



FLASH MARCHÉS : LA SAISON DES RÉSULTATS EN SOUTIEN

LE 20 AVRIL 2018

Sur les marchés

La semaine s'est ouverte sur un potentiel retour du risque géopolitique avec les frappes pendant le week-end contre le régime syrien. Cependant, cela n'a eu que peu d'impact sur les marchés financiers, les investisseurs préférant acter l'absence d'escalade des tensions, notamment avec la Russie.

La tendance a ainsi été plutôt positive au cours de la semaine sur les marchés d'actions, aidée par de bonnes publications de résultats, notamment sur les valeurs technologiques avec Netflix qui a entraîné une bonne partie du secteur dans son sillage. La hausse des matières premières avec un baril de pétrole retrouvant des niveaux de 2014 a permis aux valeurs pétrolières de progresser largement sur la semaine (environ 3% aux USA et en Europe). Sur les marchés obligataires, alors que le début de semaine était particulièrement calme, les taux gouvernementaux européens et américains ont connu une forte hausse jeudi avec une pentification de la courbe, les taux longs montant plus que les taux courts.

Sur le front économique, le FMI a publié la mise à jour de ses perspectives de croissance en révisant à la hausse de 20 points de base ses chiffres pour les Etats-Unis et l'Europe pour 2018. L'institution a confirmé que les pays avancés connaîtront une croissance supérieure au potentiel cette année et l'année prochaine et mis en avant les risques de révisions à la baisse ensuite. Aux Etats-Unis, la publication du *Beige Book* de la Fed montre aussi que l'activité reste bien orientée grâce à l'impact positif de la réforme fiscale et malgré les inquiétudes relatives au protectionnisme. En zone euro, le chiffre final de l'inflation sous-jacente pour le mois de mars est stable à 1% et la réunion de la BCE le 26 avril ne suscite pas d'attente particulière de la part des investisseurs.

Du côté des banques centrales, la surprise est venue de la Chine avec l'annonce d'une baisse de 1% du taux de réserves obligatoires pour les principales banques du pays. Cela ne vient pas démentir les efforts d'assainissement financier mais montre que la Banque Populaire de Chine a les moyens de piloter sa politique monétaire afin d'éviter un accident brutal sur la croissance. Le PIB chinois avait auparavant été publié en ligne avec les attentes, en hausse de 6,8% annualisé pour ce premier trimestre.

Dans ce contexte, nous conservons nos vues sur les différentes classes d'actifs : une préférence pour les actions avec une saison de publications des résultats qui démarre de façon positive et une position prudente sur les emprunts d'Etat à 10 ans.



▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les matières premières ont poursuivi leur progression sur fond de tensions internationales, conduisant à un fort rebond des taux longs. Dans ce contexte, les secteurs énergétiques, des matériaux et financiers ont été privilégiés, au détriment des valeurs plus défensives, sensibles aux taux.

La semaine est par ailleurs marquée par le début des publications de résultats du premier trimestre 2018, qui ressortent dans l'ensemble de bonne facture. Les effets de change sont pénalisants, mais le sursaut confirmé de la croissance organique (**Schneider**, **Accor**, **Edenred**, etc.) compense voire dépasse ce facteur.

Publicis a profité de gros rachats de short après un premier trimestre mieux orienté avec une croissance interne de 1,6%. Les secteurs publicitaires et des médias ont par ailleurs profité de la forte hausse du chiffre d'affaires d'**Omnicom** en Europe, exception faite de **WPP** qui a pâti du limogeage de son CEO durant le week-end.

Notons l'envolée d'**Ericsson** alors que les résultats du premier trimestre 2018 ressortent bien supérieurs aux attentes, démontrant que les efforts de réduction de coûts réalisés commencent à porter leurs fruits. La marge brute de l'équipementier télécoms suédois remonte ainsi à 35,9% alors qu'elle était de 18,7% un an plus tôt.

Continental a révisé en baisse de 150 millions d'euros son objectif d'EBIT annuel, en raison des effets de change et de dépréciation des stocks. Le secteur des semi-conducteurs a quant à lui corrigé après un avertissement du taiwanais **TSMC** sur fond de faiblesse du marché des mobiles.

Côté transformations d'entreprises, **Vivendi** a tenu son AG, évoquant à nouveau une possible IPO d'**UMG** dont la croissance du streaming dépasse +30% au premier trimestre, ainsi que la succession de Vincent Bolloré par son fils.

Après la cession d'une partie du pôle de radios internationales, **Lagardère** est entré en négociations exclusives avec **Czech Media** pour la cession d'une partie de son pôle presse. **FNAC-Darty** a publié des ventes au titre du premier trimestre au-dessus des attentes, et a par ailleurs annoncé le développement d'espaces de vente **Google** ainsi qu'une alliance avec les e-commerçants français pour créer le BlackFriday tricolore, baptisé les « French Days ».

Total rachète **Direct Energie**, premier fournisseur d'énergie alternatif en France, valorisé 2,5 milliards d'euros. **Sanofi** a annoncé être entré en négociations exclusives pour céder **Zentiva** à **Advent** pour 1,9 milliard d'euros, tandis que **Shire** a vendu son activité oncologie au laboratoire **Servier** pour 2,4 milliards de dollars. Bloomberg a fait part d'intentions de **Bouygues**, aidé d'un partenaire financier, pour la reprise de **SFR** à **Altice**. Bouygues a toutefois démenti dans la foulée. Enfin, **Whitbread** a bondi après que le fonds activiste **Elliott** est devenu son premier actionnaire.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Belle semaine pour les marchés : le S&P progresse de 1,4% et le Nasdaq de 1,8%. L'écart de performance depuis le début de l'année continue donc de se creuser, le S&P progressant de moins de 1% contre +5% pour le Nasdaq. En l'absence de nouveaux tweets polémiques de la part de Donald Trump, la microéconomie a repris ses droits, alimentée par la saison des résultats trimestriels. Coté macro, on retiendra les bons chiffres des ventes au détail (+0,6% en mars vs février, contre +0,4% attendu), la production industrielle (+0,5%, en séquentiel également) et les mises en chantier, en progression de 1,9%.

La saison des résultats bat son plein. Les grandes banques (**Citi**, **JPM**, **BAC**, **GS**, **MS**) ont annoncé des chiffres au titre du premier trimestre au-dessus des attentes du consensus pour la plupart d'entre elles, notamment grâce à une bonne tenue de leur activité *equity*.



Cependant, les titres ont eu tendance à sous-performer après les publications, le marché se refusant d'extrapoler la vigueur du premier trimestre sur le reste de l'année. **GS** a été particulièrement sanctionnée suite à la suspension de son programme de rachats de titre. **Amex** a publié d'excellents résultats, portés par son activité aux Etats-Unis (+10%) et la croissance des prêts (+14%).

Notons par ailleurs les très bonnes publications pour les secteurs cycliques comme le transport (**CSX**, **CP**, **United Airlines**), les médias (**Netflix**) ou les matières premières (**Alcoa**). On retiendra les grosses déceptions chez certaines défensives, comme **IBM** (-7%), en raison d'une croissance organique toujours très timide, ou **Procter and Gamble** (-4%) et **Philip Morris** (-15%), pénalisé par la performance de sa division cigarettes électroniques nettement en dessous des attentes (neuf milliards de dollars de vente contre 13 anticipés).

Au cours des cinq derniers jours, l'énergie et les services publics signent les meilleures performances. La consommation de base et les valeurs financières sont en recul.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Les actions japonaises (indice TOPIX) ont progressé de 1,2%, portées par un regain de confiance sur les marchés : la menace nord-coréenne s'est atténuée et le sommet entre le Japon et les États-Unis s'est achevé sur un statu quo concernant la relation commerciale entre les deux pays.

Alors que le taux de change USD/JPY est resté stable à 107, les secteurs sensibles à la conjoncture économique comme les produits du pétrole et du charbon (+4,08%), les métaux non ferreux (+3,5%) et les instruments de précision (+2,79%) ont surperformé le TOPIX. **Sumitomo Metal & Mining** s'est adjugé 8,05% et le chimiste **Asahi-Kasei** a progressé de 4,34%. **Nitto Denko** a gagné 4,06%.

Dans le même temps, compte tenu des environnements d'investissement externes incertains, le secteur Électricité & Gaz (+3,64%) a également surperformé le marché. Les investisseurs avec une faible propension au risque ont privilégié les valeurs défensives tournées vers le marché intérieur, qui sont moins vulnérables aux risques externes, ainsi que les titres offrant un rendement sur dividende relativement élevé. **Chubu Electric Power** a grimpé de 7,55%. En outre, **Kansai Electric Power** et **Osaka Gas** se sont adjugé 4,33% et 4,32% respectivement. **Ono Pharmaceutical** est resté en berne (-9,56%) et les constructeurs automobiles comme **Honda Motor** (-2,17%) et **Suzuki Motor** (-1,81%) ont terminé dans le rouge.

À l'heure actuelle, les investisseurs sont surtout focalisés sur les nombreuses publications de résultats prévues dans les semaines à venir pour les entreprises qui ont clôturé leur exercice 2017 (au 31 mars 2018).

▶ MARCHES EMERGENTS

La *People's Bank of China* (PBOC) a baissé le taux des réserves obligatoires de 1% afin d'améliorer la liquidité et d'atténuer l'impact du désendettement. La croissance du PIB chinois a été de 6,8% au premier trimestre 2018, soutenu par la consommation intérieure. La *National Development and Reform Commission* (NDRC) a retiré le plafond d'une participation de 50% pour les constructeurs étrangers dans les JV automobiles dès cette année pour la production de véhicules électrique et hybride ; la limite sera retirée d'ici à 2020 pour les producteurs des véhicules commerciaux et d'ici à 2022 pour la production des voitures individuelles.

Les Etats-Unis ont sanctionné **ZTE**, 2ème équipementier télécom au monde, pour avoir violé l'embargo avec l'Iran : les producteurs de semi-conducteurs américains ne fourniront plus de puces pendant sept ans. 25 à 30% des composants utilisés par ZTE pour la production de smartphones ou d'infrastructures réseau sont issus d'entreprises américaines et difficilement remplaçables.



Malgré des résultats trimestriels en ligne, **TSMC** a donné une vue plus pessimiste qu'attendu pour le deuxième trimestre 2018 à cause de la décélération des demandes de smartphone et de crypto-monnaie : une baisse estimée de 7-8% des revenus par rapport au premier trimestre avec une marge brute de 47%-49% versus 50,8% au deuxième trimestre 2017.

En **Inde**, **Tata Consultancy** a publié des résultats en ligne avec les attentes : +7,5% porté notamment par la forte croissance de l'activité digitale (+38%) qui représente désormais 23,8% du chiffre d'affaires.

IndusInd Bank a publié des résultats solides : +26,9% de croissance annualisée. L'acquisition de **Vedanta d'Electrosteel** va permettre aux banques (surtout publiques) de récupérer environ 40% de la valeur de leurs actifs. En **Indonésie**, la banque centrale a laissé ses taux d'intérêt inchangés.

Au **Brésil**, **Petrobras** a donné une série de détails sur le programme de vente d'actifs de raffinage. L'arrivée potentielle de nouveaux acteurs du raffinage au Brésil pourrait réduire le risque de modification de la politique de prix existante de Petrobras. Lors de la conférence BTG LatAm, en général, les retours des entreprises ont été positifs. Pour les entreprises brésiliennes, bien que la croissance au premier trimestre 2018 n'ait pas été aussi forte que prévu, le chiffre d'affaires s'améliore (soutenu par les salaires réels) et la rentabilité augmente (baisse des taux d'intérêt). En **Colombie**, les ventes de détail ont progressé de 5% en février (contre 2,5% en janvier), tirées par la nourriture et les boissons. Au **Mexique**, **Kimberly Clark** et **Nemak** a publié de bons résultats, meilleurs que prévu.

▶ MATIERES PREMIERES

Malgré une stabilisation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient cette semaine, le **pétrole** a défié les lois de la gravité pour flirter avec les 75 dollars le baril pour le Brent et un peu en dessous des 70 dollars le baril pour le WTI. Ces niveaux n'avaient pas été atteints depuis novembre 2014 (Référence Brent) sous l'impulsion d'une amélioration marquée des fondamentaux.

Les inventaires (bruts et produits) hebdomadaires aux Etats-Unis sont ressortis en forte baisse, surtout pour les produits pétroliers (essence et distillats), résultat d'une baisse des importations et d'une forte demande. La demande mondiale reste bien orientée d'autant que le FMI maintient ses perspectives de croissance mondiale à 3,9% pour 2018 et 2019.

La réunion des ministres du pétrole OPEP/non-OPEP qui se tiendra ce weekend ne devrait pas aboutir à une reconduction de l'accord mais devrait donner des indications quant à la stratégie que le groupe souhaite mener. L'objectif de baisse des inventaires mondiaux à sa moyenne 5 ans est sur le point d'être atteint et l'extension « OPEP+ » pourrait, par exemple, porter sur une baisse des inventaires à une moyenne 7 ans. Nous n'attendons pas d'annonces majeures ce weekend, car la stratégie fonctionne. Il semblerait donc inopportun d'annoncer des extensions au-delà de 2018 à ce stade.

Un autre facteur explicatif de la hausse cette semaine est la spéculation. Plusieurs sources ont rapporté que l'Arabie Saoudite souhaiterait voir les prix du pétrole évoluer entre 80 et 100 dollars le baril, ce qui nous semble peu crédible. Nous savons que Ryad peine à convaincre les investisseurs avec l'introduction en Bourse d'**Aramco** mais une hausse du pétrole entre 80 et 100 dollars le baril favorisait la prolifération du pétrole de schiste américain qui aurait un impact négatif sur la demande et donc les prix à terme.

Les prix des **métaux de base** ont fortement progressé cette semaine. Les premiers effets de la guerre commerciale et des sanctions contre la Russie se font sentir. Les prix de l'**aluminium** ont par exemple pris plus de 20% sur un mois alors que **Rusal** (6% de la production mondiale) n'est plus en mesure de vendre sa production. Le **nickel** a également fortement progressé cette semaine, le marché craignant que **Norilsk Nickel** (12% de la production mondiale) soit à son tour touché par des sanctions.



▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché était haussier en début de semaine (-8 points de base pour l'indice Xover entre lundi et mardi) malgré des incertitudes macroéconomiques et géopolitiques toujours présentes (développements en Syrie, sanctions américaines envers la Russie, etc.). Mercredi, la situation s'est cependant retournée et les spreads se sont écartés, dus en partie à des mouvements de prises de profits après ce récent rally. Les financières ont été particulièrement impactées par ce retournement.

Le marché primaire a été très actif cette semaine. **Softbank** (Ba1/BB+) a émis des obligations de maturité 5 et 7 ans, en deux tranches de 1,45 milliard d'euros (coupon de 4% et 4,5%) et 750 millions de dollars. **Piaggio** (B1/BB-) a émis des obligations de maturité 7 ans pour 250 millions d'euros avec un coupon de 3,625%. **Iliad**, groupe français de télécommunications, a émis des obligations de maturité 3 et 7 ans pour 1,1 milliard d'euros avec des coupons de 0,625% et 1,875%. **Samsonite** (Ba2/BB+) a émis une obligation de maturité 8 ans pour 350 millions d'euros avec un coupon de 3,5%. Enfin, **KBC**, banque belge, a émis une obligation AT1 avec un coupon de 4,25% pour un milliard d'euros.

Casino (Ba1/BB+), groupe de distribution, a affiché des résultats au titre du premier trimestre 2018 légèrement supérieurs aux attentes. Le chiffre d'affaires est en baisse de 3,8% mais la croissance organique s'affiche en hausse de 3,1% avec notamment une hausse des ventes en France (+1,5%). **Rémy Cointreau** (Baa3/BB+), groupe français de spiritueux, a annoncé de bons résultats pour 2017. Le chiffre d'affaires enregistre une hausse de 2,9% et les ventes à devises et périmètre constants s'affichent en augmentation de 7,2%. L'ensemble des marques du groupe ont contribué à cette croissance, notamment la Maison Rémy Martin.

Eramet, leader mondial dans les métaux d'alliage, a annoncé ses résultats au titre du premier trimestre 2018, avec un chiffre d'affaires à périmètre et change constants en hausse de 14%. Le groupe indique être bien positionné sur ses marchés mais souligne cependant le contexte de forte volatilité des prix des métaux.

Intesa Sanpaolo (Baa1/BBB) et la société de recouvrement **Intrum Justitia** ont conclu un accord. Celui-ci consiste en la cession d'un portefeuille de 10,8 milliards d'euros de créances douteuses (NPL) et la création d'une plateforme de servicing des NPL détenue à 51% par Intrum et à 49% par la banque. Cette opération permettra à Intesa de réduire son ratio de NPL à 9,6%.

CONVERTIBLES

Encore une semaine chargée sur le marché primaire des obligations convertibles. Le promoteur immobilier vietnamien **No Va Land Investment Group Corporation** a émis pour 160 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans, assorties d'un coupon de 5,5% et d'une prime de 15%, pour financer l'acquisition de certaines sociétés de développement de projets.

Aux États-Unis, nous avons recensé deux émissions convertibles dans le secteur de la santé. **Paratek Pharmaceuticals** a placé pour 140 millions de dollars d'obligations à échéance 2024, assorties d'un coupon de 4,75% et d'une prime de conversion de 20% afin de financer les essais cliniques actuels et futurs de l'omadacycline. **Clovis Oncology**, une société qui commercialise des agents anticancéreux, a émis pour 300 millions de dollars (avec option de surallocation pour 45 millions de dollars supplémentaires) d'obligations à 7 ans, assorties d'un coupon de 1,25% et d'une prime de 40%. Le produit de cette émission est affecté aux besoins généraux de l'entreprise, dont les dépenses commerciales et marketing engagées pour son produit phare, le Rubraca.



Deutsche Bank a émis pour 225 millions de dollars d'*equity-linked notes* avec un règlement en numéraire, indexées sur les actions de **JP Morgan** et assorties d'un coupon de 1% et d'une prime de 16%. Jeudi, **Ship Finance International** (transport maritime) a placé hors séance pour 140 millions de dollars d'obligations convertibles à 6 ans assorties d'un coupon de 4,75% et d'une prime de 20%. Le produit de cette émission est affecté au fonds de roulement de l'entreprise.

Enfin, signalons l'émission de **South Jersey Industry** (services liés à l'énergie) : 250 millions de dollars d'obligations à conversion obligatoire à 3 ans pour financer le rachat à **Southern Company Gas** d'actifs dans le gaz naturel.

Dans le reste de l'actualité, la saison de publication des résultats a démarré. Le sidérurgiste russe **Severstal** a annoncé un EBITDA inférieur aux estimations du consensus et un chiffre d'affaires conforme aux attentes au premier trimestre. En outre, il a ramené à 2,6% (contre 3 à 4% auparavant) sa prévision de croissance de la demande en Russie en 2018.

Vendredi matin, **Foncière des Régions** a annoncé être en pourparlers pour prendre une participation pouvant aller jusqu'à 60% au capital de la société immobilière italienne **Beni Stabili**.

Aux États-Unis, **NXP Semiconductors** a terminé la semaine en repli de plus de 5% car **Qualcomm** a sollicité une nouvelle fois l'aval du ministère chinois du commerce pour le rachat de cette entreprise. Aux dernières nouvelles, les autorités chinoises considéraient que « l'acquisition proposée (...) pourrait avoir des effets négatifs sur les marchés ».

Achevé de rédiger le 20/04/2018



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