



FLASH MARCHÉS : RETOUR PROGRESSIF AUX FONDAMENTAUX

LE 27 AVRIL 2018

Sur les marchés

Après de longues semaines pendant lesquelles l'attention s'était concentrée sur les tensions commerciales sino-américaines, le retour progressif aux fondamentaux continue de s'opérer sur les marchés avec d'une part, une solide saison de résultats trimestriels et d'autre part, une croissance qui poursuit sur sa lancée des deux côtés de l'Atlantique.

S'agissant des résultats des grandes entreprises, il ressort que la progression des chiffres d'affaires s'avère particulièrement forte aux Etats-Unis, témoignant à la fois du dynamisme de l'activité économique et des effets positifs de la baisse du dollar. En termes de publication de résultats, les surprises positives sont importantes des deux côtés de l'Atlantique. Notons qu'en Europe, les secteurs liés à l'industrie, l'énergie et aux matériaux de base tirent leur épingle du jeu avec des croissances de bénéfices particulièrement élevées.

Sur le front des statistiques économiques, les indicateurs de confiance aux Etats-Unis restent bien orientés comme l'atteste l'indice Markit dans le secteur des services et manufacturés. Les estimations du PIB américain pour le 1er trimestre confirment aussi l'accélération de la croissance en glissement annuel. Les marchés des taux américains réagissent d'ailleurs à cette confirmation du cycle économique américain avec un passage express de la barre symbolique du 10Y US au-dessus des 3% (3,003%), une première depuis 2014 alors que de son côté, le 2Y US a atteint 2,5% pour la première fois depuis septembre 2008.

Dans le même temps, la prudence exprimée jeudi par la BCE a permis de détendre les taux de la zone euro et d'exercer une pression à la baisse sur la parité euro-dollar. Nous retiendrons de cette réunion de la BCE, qu'en dépit du statu quo, Mario Draghi s'est montré prudent après l'essoufflement des indicateurs économiques et des craintes protectionnistes en indiquant qu'une analyse plus approfondie serait nécessaire.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Impactés par la hausse des taux longs américains qui ont franchi le seuil de 3% en milieu de semaine, les marchés actions européens finissent par se reprendre après la détente de ces derniers et sur fond de renchérissement du dollar face à l'euro. Les PMI zone euro en avril ressortent à des niveaux satisfaisants et se stabilisent, portés par les composantes services qui reprennent des couleurs à des niveaux élevés.

Néanmoins, la BCE a indiqué sa volonté de rester accommodante. Mais c'est surtout la poursuite des publications du premier trimestre qui rythme le marché, les bonnes performances étant saluées et les déceptions sanctionnées. La croissance organique est globalement très robuste malgré un effet jours ouvrés négatif, ce qui permet de compenser dans bien des cas l'impact souvent plus négatif que prévu des changes.



Les valeurs qui ressortent en pointe sont les industrielles, la technologie ou le luxe. **Kering** s'est ainsi particulièrement illustré, soutenu par la croissance de **Gucci** qui ressort à +49% au premier trimestre. Le groupe table sur un effet de levier favorable sur la marge et a procédé à un nouveau relèvement important des prévisions de bénéfices : +13% pour 2018 et +11% pour 2019. **Safran** a publié un chiffre d'affaires et une croissance interne supérieurs au consensus, confirmant par ailleurs sa *guidance* pour 2018 plutôt en haut de fourchette. **Spie** a également publié des résultats au-dessus des attentes, confirmant ses perspectives pour 2018 de croissance du chiffre d'affaires supérieure à 7% et de marge d'EBITDA supérieure à 6%.

Le DAX a en revanche souffert en relatif. Ainsi, **Lufthansa** a affiché des résultats faibles avec un chiffre d'affaires nettement inférieur aux attentes (7,64 milliards d'euros vs 8,26 milliards d'euros attendu) et une hausse des coûts carburant de 600 millions d'euros. **Deutsche Bank** n'a pas non plus convaincu le marché, avec des résultats toujours faibles et après être resté plutôt flou sur sa renonciation à ses ambitions à Wall Street.

Certaines valeurs moyennes comme **AMS**, **Osrsm Licht** ou **Vilmorin** ont par ailleurs fortement décroché après leurs publications trimestrielles.

Du côté des transformations d'entreprises, **Carrefour** a passé un accord d'achats avec **Système U** et un autre avec les syndicats. **Atos** a publié un bon premier trimestre (croissance de 3,7% à change constant) et présenté un accord d'iCloud avec **Google**. **AXA** annonce les détails de l'introduction en Bourse de son activité américaine. **Enel** a relevé son offre sur l'électricien brésilien **Eletropaulo** au-dessus de celle d'**Iberdrola**. **Accor** pourrait acquérir **Mövenpick** et ses 80 hôtels haut de gamme. Enfin, **Vinci** a annoncé l'acquisition de l'activité aéroportuaire d'**Omers**, dont deux aéroports sont en pleine propriété, Belfast et Skavsta (low-cost de Stockholm), trois autres en concession et quatre en contrat d'exploitation.

▶ ACTIONS AMÉRICAINES

Semaine de légère contraction pour les marchés (S&P -0,1%, Nasdaq -0,4%). La saison de publications des résultats trimestriels se déroule favorablement avec des chiffres au-dessus des attentes. Les risques géopolitiques semblent se tarir et les publications macroéconomiques se révèlent très positives. L'indice de confiance du consommateur américain continue de se rapprocher de ses plus hauts historiques, il est ressorti à 128,7 contre des attentes de 126. Les ventes de maison neuves progressent de 4% au mois de mars (en séquentiel) et les commandes de biens durables se sont inscrites en progression de 2,6% contre des anticipations à 1,6%. Les bons chiffres macroéconomiques ont permis un léger raidissement de la courbe des taux avec un passage momentané du 10-ans au-dessus des 3%.

En raison de la très forte surpondération des investisseurs sur la tech, les chiffres de cette semaine (Google, Microsoft, Facebook, Amazon, etc.) étaient particulièrement attendus. **Facebook** (+9%) a annoncé une progression du nombre de ses utilisateurs quotidiens de 13%, à 2,2 milliards d'individus. **Amazon** a délivré un profit opérationnel en progression de 40%, faisant nettement mieux que les attentes et que ses propres guidances. Surtout, l'activité est portée par ses activités les plus profitables : AWS progresse de 49% sur un an et les ventes de « subscription » accélèrent à +60%. **Microsoft** et **Intel** ont également publié des chiffres supérieurs aux attentes, le premier bénéficiant du dynamisme de sa division Cloud et le second de ses ventes de data center (+24%). A ce jour, 250 sociétés ont publié leurs résultats du premier trimestre. 226 ont fait mieux qu'attendu et 21 ont déçu. L'agrégat fait ressortir un bénéfice par action de 37,97 dollars, soit une croissance de 23,2% par rapport au premier trimestre 2017, et 5,3% supérieur aux attentes.

Dans un marché baissier, l'énergie, les *utilities*, la santé et le *real estate* affichent une performance positive ; les industriels, les *materials*, la consommation non-cyclique et la tech sous-performent l'indice S&P.



▶ ACTIONS JAPONAISES

Les actions japonaises (indice TOPIX) ont achevé la semaine en hausse de 1,2%, portées par un regain de confiance lié à l'atténuation du risque géopolitique dans la péninsule de Corée. Les valeurs financières ont signé une belle performance à la faveur d'une hausse des rendements obligataires à 10 ans aux Etats-Unis, qui ont atteint 3%. Les secteurs exportateurs tels que l'industrie automobile ont également eu le vent en poupe grâce à l'appréciation du dollar américain face au yen.

Les secteurs de l'assurance (+4,29%) et de la banque (+3,42%) ont surperformé le TOPIX. **T&D Holdings** (+9,15%), **Resona** (+6,66%) et **DAI-ICHI Life Holdings** (+6,36%) comptent parmi les cinq titres les plus performants de l'indice TOPIX 100. Le secteur défensif de l'électricité & gaz est resté prisé des investisseurs. **Kansai Electric Power** et **Chubu Electric Power** se sont adjugés 4,65% et 4% respectivement.

En outre, **Tokyo Electron** (+7,34%) et les constructeurs automobiles **Subaru** (+4,24%), **Mazda Motor** (+3,6%) et **Toyota Motor** (+3,05%) ont surfé sur la dépréciation du yen face au dollar (le taux de change USD/JPY est passé de 107 à 109).

Sur une note moins réjouissante, **Takeda Pharmaceutical** a dévissé de 6,2% en raison de l'inquiétude suscitée par son offre de rachat conséquente formulée au laboratoire pharmaceutique irlandais **Shire plc**.

▶ MARCHES EMERGENTS

La croissance des profits industriels pour mars en Chine a ralenti à 3,1% versus 16,1% pour les deux premiers mois. Le conflit commercial s'intensifie : une semaine après que **ZTE** a été sanctionné pour la violation de l'embargo, **Huawei** est maintenant sous le coup d'une investigation du FBI concernant les ventes en Iran.

Nous en saurons plus lors de la visite du ministre des Finances américain la semaine prochaine. Afin de continuer à encourager le développement de la technologie 5G, la *National Development and Reform Commission* (NDRC) a réduit de 50% le droit des licences pour la 5G. **Baidu** a publié des résultats en hausse de 138% pour le premier trimestre 2018, 54% au-dessus du consensus. Les perspectives de croissance pour le deuxième trimestre sont meilleures qu'attendu.

Ping An a annoncé une croissance de profit de 11% pour le premier trimestre 2018. Les services fintech et santé ont affiché une très bonne croissance mais la baisse de la valeur des nouvelles polices (NBV) a déçu le marché. **TAL** a publié une croissance de son chiffre d'affaires de +59% au dernier trimestre avec un nombre d'élèves en progression de 96%. **Hengrui Medecine** a publié des résultats légèrement en-dessous des attentes à 17%. Les résultats solides de **China Construction Bank** a réconforté le marché : +5% de profit avec un coût du risque stable de 1,49%. **Sands China** a aussi publié des résultats meilleurs qu'attendu : +26%. **Airtac** a dévoilé des résultats en hausse de 40% malgré une légère baisse de marge. **Samsung Electronics** a publié d'excellents résultats en hausse annualisée de 52%, soutenus par une situation d'offre tendue sur les mémoires et une amélioration des marges opérationnelles sur leur activité smartphone avec le lancement des Galaxy S9/S9+. La bonne santé du marché de la mémoire est confirmée par la hausse bénéficiaire de 64% de **SK Hynix**.

En Inde, les banques privées ont publié de solides résultats : +20% pour **HDFC Bank**, +29% pour **Yes Bank**. **Icici Prudential** a surpris positivement sur ses marges grâce à la montée en puissance de ses polices de protection. En Indonésie, **Astra** continue de publier des résultats faibles : +2% de croissance annualisée. **Bank Central Asia** affiche des résultats en ligne avec les attentes : +10,4%. Notamment grâce à des pertes contenues sur son métier de réservation de taxi en ligne, **Yandex** a publié des résultats au-dessus des attentes, en hausse de 166% !



Au Brésil, **Via Varejo** a dévoilé des résultats satisfaisants avec une croissance de 24% de son EBITDA. **Bradesco** a publié des résultats légèrement au-dessus des attentes (+9,7%) grâce à une diminution du coût du risque. Au Mexique, **Banorte** a également surpris positivement avec des résultats en hausse de 22%.

Les craintes d'une guerre commerciale et la remontée des taux longs vont continuer à accroître la volatilité sur les marchés émergents à court-terme.

▶ MATIERES PREMIERES

Les prix du **pétrole** se sont stabilisés à un niveau élevé, proche des 75 dollars le baril pour le Brent et 69 dollars le baril pour le WTI, et devraient rester sur ces niveaux jusqu'au 12 mai, date à laquelle Donald Trump aura décidé si les Etats-Unis restent ou non dans l'accord sur le nucléaire iranien. La seule raison qui pourrait l'inciter à prolonger l'accord est liée à la perspective du sommet avec le leader nord-coréen, Kim Jong-un, prévu fin mai/début juin et dont le lieu reste à déterminer. La rencontre actuelle entre la Corée du Sud et la Corée du Nord n'est qu'une première étape, mais importante, dans la préparation de ce sommet. A terme, il semble cependant peu probable que les Etats-Unis restent dans l'accord sur le nucléaire iranien, et la mise en place de sanctions américaines empêcheraient nombre de raffineries d'acheter du brut iranien. Entre 200 et 500.000 barils par jour de production pourraient ainsi disparaître d'un marché déjà suffisamment tendu, alors même que la production vénézuélienne continue de baisser plus rapidement qu'anticipé et que la demande mondiale reste bonne. Les chiffres de demande chinoise pour le mois de mars, en hausse de 500.000 barils par jour sur un an à 11,7 millions de barils par jour l'attestent.

La publication en cours des résultats trimestriels des grandes sociétés pétrolières fait apparaître, outre l'impact positif sur les résultats et la génération de cash-flows des prix élevés, la poursuite de la discipline de ces sociétés en termes d'investissements.

Leurs investissements industriels (capex) du premier trimestre ressortent en effet à un niveau inférieur au rythme annualisé prévu dans leurs budgets. **Total** a ainsi investi 2,6 milliards de dollars à comparer à 15-17 milliards de dollars prévus en 2018 et **Shell** 5,2 milliards de dollars contre 25-30 milliards de dollars.

Le cours de l'**aluminium** subit quant à lui la volatilité des annonces du gouvernement américain. Quelques jours après avoir annoncé des sanctions contre **Rusal**, le gouvernement a informé qu'il pourrait retirer ces sanctions si son actionnaire principal, O.Deripaska, vendait sa participation de 48% dans la société. Le gouvernement laisse également plus de temps aux clients actuels de Rusal pour réduire leur activité avec la société. Les tensions sur le marché de l'aluminium risquent cependant de perdurer.

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le crédit High Yield était légèrement en baisse cette semaine. La récente remontée des taux et un marché primaire très dynamique (peu de flux sur le secondaire) ont pesé sur ce marché. Du côté des financières, la tendance baissière était plus prononcée, due en partie à des résultats légèrement décevants de la part de certaines banques (**Deutsche Bank**). La réunion de la BCE, jeudi, a été sans surprise, et n'a pas entraîné de mouvement significatif sur les marchés (faible resserrement des spreads).

Flora Food Group, fournisseur alimentaire, a émis des obligations senior de maturité 8 ans, sur deux tranches dollars (525 millions) et euros (685 millions) avec des coupons de 7,875% et 5,750%. **Fedrigoni** (B1/B+), spécialisé dans le papier haut de gamme, a émis des obligations pour 455 millions d'euros avec une maturité de 6 ans et un coupon variable.

Atalian (B2/B+), leader dans les services aux entreprises, a émis des obligations en deux tranches euros et livres sterling pour un total de 610 millions d'euros avec une maturité de 7 ans et des coupons de 5,125% et 6,625%.



PSA (Ba1), constructeur automobile français, a publié des résultats satisfaisants au titre du premier trimestre 2018. Le chiffre d'affaires est en progression de 42,1% grâce à l'intégration de **Opel** et à la croissance des ventes. Le groupe prévoit pour 2018 un marché européen stable et réaffirme les objectifs de son plan « Push to pass ». **Eurofins**, groupe de laboratoires d'analyses, affiche des résultats satisfaisants avec un chiffre d'affaires en hausse de 23% sur l'année due en grande partie à de la croissance externe (acquisition de EAG aux Etats-Unis). La croissance organique du premier trimestre (4%) est cependant inférieure à celles des trimestres précédents (7% au T4 et 6% au T3). **Telenet** (Ba3/BB-) a publié des résultats au titre du premier trimestre 2018 en-dessous des attentes. Le chiffre d'affaires et l'EBITDA sont en hausse de 1% et 6%, chiffres inférieurs au consensus. Les objectifs 2018 sont cependant réaffirmés : chiffre d'affaires stable et croissance de l'EBITDA de 7-8%.

S&P a changé la perspective de **Casino** (Ba1/BB+) de stable à négatif. Cette action est justifiée par la croissance de la dette en 2017 qui a empêché le groupe d'abaisser son levier en dessous de 4.4x. Le non *downgrade* de la note reflète cependant les anticipations de S&P d'une amélioration des ratios de crédit et des impacts positifs attendus des récentes alliances (**Amazon**, **Auchan**). On note aussi le changement de perspective de **Fnac Darty** à positif par S&P, en raison d'une bonne performance opérationnelle.

CONVERTIBLES

Cette semaine, un exploitant de cliniques des Émirats arabes unis coté à Londres, **NMC Health**, a émis pour 450 millions de dollars d'obligations à 7 ans assorties d'un coupon de 1,875 % à des fins de refinancement.

Atlassian, un éditeur de logiciels australien coté sur le Nasdaq, a placé pour 850 millions de dollars d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 0,625% qui lui permettront de couvrir son besoin en fonds de roulement. **JP Morgan** a procédé à une nouvelle émission d'obligations synthétiques liées à des actions de **Voya Financial**.

La banque procède au rachat des 350 millions de dollars d'obligations convertibles émises en janvier et propose à la place 600 millions de dollars d'obligations à 5 ans assorties d'un coupon de 0,25%. **AXA** a annoncé le placement de 750 millions de dollars d'obligations à conversion obligatoire en actions de sa filiale américaine AXA Equitable Holdings, qui sera introduite en Bourse dans les semaines à venir afin de financer l'acquisition de **XL Group**.

Sur le front des résultats d'entreprises, **Fugro** a réservé une bonne surprise en annonçant un chiffre d'affaires de 350 millions d'euros au premier trimestre, renouant ainsi avec la croissance organique pour la première fois depuis 12 trimestres. La direction de l'entreprise a souligné la stabilisation des marchés du pétrole et du gaz offshore et fait état d'une hausse de son carnet de commandes. Le titre a bondi de 16% en réaction à ces annonces. **Outokumpu** a dévissé de 12,56% en raison de ses prévisions décevantes pour le deuxième trimestre et des résultats médiocres de sa division Americas, qui a dégagé un EBIT négatif (-6 millions d'euros).

Au Japon, **CyberAgent** a publié de très bons résultats pour le deuxième trimestre, supérieurs aux attentes : son EBIT est ressorti à 11,5 milliards de yens, en hausse de 44% sur un an, grâce la bonne tenue de ses recettes publicitaires sur Internet et de son activité jeux vidéo. En outre, **Nintendo** et CyberAgent ont annoncé un partenariat visant à développer des jeux pour smartphone. Le géant du jeu vidéo prendra une participation de 5% au capital de **Cygames**, la filiale de CyberAgent spécialisée dans les jeux vidéo. **Sony** a annoncé un bénéfice d'exploitation record de 734,86 milliards de yens pour l'exercice 2018, qui s'est toutefois avéré inférieur aux estimations (743,23 milliards de yens).

Plus décevant, Sony table sur une diminution du chiffre d'affaires de l'ensemble de ses divisions (PS4, musique, films, mobiles et divertissement à domicile) l'an prochain.



Aux Etats-Unis, **Citrix** a publié de très bons résultats pour le premier trimestre, avec un chiffre d'affaires en hausse de 5% sur un an grâce à la progression de 48% du revenu des abonnements. Les fabricants de semi-conducteurs **AMS** et **Teradyne** ont été sanctionnés en raison de la diminution des commandes d'Apple pour ses iPhones d'un bout à l'autre de la chaîne d'approvisionnement. Teradyne a abaissé de 13% sa prévision pour le marché du test de systèmes sur puce en raison de volumes poussifs tandis qu'AMS a indiqué qu'il tablait sur une baisse de 48% en glissement trimestriel de son chiffre d'affaires au deuxième trimestre.

Les diverses émissions obligataires de **Steinhoff** ont vu leur cours baisser cette semaine car l'ancien président du distributeur d'ameublement Christophe Wiese a annoncé qu'il engagerait une action en justice pour récupérer les 59 milliards de rands sud-africains (soit 3,93 milliards d'euros) injectés dans Steinhoff en 2015 et en 2016 par le biais de sa holding personnelle Titan Group.

Achevé de rédiger le 27/04/2018



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