pour 125 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 1,50%, dont le produit sera affecté à son fonds de roulement et aux besoins généraux de l'entreprise. Enfin, **Ligand Pharmaceuticals** a annoncé une émission convertible à 5 ans de 650 millions de dollars, assortie d'un coupon de 0,75%, dont le produit sera affecté au financement d'un programme de rachat d'actions et à d'éventuelles opérations de fusion-acquisition.

Dans le reste de l'actualité, **Ubisoft** a annoncé de très bons résultats pour l'exercice 2017/2018, avec un chiffre d'affaires en hausse de 19% sur un an, à 1,732 milliard d'euros grâce à la solide performance d'Assassin's Creed Origins et Far Cry 5, ainsi qu'à la bonne tenue de son « back-catalogue » (ses anciens jeux toujours en vente), qui représente plus de 50% du chiffre d'affaires. L'entreprise a confirmé ses prévisions d'EBIT pour l'ensemble de l'exercice malgré la révision à la baisse de ses prévisions de chiffre d'affaires et le report de la sortie de Skull & Bones. En Thaïlande, **Bangkok Dusit Medical Services** a publié ses résultats pour le premier trimestre 2018, marqués par une croissance des bénéfices de 48% sur un an et de 44% en glissement trimestriel, et ce grâce à la progression de 16% du nombre de ses patients en Thaïlande et de 12% concernant les patients étrangers (Chine, Koweït et Cambodge).

Achévé de rédiger le 18/05/2018



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