

Lettre trimestrielle

Achevée de rédiger le 12 avril 2018

LA DEFLATION NE FAIT PLUS PEUR, L'INFLATION EST DESORMAIS LA NOUVELLE CRAINTE.

Après une année 2017 satisfaisante, quasi unanimement pour l'ensemble des classes d'actifs, le premier trimestre 2018 a été le théâtre de plusieurs secousses.

La première, le 2 février. Le salaire horaire annuel est ressorti à 2.9% contre 2.6% attendu.

Le S&P 500 lâchera 2.12% ce jour avant de perdre à nouveau 4.10% le lundi. Au final l'indice phare de Wall Street concèdera 10% pour revenir au contact de sa moyenne mobile 200, chose qu'il n'avait pas fait depuis novembre 2016.

Un évènement en entraînant un autre, le VIX a été multiplié par plus de 5 en l'espace de quelques jours.

La faute à un positionnement short extrême sur l'indice de la peur pris par l'ensemble du marché (y compris des particuliers) et non par des spécialistes de volatilité.

La quête de rendement à tout prix sans analyse ni mesure du risque pris explique largement ce phénomène.

Au final, l'indice des actions mondiales a reculé de 1.21% en dollar, le S&P de 0.76%, l'Eurostoxx 50 de 3.71% et le Nikkei de 6.36%.

LES BANQUES CENTRALES

Le regain d'inflation (2.2% fin février) aux Etats Unis, ou plutôt l'éloignement de la déflation a eu pour conséquence de ne plus anticiper 3 mais 4 hausses de taux par la FED.

Rappelons tout de même qu'une hausse des taux n'est pas incompatible avec une hausse du marché actions et que ce sont les dernières hausses, en fin de cycle qui pèsent sur les marchés.

En Europe, la situation inflationniste n'est pas la même (1.43% au 31/12/17) et rien ne presse à remonter les taux aujourd'hui. D'autant plus que la BCE est toujours impliquée dans son QE et qu'une hausse de taux n'interviendra qu'une fois le programme d'achat d'actifs terminé.

LES VALEURS TECHNOLOGIQUES

Après avoir été les reines de la côte durant des années, enchaînant les nouveaux plus hauts faisant l'unanimité parmi les intervenants de marché, la perception des GAFAs et autres licornes est-elle en train de changer ?

Fort de valorisations exigeantes et impliquant des attentes de résultats et de croissances élevées de la part du marché, les géants d'internet sont aujourd'hui les cibles d'attaques venant de plusieurs fronts.

Concernant le géant du commerce en ligne, **Amazon**, le président Trump met la pression sur le distributeur en lui reprochant de ne pas payer assez cher l'expédition de ses colis à la Poste US et de ne pas payer suffisamment d'impôts. L'action a perdu plus de 16% sur ses plus hauts (mais progresse encore de 53% sur 1 an).



Facebook ensuite. Le premier réseau social mondial est actuellement attaqué sur la protection des données personnelles et leurs utilisations.

Ainsi, les données personnelles de plusieurs millions de comptes auraient été aspirées par la société Cambridge Analytica. Une polémique n'arrivant jamais seule, des soupçons sur l'utilisation de ces données par des agents russes pour diffuser des « fakes news » est également venue ternir l'image de Facebook.

Le cours a perdu 23% par rapport à ses plus hauts (mais progresse de 9% sur 1 an).

Certains annonceurs auraient d'ores et déjà suspendus leurs campagnes publicitaires sur le réseau.

La confiance étant la base de la relation entre les utilisateurs et le réseau social, si celle-ci s'avérait ébranlée, la peur d'un détournement massif des usagers et donc surtout des grands annonceurs (avec Google, Facebook représente les trois quarts du marché publicitaire digital) au profit de concurrents a été la raison de la chute récente du titre. En effet, les publicitaires pourraient craindre que les soupçons sur « l'intégrité » du site rejaillissent sur leurs campagnes et leur propre image.

Plus largement, Facebook est certainement peu inquiet des risques juridiques en provenance des « likers » compte tenu du fait que les conditions d'utilisation acceptées aveuglément la plupart du temps couvrent largement ces éventualités.

Quant au niveau d'engagement des utilisateurs de Facebook, professionnels comme particuliers, **il semble peu probable que la fréquentation chute lourdement** à en croire les multiples sondages d'opinion qui montrent que les utilisateurs n'ont pas beaucoup d'illusions sur la problématique de confidentialité inhérente au système qu'ils utilisent. Ils savent que l'ensemble des services accessibles via les réseaux sociaux ne sont « gratuits » qu'au sens où leur paiement s'effectue par la communication, elle-même gratuite, de ses données personnelles au propriétaire du réseau.

Une chose paraît inéluctable à la lumière de ces événements : la réglementation va se renforcer dès le mois de mai prochain, à l'instar du nouveau règlement européen sur la protection des données (RGPD) qui entrera en application. Puis dans l'avenir, l'usage des données, la transparence, les contrôles devront certainement être l'objet d'un encadrement beaucoup plus robuste mettant un frein à des années d'ultralibéralisme en la matière.

Cette fronde organisée autour des stars de la Silicon Valley prend sa source également dans **la nécessaire**

recherche des Etats à reprendre le contrôle d'entités devenues trop puissantes, et de la part de concurrents, notamment les médias traditionnels que ces entreprises technologiques font terriblement souffrir et qui détiennent là une occasion rare de regagner un peu de terrain au nom de l'éthique sur fond d'indignation des foules bien pensantes.

Toutefois, il reste difficile à croire que ces ajustements réglementaires remettent en cause fondamentalement la **valeur d'usage de ces technologies pour leurs utilisateurs et la valeur d'information qualifiée pour les annonceurs** qui obtiennent un niveau de retour sur investissement sur les plateformes numériques sans commune mesure avec ce que les médias traditionnels peuvent leur offrir.

On notera que le secteur technologique dans son ensemble a subi en bourse le sort que l'on aurait pu croire réserver à Facebook et Amazon.

Mais, quelle analogie avec ces deux derniers ont des Cisco (sécurité informatique), Netflix (diffusion de films et séries sur internet), Nvidia (processeurs graphiques) à l'exception des performances déjà bien établies ? Aucune, vous en conviendrez.

Nul doute qu'en identifiant précisément la puissance des différents business models composant ce secteur, chaque consolidation devra être mise à profit pour constituer les investissements du futur.

GUERRE COMMERCIALE

Concernant désormais l'autre agitateur boursier à savoir le bras de fer commercial :

Depuis plusieurs semaines, les marchés évoluent au gré des postures et déclarations viscéralement guerrières de Trump (expliquant au passage les difficultés de son management à se maintenir et à le côtoyer) et des réponses viriles de Xi Jinping (qui conserve le beau rôle à l'image de Kim Jong un...) puis contre-menaces...

Principalement, dans les faits, les États-Unis ont proposé un tarif douanier de 25 % sur quelque 1 300 produits chinois pour un montant de 100 MM\$, dévoilant ainsi le défi le plus agressif depuis des décennies pour les pratiques commerciales de Beijing.

Les articles vont des biens à haute valeur ajoutée comme les médicaments et l'équipement médical aux biens intermédiaires comme les machines-outils et les produits chimiques.

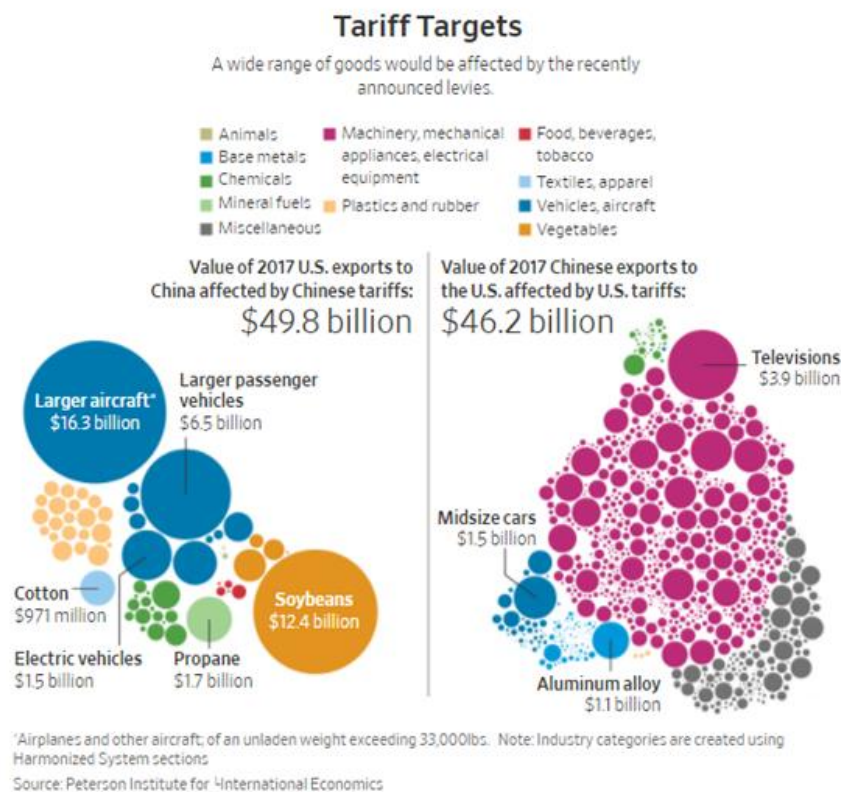


La Chine a rapidement riposté en ciblant à son tour 106 exportations américaines de grande valeur, des avions aux fèves de soja pour 50 MM\$ d'exportations américaines et en menaçant également de dévaluer le yuan.

Voici l'univers actuel des biens inclus dans les tarifs proposés des deux côtés (avant la surenchère de 50 à 100 \$MM côté US) :

directe et tiennent jusqu'en novembre en espérant que les élections américaines aboutissent à une victoire des Démocrates et mettent ainsi un terme à la stratégie protectionniste de Donald Trump.

Certes, des concessions pourraient être faites par la Chine, et probablement aussi par l'Union européenne (rappelons que les taxes à l'importation sur les automobiles américaines y sont de 10%, tandis que les



Les deux pays sont par conséquent en surenchère permanente, essayant d'arriver en position de force avant d'entamer les négociations.

Si l'escalade se poursuit, la Chine risque d'être à court de munitions plus rapidement que les États-Unis étant donné le solde commercial entre les deux pays (505 \$MM vs 130 \$MM).

Toutefois, Pékin dispose toujours de « l'arme nucléaire », à savoir son stock de dette américaine, qui était de plus de 1100 MM\$ à la fin de l'année 2017 (6% de la dette américaine).

Une telle issue serait dommageable pour les deux pays et devrait pouvoir être évitée mais les négociations s'annoncent ardues. Il reste probable que la Chine fasse suffisamment de concessions pour éviter l'affrontement

automobiles européennes ne subissent que 2,5% de taxes à leur entrée aux États-Unis).

Mais prétendre réduire de 100 milliards de dollars **cette** année le déficit commercial que les États-Unis entretiennent avec la Chine est aussi illusoire qu'absurde (l'intégration des chaînes d'approvisionnement globales rend ce sujet autrement plus complexe).

Le risque à court terme est principalement que le dynamisme de la consommation et des exportations américaines fasse les frais de cette bataille.

On notera que le véritable enjeu est ailleurs : **il réside dans la suprématie technologique à long terme.**



Et dans ce combat, l'administration Trump ferait bien de se soucier davantage de la faiblesse de l'investissement privé et public en recherche et développement, et du handicap durable que va produire l'introduction de freins multiples à l'entrée sur le sol américain des talents, dont scientifiques.

LA VIE DE NOS FONDS

GTA France (fonds actions France) sous-performe le CAC 40 dividendes réinvestis sur le trimestre (-2.84% vs -2.58%).

La période fut marquée par une forte dispersion des performances et le retour de la volatilité sur les marchés. Nos valeurs de petites capitalisations ont soutenu la performance du fonds à l'image d'Aurès Technologies (+24.48%), Akka Technologies (+6.70%), ID Logistics (+7.25%), SQLI ou encore Esker (+1.50%).

A l'inverse, Sodexo, après son profit warning sur la dernière séance de bourse du trimestre a été notre principal contributeur à la baisse du fonds avec un impact estimé de -0.59%.

L'exposition actions a été légèrement réduite sur le trimestre de 95.61% à 93.96% en passant par 98.79% afin d'augmenter notre biais défensif dans le fonds.

Nous avons également renforcé les valeurs de croissance, aux bilans sains et avec de la visibilité sur les cash-flows à l'image de Legrand, Air Liquide ou Thales en contrepartie d'un allègement sur des valeurs cycliques telles BNP Paribas ou Publicis.

Notre stratégie pour cette année est d'avoir une approche flexible sur les valeurs et l'exposition. Convaincu que le prochain trimestre ne sera pas linéaire au regard de l'environnement économique et monétaire, nous continuerons de rechercher des entreprises capables de surprendre positivement le marché et ce, malgré des attentes élevées, tout en maintenant l'objectif d'une sous exposition globale au marché.

TrendSelection PEA Evolutif (fonds flexible actions) sous-performe son indice de 1% (-2.33% vs -1.33%).

L'exposition actions a évolué entre 51.72 et 36.08% au cours de ce premier trimestre pour atteindre un plus bas de l'année.

Ce niveau d'exposition traduit notre prudence actuelle sur les marchés.

Notre exposition globale sera principalement renforcée au gré de nos convictions sur les valeurs.

Notre investissement sur Thales est une bonne illustration de cela. Une position a été initiée dans le fonds au cours du premier trimestre et représente

désormais 3.30% de l'actif. L'acquisition de Gemalto, dont l'activité en sécurité et identification est complémentaire de celle de Thales, devrait permettre au groupe de générer des synergies commerciales importantes.

La poche de moyennes valeurs a été la source de plusieurs satisfactions à l'image d'Akka technologies, Ipsos ou Téléperformance. A contrario, Ingenico, Iliad et Sodexo, qui a émit un profit warning le 29 mars, ont réalisé des performances décevantes. Deux valeurs sont sorties du portefeuille durant le mois de mars, Carrefour et Dassault Systèmes. La première a été vendue car le secteur de la distribution est très attaqué par les nouveaux modes de consommations proposés par les géants du web, Amazon en tête et enfin Dassault Systèmes, qui elle évolue sur une niche et dispose d'un leadership technologique incontournable pour des raisons de valorisations (8x le CA 2018, 37.6x les résultats).

TrendSelection International (fonds actions internationales) sous-performe son indice de référence le MSCI World NR Euros (-5,39% vs -4,92%) en raison de sa légère surexposition sectorielle sur les technologiques américaines et asiatiques (+1,40%).

Le poids important dans le portefeuille relativement à son indice de certaines valeurs telles Facebook (fortement pénalisé à -9,45% sur le trimestre a provoqué l'allègement de la position par manque de perspectives à court terme) mais aussi des résultats contrastés dans un univers très concurrentiel affectant l'évolution du groupe de médias Comcast (-14,34% sur le T1, position soldée en cours du mois de mars) et le brasseur américain Molson (-7,72%, position soldée également) n'ont pas été compensés par l'excellente performance de début d'année de valeurs telles Amazon (+23,76%), Cisco (+12,83%) elles aussi surpondérées.

Nous avons renforcé nos positions en SAP (2,4%), le leader mondial allemand de l'ERP, et Microsoft (2%) dont les excellents résultats nous conforte dans la pertinence de notre investissement (Capex à +32% y/y grâce aux secteurs cloud et intelligence artificielle, une croissance de l'activité et des BPA attendue entre +12 et +15% et des marges en progression d'un point à 62%).

La rencontre du management de Thales ainsi que le rachat structurant de Gemalto a suscité notre intérêt pour cette valeur qui a nouvellement intégré le portefeuille (2,20%) comme pour nos autres fonds européens.



Le secteur de la santé en portefeuille reste sous pression comme beaucoup de grands laboratoires à l'image de Roche partiellement compensé par l'ascension sur ses plus hauts historiques de l'acteur de niche en oncologie et neurosciences Ipsen.

En revanche, Eurofins Scientific, le spécialiste des tests analytiques et l'italien Recordati positionné sur les thérapies à destination des maladies rares que nous apprécions tous deux particulièrement comme valeurs de croissance ont subi des prises de bénéfices au cours de ce premier trimestre du fait de leur haut niveau de valorisation sans toutefois que cela remette en cause notre sentiment de confiance sur le moyen terme.

Nous restons toujours absents du secteur Energie estimant que les cours du brut devraient rebaisser prochainement.

Au final, ce trimestre aura été l'occasion de reconcentrer le portefeuille sur les valeurs à forte visibilité sur les cash-flows tout en maintenant une exposition globale défensive avec une exposition actions inférieure à 90%.

SCR Optimum (fonds actions market neutral) recule 0.19% sur le trimestre (part I) après avoir réalisé un nouveau plus haut le 9 mars dernier à 107 023.69 Euros.

Ingenico (-25.69%), Sodexo (-26.91%), Duerr (-16.34%), Iliad (-15.89%) ont pesé sur la performance du fonds. Smurfit Kappa (16.78%), Peugeot (+15.31%), Thales (10.08%) ont en revanche été à la hauteur de nos espérances.

Le Beta du fonds est légèrement négatif à -3.38%.

La volatilité 1 an hebdomadaire reste proche de ses plus bas historiques à 2.37% grâce à une bonne maîtrise de nos biais sectoriels induits par notre short Eurostoxx 50. Parmi nos convictions sur le fonds cette année, nous pouvons citer Essilor :

- Coup sur coup, la Commission européenne et la Federal Trade Commission des États-Unis viennent d'autoriser sans condition le projet de rapprochement entre Essilor et l'italien Luxottica. L'opération aura pris environ six mois de retard sur le calendrier initial.
- Par ailleurs, le leader mondial des verres correcteurs a dévoilé des comptes 2017, marqués par un léger effritement de la marge opérationnelle courante, à 18,3% (-0,3 point). Toutefois, la croissance interne des ventes, un paramètre clé pour Essilor, est ressortie à 3,1%, un niveau bas pour le groupe. Mais l'accélération de cette croissance interne au

quatrième trimestre (+5,1%) est de bon augure pour l'exercice 2018. La concrétisation de la fusion avec Luxottica devrait redonner de l'élan au titre, qui a perdu 10% depuis son plus-haut sur un an, le 19 juin 2017 à 122,15 euros.

Quant à la fusion à venir, elle est prometteuse tant les complémentarités sont évidentes entre un Essilor dédié principalement aux verres et un Luxottica spécialisé dans les montures.

Rentoblig (fonds Total Return Crédit Euro)

Le fonds concède 0.58% (part I) sur le trimestre dans un contexte d'aversion pour le risque de crédit prononcé et de volatilité sur les taux souverains.

Les indices crédit ont remonté en ce premier trimestre après avoir évolué proche des plus bas historiques courant janvier. L'Itraxx Main est désormais à 60 bps (contre 42 en début d'année) et le Xover à 284 (contre 220 en début d'année). Les taux souverains ont également connu un trimestre volatil avec un Bund qui a progressé de 0.42% à 0.49% en passant par 0.80% mi-février. Ces mouvements erratiques se retrouvent dans l'évolution de la courbe euros qui s'est dans un premier temps pentifiée (spread 10 ans 2 ans à 1.36) puis aplatie pour revenir à ses niveaux de début d'année (1.16).

Plusieurs nouveaux émetteurs sont entrés dans le portefeuille par le biais d'émissions primaires :

- Saint Gobain 1.125% 2026 (BBB)
- WPP Eur+45% 2022 (BBB)
- Prosegur 1% 2023 (BBB)
- Thales 0.75% 2025 (A-)

Dans un environnement où le risque idiosyncratique tend à augmenter, Rentoblig est un portefeuille très diversifié (68 émetteurs) sans qu'aucune contrepartie corporate ne dépasse 5%. Nous pensons que les spreads, suite à la tension du début d'année, devraient se stabiliser sur ces niveaux. Mécaniquement, le rendement actuariel a progressé à 1.86%, une sensibilité de 2.83 et un rating BBB-, ce qui constitue ainsi un investissement obligataire attractif dans l'environnement de taux bas actuel.

Altern Plus (fonds diversifié patrimonial) s'inscrit en baisse de 0.92 % sur le trimestre contre -0.46% pour son indice de référence.

L'exposition aux facteurs de risques est restée faible avec une poche actions autour de 11% pour une sensibilité à 2.5. Parmi les mouvements, nous avons initié des positions sur des nouveaux émetteurs obligataires à l'image d'Orpéa, Saint Gobain ou encore Vallourec. Ce positionnement s'explique par notre



prudence sur le marché actions due à la cherté des entreprises et aux attentes élevées du consensus couplée à un scénario de remontée des taux en Europe qui semble encore timide.

Dans le bas de nos curseurs de risques, nous avons par conséquent une capacité de renforcement importante en cas de creux sur les marchés.

PERSPECTIVES

En conclusion, on le répète, outre les interrogations des investisseurs sur le timing de la synchronicité des différentes politiques monétaires devenant moins accommodantes partout de le monde et leur possible télescopage, se sont surajoutés de nouveaux éléments perturbateurs depuis février avec :

- d'une part l'entrée en **guerre commerciale** entre les différents blocs à l'initiative du président américain qui durcit le ton vis à vis de son premier partenaire commercial et deuxième puissance économique mondiale à savoir la Chine, hypothéquant par là même possiblement la dynamique actuelle des échanges commerciaux.
- Et d'autre part, subitement, cristallisant une anxiété diffuse, des **menaces récurrentes sur les acteurs de la technologie** (notamment Facebook, Amazon et Google), coupables opportuns accusés de tous les maux (omnipotence, exemption fiscale, confidentialité et exploitation des données privées à l'insu des intéressés), qui ont pourtant jusqu'à maintenant faits les beaux jours de la bourse et de l'économie outre-Atlantique ...

Ces 2 éléments continueront à rythmer l'année 2018 mais probablement avec plus d'apaisement.

Tout ceci intervient dans un contexte de valorisation tendue des actifs actions et surtout obligataires, dopée depuis près de dix ans par l'intervention messianique des banques centrales.

Cette ère nouvelle de grande confusion coïncidant avec la fin prochaine du cycle économique et de raréfaction progressive des liquidités engendre une volatilité ressuscitée des marchés (sell-off de février, fin de séances américaines souvent surprenantes), où les systèmes des trading algorithmiques et la gestion indicielle passive affirment leur suprématie.

Pourtant, en l'absence de dégradation forte du newsflow macro ou micro (qui n'a pas été observée pour l'instant), **on peut légitimement penser que les marchés actions conservent encore du potentiel pour les 6 prochains mois** (surtout européens et japonais) sur les niveaux actuels.

Un soutien de poids aux marchés actions américains en aparté : la réforme fiscale accélère les plans de rachats d'actions (qui pourraient passer de 450 milliards de dollars en 2017 à 600 milliards de dollars cette année) et conforte les paiements de dividendes (le ratio de distribution atteint désormais 40% des résultats nets, un niveau qu'on n'avait pas connu depuis la fin des années 1990).

Au-delà, on peut parier sur le fait que les investisseurs pourraient bientôt être déçus par une inflexion du rythme de la croissance économique américaine plus probablement proche des 2% que des 2,8% actuels.

A mesure que nous avancerons dans l'année 2018 avec le challenge obligataire et l'épuisement du potentiel haussier en rapport avec l'essoufflement de l'économie américaine le stock picking et la flexibilité offerte par nos fonds seront plus que jamais essentiels pour trouver des moteurs de performance.

Rédigé par l'Equipe de Gestion ACTIS AM

Ce document est un document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, diffusé à des fins d'information et ne saurait en aucun cas s'interpréter comme constituant une offre de vente ou sollicitant une offre d'achat de titres qui y sont mentionnés. L'opinion formulée dans le présent document ne saurait en aucun cas se substituer au jugement de son destinataire. Les informations fournies dans ce document n'ont aucun caractère exhaustif et leurs précisions ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent l'opinion d'Actis AM à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement.

Actis Asset Management, agrément AMF GP – 06000042 du 20/12/2006.