

---

# FLASH MARCHÉS : LE RISQUE POLITIQUE RESSURGIT

---

LE 23 FÉVRIER 2018

## Sur les marchés

Les marchés sont restés erratiques cette semaine, sans grande tendance. L'attention est toujours portée vers les banques centrales et les *minutes* des derniers comités de politique monétaire de la Fed et de la BCE. Ils n'ont apporté aucune nouveauté : la Fed est confiante dans la réalisation de son scénario de remontée progressive de l'inflation vers l'objectif de la banque centrale, tandis que la BCE, rassurée par la reprise, continue de considérer que la faiblesse de l'inflation exige une politique monétaire toujours expansionniste.

Dans ce contexte, les statistiques économiques ont confirmé l'environnement de reprise, avec quelques nuances toutefois. Aux Etats-Unis, les enquêtes de confiance des ménages et des entreprises (Michigan, PMI) étaient supérieures aux attentes et probablement dopées par la politique de relance de l'administration américaine, tandis qu'en Europe, les enquêtes PMI dans le manufacturier et les services, ainsi que l'enquête IFO, ont décliné plus qu'attendu, tout en restant à des niveaux très élevés.

A l'approche des élections italiennes et du vote du SPD quant à la participation à un gouvernement de grande coalition, on notera à la marge quelques légères tensions sur les obligations italiennes face aux obligations allemandes, sachant que jusqu'ici, les marchés ne se sont que peu souciés de ce risque électoral.

## ▶ ACTIONS EUROPEENNES

Légère remontée du marché européen au cours de la semaine, dans un contexte de détente des taux longs et de baisse de l'euro contre dollar. La poursuite des publications de résultats du quatrième trimestre démontre une reprise plus forte de la croissance en 2018. Les révisions à la hausse sont significatives.

L'accélération est très nette pour les cycliques industrielles, la technologie ou les secteurs hôtels et médias. Les titres ayant montré des révisions positives de leur *top line* ont souvent été plébiscités.

Parmi les bonnes publications, **Bouygues** a dévoilé un EBIT et surtout un FCF largement supérieur aux attentes. Du côté des télécoms, les ventes ont progressé de 6,08% et la société anticipe une croissance supérieure à 3% de son chiffre d'affaires pour 2018. Dans la construction, le carnet de commandes est en progression de 7%, atteignant un record à fin décembre. Le dividende va progresser.

**Orange** a également connu une croissance de son chiffre d'affaires au quatrième trimestre, avec une progression en France (qui représente 40% des ventes totales) pour la première fois depuis 2009. Le groupe poursuit par ailleurs la réduction de sa dette.



Les chiffres d'**Accor** pour le quatrième trimestre et l'ensemble de l'année 2017 sont satisfaisants. Les RevPar (revenus par chambre disponible) ont significativement augmenté et l'Ebit annuel ressort à 492 millions d'euros au-dessus de la *guidance* et du consensus. La marge progresse de 130 points de base en base annuelle. Le groupe annonce par ailleurs entrer en phase finale de négociations concernant les projets de cession. Il prévoit une poursuite de la hausse des RevPar pour 2018. **Saint-Gobain** a rassuré avec des chiffres 2017 conformes aux attentes du consensus. Le résultat opérationnel ressort en ligne, malgré la cyberattaque de juin-juillet. La croissance organique au quatrième trimestre du chiffre d'affaires (+6,5% soit +4,7% sur l'année) et l'amélioration des marges démontrent sa capacité à augmenter les prix dans un contexte de pressions sur le coût des matières premières. **Veolia** a fait état de bons résultats annuels 2017, avec une ré-accelération de la croissance au quatrième trimestre. La France repasse en positif et la génération de FCF est importante. Le groupe maintient ses objectifs 2018 et 2019, avec notamment une croissance d'Ebitda 2018 supérieure à celle de 2017. **ProSiebenSat1** a tiré parti du rebond sensible des recettes publicitaires TV au quatrième trimestre. Le groupe a annoncé la « cession » de 25,1% de son pôle e-commerce **Nucom** à **General Atlantic** et la nomination d'un nouveau CEO. Le groupe indique tabler sur une croissance de son chiffre d'affaires et une marge d'EBITDA autour de 25%, en ligne avec les attentes pour 2018. **FNAC-Darty**, malgré des ventes 2017 en-dessous des attentes, a annoncé une importante augmentation de sa marge brute et un dépassement de l'objectif de synergies sur la fusion. La génération de FCF est très solide.

Du côté des déceptions, **Ingenico** a affiché des perspectives ternes pour 2018, malgré de bons chiffres sur 2017, avec en particulier un premier semestre faible. **Technicolor** a également dévoilé un second semestre décevant concernant toutes ses divisions (notamment sur les effets spéciaux qui doivent pourtant constituer le moteur de croissance) et a fait état de *guidances* 2018 sous les attentes. Le prix de cession de la division brevets reste par ailleurs incertain.

## ▶ ACTIONS AMERICAINES

Semaine de correction pour les marchés actions : le S&P a buté contre les 2750 points et lâche 1% au cours de la semaine. La parution des *minutes* de la Fed a retenu toute l'attention des investisseurs. Le message relativement *hawkish* a catalysé la baisse du marché, la remontée du dollar et une nouvelle progression des taux. Le tout se faisant dans des volumes 10% inférieurs à ceux connus depuis le début d'année. Les ventes de maisons existantes au mois de janvier ont, quant à elles, affiché un retrait de 3% contre une progression attendue de 0,5%.

La parution des *minutes* aura donc été le principal élément à retenir cette semaine. Elles ont fait état de différents éléments pouvant justifier un durcissement de la politique monétaire bien que celui-ci ait été implicitement écarté, puisque la banque centrale souhaite toujours s'inscrire dans la « continuité ». Le marché aura donc davantage prêté attention aux assertions sur l'« excellente dynamique de l'activité », la « faiblesse du dollar » et enfin « l'impact potentiellement supérieur des baisses d'import sur l'activité ». Le 10-ans a réagi, passant de 2,87% à 2,95%, soit le plus haut niveau depuis janvier 2014.

**Walmart** a reculé de plus de 10%. Son activité e-commerce affiche un léger tassement de son rythme de croissance bien que celui-ci reste très élevé à près de 25% par an. Le management a également fait état d'un besoin accru d'investissement et ceci à brève échéance. **United Technologies** (+5%) a connu une belle semaine, bénéficiant de la résolution des problèmes qui affectaient la production de ses moteurs d'avion, puis des annonces de son CEO ouvrant la porte à une scission du conglomérat en trois groupes distincts (Aerospace, Ascenseurs, Climate-control) et cotés individuellement. Dans le même temps, le CFO de **GE** a écarté toute éventuelle augmentation de capital. Côté M&A, **Broadcom** a logiquement abaissé son offre sur **Qualcomm** à hauteur de 4% (pour 117 milliards de dollars), après que Qualcomm a relevé son offre pour la prise de contrôle de **NXP** à 44 milliards de dollars.



Au cours des cinq derniers jours, ce sont principalement les secteurs de la technologie, de l'industrie et des services publics qui tirent leur épingle du jeu. En revanche, le secteur de l'énergie, les télécommunications et la consommation de base affichent des reculs significatifs.

## ▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a achevé la semaine en hausse de 0,51%. Malgré une nervosité encore palpable dans les rangs des investisseurs face à une possible hausse des rendements du Trésor américain et à la faiblesse persistante du taux de change USD/JPY (dans une fourchette de 106 à 107), la Bourse de Tokyo a relativement bien résisté. Séduits par les perspectives bénéficiaires, les investisseurs individuels japonais ont joué un rôle important dans la stabilisation du marché en achetant les titres survendus face à la pression vendeuse des investisseurs étrangers au cours du mois. En moyenne, le ratio cours/bénéfices prévus dans un an de l'indice TOPIX s'élève à 14,98, restant dans le milieu de la fourchette observée pour les actions japonaises (14 à 16) depuis l'accession de Shinzo Abe au poste de Premier ministre.

Les secteurs autres produits (+2,29%), dont **Nintendo** (+2,92%), autres activités financières (+1,85%) et entreposage & transport portuaire (+1,84%) ont surperformé. **Otsuka Holdings** (+5,74%) a poursuivi sur sa belle lancée, les investisseurs ayant apprécié la diversification de ses sources de bénéfices après l'expiration d'un brevet sur l'un de ses produits phares. En outre, le fabricant de composants pour smartphones **Nitto Denko** a rebondi de 4,77% après une correction.

En revanche, les secteurs produits en caoutchouc (-3,22%), exploitation minière (-2,67%) et assurance (-1,35%) ont sous-performé. **Bridgestone** a cédé 4,7% en raison de prises de bénéfices après l'annonce d'un bénéfice record. **Japan Tobacco** a vu son cours baisser de 3,47% en raison de ventes de cigarettes décevantes et le brasseur **Asahi Group Holdings** (-3,37%) a enregistré une correction.

## ▶ MARCHES EMERGENTS

Les marchés émergents ont achevé la semaine sur une note stable. En **Chine**, le secteur du tourisme a réalisé un chiffre d'affaires de 475 milliards de renminbi - RMB (75 milliards de dollars), en hausse de 12,6% sur un an, au cours de la semaine d'or du Nouvel An (du 15 au 21 février). 386 millions de voyages touristiques ont été enregistrés à cette occasion (+12,1%). Les ménages chinois ont dépensé 926 milliards de renminbi (146 milliards de dollars) dans les magasins et les restaurants du pays au cours de la semaine, soit 10,2% de plus que l'an dernier à la même période, après la progression de 11,4% constatée entre 2016 et 2017. La tendance à la hausse de la consommation se confirme alors que les consommateurs mettent davantage l'accent sur la qualité que sur la quantité.

**Chroma ATE**, le principal fabricant d'instruments de test et de mesure sur le marché de la Grande Chine, a fait état d'une croissance de son chiffre d'affaires de 88% en glissement annuel au quatrième trimestre 2017 et d'une progression de son bénéfice net de 132% sur un an. Malgré une marge bénéficiaire légèrement inférieure aux attentes, l'entreprise a laissé entrevoir une bonne tenue de ses bénéfices, confortée par la hausse de la demande d'instruments de test de batteries de véhicules électriques et par la pénétration dans différents domaines de tests de semi-conducteurs.

En **Inde**, le compte-rendu de la réunion du comité de politique monétaire de la banque centrale a révélé certaines inquiétudes quant à la situation macroéconomique du pays : la plupart des membres du comité ont relevé une poursuite du regain d'inflation généralisée et considèrent que le risque de dérapage s'accroît. Sur le front de la croissance, la plupart des membres ont pris acte de la tendance positive pour la plupart des indicateurs à haute fréquence et semblent davantage optimistes quant aux perspectives de croissance. Toutefois, ils ont également souligné que la reprise n'en est qu'à ses balbutiements, ce qui appelle une « approche prudente » de la politique monétaire.



En **Thaïlande**, les flux et les dépenses touristiques restent à des niveaux élevés : 3,5 millions de visiteurs (+10,9%) et 189 milliards de bahts (+11,6%) en janvier, selon le ministère du Tourisme et des Sports. Le nombre de touristes en provenance de la zone euro est historiquement élevé et les flux en provenance du sud de l'Asie enregistrent une croissance supérieure à 20%.

En **Afrique du Sud**, le nouveau cadre budgétaire prévoit de ramener le déficit budgétaire de 4,3% du PIB en 2017/2018 à 3,6% en 2018/2019 et en 2019/2020, puis à 3,5% en 2020/2021. La dette publique brute devrait se stabiliser à un niveau plus bas correspondant à 56% du PIB.

Au **Brésil**, les entreprises ont annoncé des résultats satisfaisants. **Iochpe** a fait état d'une croissance de son chiffre d'affaires de 27%, d'un Ebitda en hausse de 23% et d'une diminution de sa dette. Le volume brut des marchandises de **Mercado Libre** est ressorti en hausse de 63% sur un an en dollars mais le résultat d'exploitation s'est avéré plus faible que prévu en raison de la hausse des dépenses consacrées au recrutement des clients. L'enseigne de e-commerce a introduit les frais de livraison gratuits en Argentine. Cette stratégie nous semble pertinente. Les résultats de **Banco do Brasil** se sont avérés meilleurs que prévu en raison de la diminution des provisions et de l'amélioration de la qualité de ses actifs. Selon un quotidien local, le gouvernement devra réduire ses dépenses de 14 milliards de réaux brésiliens, faute d'avoir réussi à faire adopter la réforme de la sécurité sociale cette année. Le ministre des Finances a annoncé un net resserrement budgétaire l'an prochain.

Au **Mexique**, **Asur** a publié des résultats satisfaisants, avec une croissance de 5% de son Ebitda et une hausse de son chiffre d'affaires par passager. Les résultats de **Gap** se sont avérés décevants en raison de la diminution du chiffre d'affaires. Sur le plan macroéconomique, l'inflation globale s'est avérée plus faible que prévu au premier semestre. Elle est ressortie à +0,20% en février. Toutefois, l'inflation sous-jacente est ressortie à +0,30%, un chiffre légèrement supérieur aux attentes (+0,29%). Malgré une accentuation de la volatilité, nous restons optimistes à l'égard des marchés émergents.

## ▶ MATIERES PREMIERES

Le **pétrole** continue sur sa lancée de la semaine dernière pour revenir franchir la barre des 65 dollars le baril pour le Brent et la plage des 62-63 dollars pour le WTI. En l'absence de nouvelles majeures sur le marché de l'or noir, les traders se sont focalisés sur la publication des données hebdomadaires du Département de l'Energie américain. En effet, le mouvement de hausse est principalement expliqué par une baisse des stocks de brut et de produits pétroliers (essence et distillats) la semaine dernière. Les exportations de brut américaines ont fortement progressé au cours de la semaine à deux millions de barils par jour, ce qui est surprenant étant donné que le *spread* entre Brent et WTI s'est fortement réduit à un peu plus de trois dollars en février (contre 6-7 dollars entre mi-décembre et début janvier).

La **compagnie pétrolière nationale libyenne** (NOC) a évacué ses employés du champ de El-Feel car le service de sécurité se serait mis en grève pour des revendications salariales. Ce champ à une capacité de 90-100.000 barils par jour et l'incertitude demeure quant à une éventuelle interruption de production. Le secrétaire général de l'OPEP, Mohammad Barkindo, parle de « momentum massif » concernant le rééquilibrage du marché du pétrole. Ces commentaires font écho aux conclusions du Joint Technical Committee (JTC) entre membres OPEP et non-OPEP qui précise que le rééquilibrage du marché (équilibre offre-demande) devrait se matérialiser entre le deuxième et le troisième trimestre 2018. Toujours selon le JTC, les inventaires OCDE seraient à 74 millions de barils au-dessus de leur moyenne à 5 ans. Pour rappel, l'objectif du cartel et de ses alliés est de ramener les stocks mondiaux au niveau de leur moyenne à 5 ans.

L'once d'**or** a perdu 17-18 dollars cette semaine à 1330 dollars avec la hausse du billet vert (indice DXY) et suite à la publication des minutes du FOMC, plutôt « hawkish ». La Fed se montre ainsi confiante dans la nécessité de continuer à augmenter les taux.

Aux Etats-Unis, le Département Américain du Commerce (DoC) a recommandé au gouvernement



Trump de mettre en place de nouvelles mesures douanières (Section 232) contre les importations d'acier et d'aluminium aux Etats-Unis. En résumé, le DoC propose d'augmenter les tarifs pour les aciers importés d'au moins 24% et d'au moins 53% pour une liste de pays ciblés dont la Chine, le Brésil et la Russie... et la mise en place de quotas. Idem pour l'aluminium. Trump a jusqu'au 11 avril pour acter ces recommandations.

## ▶ DETTES D'ENTREPRISES

### CREDIT

Les marchés de crédit sont repartis à l'écartement sur la semaine avec un indice Xover à 275 points de base après avoir connu un plus bas à 257 points de base en début de semaine.

Le marché primaire s'est rouvert côté financières subordonnées avec des émissions T2 de **Société Générale** et **Svenska Handelsbanken**. Par ailleurs, l'assureur italien **Unipol** a émis un T2 de 500 millions d'euros à un coupon de 3,875%, remboursant 300 millions d'euros de prêts subordonnés préalablement détenus par **Mediobanca**. Mediobanca, en échange, a souscrit la nouvelle obligation à hauteur de 250 millions d'euros. La saison des résultats continue. Elle est globalement de bonne facture et ne révèle pas de surprises matérielles.

Retour (très attendu) de **Faurecia** sur le marché obligataire. Après avoir vu sa notation améliorée par Moody's et Fitch, Faurecia est venu émettre 700 millions d'euros d'obligations 2025. **Orpea**, le leader européen des maisons de retraite, a réalisé sa première émission obligataire publique non convertible. **Vallourec** a publié des résultats supérieurs aux attentes mais se montre très prudent pour 2018. Concernant les fusions et acquisitions, nous notons que **Monoprix** (groupe **Casino**) est entré en négociations exclusives en vue d'acquérir **Sarenza**, en vue d'accélérer sa transformation digitale.

### CONVERTIBLES

L'activité sur le marché primaire est répartie cette semaine après une période creuse. En Europe, le producteur espagnol de pâte à papier et d'énergie renouvelable **Ence Energia y Celulosa** a émis pour 160 millions d'euros d'obligations convertibles assorties d'un coupon de 1,25% affectées au refinancement de sa dette. Aux États-Unis, le fournisseur de solutions bancaires virtuelles **Q2 Holdings** a fait appel au marché, où il a placé pour 200 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 0,75%, dont le produit sera affecté aux besoins généraux de l'entreprise (fonds de roulement, dépenses d'investissement, acquisitions potentielles et opérations stratégiques). Autre émission aux États-Unis : le prestataire de services de gestion des identités et des accès en mode cloud **OKTA** a placé pour 300 millions de dollars d'obligations convertibles assorties d'un coupon de 0,25% affectées aux besoins généraux de l'entreprise.

Nous avons également assisté à une émission inhabituelle en Australie : la société de portefeuille **Seven Group Holdings** a émis pour 350 millions de dollars australiens d'obligations convertibles assorties d'un coupon de 2,2% pour rembourser une dette laissée par la société **Coates Hire**, récemment consolidée. **Grand City Properties** a annoncé une offre de rachat de ses obligations convertibles arrivant à échéance en 2022, qu'elle compte remplacer par de nouvelles obligations classiques à échéance 2027, le but étant d'allonger la durée résiduelle moyenne de sa dette.

Sur le front des résultats d'entreprises, **Valeo** a déçu les investisseurs en annonçant un EBIT inférieur de 3% aux prévisions au second semestre, ainsi qu'un objectif de croissance organique de seulement 5% en 2018. Le titre cède 9% vendredi. **Nexity** a annoncé de très solides résultats pour l'exercice 2017, avec un chiffre d'affaires en hausse de 14,1% sur un an, à 3,51 milliards d'euros, supérieur aux estimations. Les prévisions de l'entreprise pour 2018 sont ambitieuses grâce à un carnet de commandes en hausse de 15% en volume, la demande immobilière en France restant forte.



---

Aux États-Unis, **Macquarie Infrastructure Corporation** a vu son cours de Bourse dévisser de 41%. Il faut dire que l'entreprise a drastiquement revu à la baisse son objectif d'EBITDA pour 2018 en raison de la perte de quelques contrats dans le domaine du stockage pétrolier et réduit son dividende de 31%. En Asie, la chaîne de magasins de proximité thaïlandaise **CP ALL** a publié des résultats meilleurs que prévu, avec un bénéfice en hausse de 23% sur un an grâce à une hausse du panier de la ménagère de 3% sur un an et à l'accroissement de sa marge bénéficiaire brute. Cette tendance devrait être confortée à moyen terme par la bonne tenue de la demande intérieure, conjuguée à la forte croissance du nombre de touristes étrangers (+11% sur un an en janvier).

*Achévé de rédiger le 23/02/2018*



**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](http://www.edram.fr)