



FLASH MARCHÉS : LA SAISON DES RÉSULTATS BAT SON PLEIN

LE 27 JANVIER 2017

Sur les marchés

Lors de son investiture le 20 janvier, Donald Trump a prononcé un discours dans la lignée des propos tenus pendant la campagne électorale. Ses premiers décrets vont dans le sens d'une moindre régulation, de plus de dépenses d'infrastructure (Obamacare, relance du projet d'oléoduc entre les Etats-Unis et le Canada) mais aussi de plus de protectionnisme (mur à la frontière mexicaine, annulation du traité transpacifique). Les investisseurs passent d'un sentiment à l'autre : ils ont d'abord réagi négativement, la baisse des taux, la hausse du yen contre dollar et la baisse des actions trahissant leurs craintes d'un protectionnisme exacerbé. Ils ont ensuite préféré voir les conséquences positives sur la croissance et l'inflation. Le Dow Jones a enfin passé la barrière des 20.000 points pour atteindre des plus hauts historiques.

La publication de bons indices PMI cette semaine a aussi remis les valeurs cycliques sur le devant de la scène. En effet, l'indice PMI Manufacturier de Markit aux Etats-Unis gagne 0,8 point à 55,1. Les indices européens ont aussi été de bonne facture, notamment en France où le composite progresse, passant de 53,1 à 53,8, au plus haut depuis cinq ans. Dans le même temps, en Europe, la décision de la cour constitutionnelle italienne ouvrant la voie à de possibles élections législatives anticipées, ainsi que les risques politiques en France, ont pesé sur l'évolution des obligations françaises et italiennes. Les taux portugais se sont eux aussi écartés des taux allemands. A l'inverse, l'Espagne a bénéficié de flux acheteurs.

Du côté des entreprises, la saison des publications des résultats bat son plein. Le démarrage se passe bien avec des croissances positives dans toutes les régions et une majorité d'entreprises publiant des chiffres supérieurs aux attentes.

Dans ce contexte, en termes d'allocation d'actifs, nous privilégions toujours les actions par rapport aux obligations dans un portefeuille diversifié. Nous avons adopté un biais positif sur l'évolution du dollar à la suite de la baisse des dernières semaines. Au sein des actions, nous avons allégé celles des pays émergents au profit des actions japonaises. Ces dernières profiteront d'un dollar plus fort combiné à une amélioration de leur environnement économique alors qu'à court terme, les premières devraient pâtir de l'incertitude politique américaine. Au sein des obligations, nous avons augmenté les positions de pentification de la courbe des taux américaine.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les marchés européens se sont bien comportés au cours d'une semaine riche en publications mais au final dominée par des opérations de fusions-acquisitions

avérées ou attendues. En Italie, la sphère financière s'est retrouvée en ébullition après la parution d'articles de presse évoquant un intérêt conjoint de **Intesa** et **Allianz** pour l'assureur **Generali**.



Intesa a ensuite confirmé étudier la possibilité d'un rapprochement industriel avec Generali, qui s'est empressé, pour se protéger, d'acquérir une participation de 3% dans la banque. Cet achat ne permettra plus à Intesa de monter graduellement au capital de Generali mais ne le protégera toutefois pas d'une offre sur au moins 60% du capital. Par ailleurs, les marchés se sont interrogés sur les conséquences d'une telle opération concernant Mediobanca, 1er actionnaire de Generali (13,04% du capital) et UniCredit, lui-même 1er actionnaire de Mediobanca, avec presque 9% du capital.

En Allemagne, on apprenait que **Deutsche Bank** envisagerait l'introduction en Bourse partielle de son unité d'asset management.

Au sein du secteur pharmaceutique, l'entreprise américaine **Johnson & Johnson** a quant à elle annoncé l'acquisition du suisse **Actelion** spécialisé dans l'hypertension artérielle pulmonaire, mettant ainsi fin à un scénario aux multiples rebondissements. Johnson & Johnson avait essuyé un premier refus et s'était retiré de la course après une première offre début décembre. **Sanofi** avait ensuite pris le relais mi-décembre avec une offre supérieure, sans plus de succès. Ce *deal* valorise la cible à près de 30 milliards de dollars.

Côté résultats, **LVMH** a publié d'excellents chiffres pour le 4ème trimestre, avec une croissance organique très au-dessus des attentes (10%), tout comme **Diageo**, ce que n'a pu réaliser **Unilever**, dont la croissance a décéléré en fin d'année.

▶ ACTIONS AMERICAINES

Nouvelle semaine et nouveaux records pour les indices américains. Le Dow Jones a franchi la barre des 20.000 points pour la première fois de son histoire et le S&P a temporairement dépassé les 2.300 points. Les annonces macroéconomiques se sont révélées secondaires dans une actualité dominée par les déclarations de Donald Trump et la saison des résultats trimestriels.

Les ventes de maisons neuves au mois de décembre ressortent inférieures aux attentes (536.000 contre 588.000) et les inventaires progressent de 1%.

Du côté des publications trimestrielles, 161 entreprises américaines ont publié leurs résultats du 4ème trimestre. 120 sont ressortis au-dessus des attentes et 38 ont déçu. On retiendra les bons chiffres de **Comcast**, qui de surcroît accélère ses retours de *cash* vers l'actionnaire. **Google** semble avoir déçu le marché en raison d'une perte exceptionnelle sur les équipements ; le chiffre d'affaires de l'activité Website ressort toutefois à 23%, soit dans le haut de la fourchette des attentes. **Microsoft** a surpris positivement, largement aidé par son activité Cloud (Azure à +95%).

La progression du 10 ans au-dessus des 2,5% a favorisé les secteurs à faible duration, les financières et les matières premières étant les principaux gagnants de la semaine, tandis que les *bond proxy* (télécoms, santé, *utilities*) se retrouvent en bas du classement hebdomadaire.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Le marché d'actions nippon a terminé en hausse après qu'aux Etats-Unis le Dow Jones a atteint les 20.000 points pour la première fois de son histoire. L'indice TOPIX a progressé de 1,1% grâce à l'amélioration du sentiment des investisseurs sur fond de perspectives plus positives pour l'économie mondiale et d'une croissance des résultats des entreprises américaines. Le yen s'est légèrement apprécié de 0,8% face au dollar cette semaine, toutefois sans presque aucun changement face à l'euro.

Le secteur le plus performant a été l'assurance avec une hausse de 3,8%, tandis que les secteurs mines et électricité & gaz ont cédé respectivement 3,8% et 2,9%.

SMC Corporation, équipementier dans l'automatisation électrique et les pneumatiques, a bondi de 10,4% après les critiques émises par le Président américain Donald Trump vis-à-vis de Toyota. Le pneumaticien, n°1 au Japon, devrait



connaître une hausse des commandes de la part des sociétés nippones, qui accélèrent leurs investissements dans les usines de production aux Etats-Unis. De plus, **Keyence Corporation**, spécialiste des produits d'automatisation pour les usines, s'est adjugé 6,3%.

Du côté négatif, **Kansai Electric Power Company** a cédé 5,3% après l'abaissement de sa notation par un analyste de Goldman Sachs, passant de « neutre » à « vendre », en raison d'un climat d'affaires peu porteur pour la production d'énergie nucléaire.

▶ MARCHES EMERGENTS

Les marchés émergents ont enregistré une solide performance cette semaine, en partie grâce à la baisse du dollar. Malgré l'imminence des congés du Nouvel An chinois et la fermeture des marchés, les **valeurs chinoises** ont enregistré une bonne performance. Ce fut également le cas au **Brésil**, où l'inflation est à présent inférieure à 6%, soit un niveau jamais enregistré depuis mars 2014, laissant ainsi une grande marge de manœuvre à la banque centrale pour baisser davantage ses taux.

A noter cette semaine, le rebond significatif à la fois du peso et du marché actions au **Mexique**. Le marché mexicain devrait selon nous rester volatil, compte tenu des tensions croissantes entre les Etats-Unis et le Mexique. Néanmoins, le déficit extérieur courant s'est stabilisé, en raison de la baisse des importations. Par ailleurs, l'effondrement du peso, en recul de 25% par rapport au dollar ces 12 derniers mois, semble exagéré, et a pour effet de rendre le Mexique plus attractif en terme de production. Ce marché est une source de valeur croissante.

Côté entreprises, plusieurs grands groupes ont publié de bons résultats, à commencer par **Alibaba** qui a dévoilé des résultats au titre du quatrième trimestre 2016 supérieurs aux attentes avec un chiffre d'affaires en hausse de 54% à 7,7 milliards de dollars et un résultat net en progression de 36% à 3,3 milliards de dollars. Alibaba a également relevé sa prévision de croissance du chiffre d'affaires pour l'année fiscale 2017 de +48% à +53%.

Toujours en Chine, **TAL Education**, leader du segment très fragmenté de l'aide aux devoirs, que ce soit en classe ou via Internet, a annoncé une croissance de +83% de son chiffre d'affaires pour le troisième trimestre 2017 - année fiscale - à 260 millions de dollars. Le nombre d'étudiants inscrits progresse de 75% en glissement annuel et le résultat net ressort à 31,1 millions de dollars. Le groupe a ouvert 52 nouveaux centres d'enseignement au cours du trimestre.

En Inde, **HDFC Bank** a enregistré de bons résultats avec une marge nette d'intérêts et une qualité d'actifs stables, tandis que les efforts de réduction des coûts ont permis une amélioration des résultats. Cela démontre à nouveau que la démonétisation et les baisses des taux par les banques n'ont pas d'effets négatifs majeurs sur l'activité.

▶ MATIERES PREMIERES

Les premières mesures du président Trump confirment un protectionnisme plus important qui, en théorie, pourrait conduire à un renforcement important du dollar. L'impact d'une taxe à l'importation (*Border tax adjustments*) amènerait un renforcement du prix du WTI américain par rapport aux références internationales (Brent). Parmi les mesures favorables à l'industrie pétrolière, le président a signé des ordonnances exécutives pour avancer la construction de deux *pipelines* emblématiques, jusqu'à présent bloquée. Le Keystone XL (qui ne sera pas en service avant 2020) facilitera le déplacement des bruts lourds canadiens vers les raffineries du Texas, alors que le Dakota Access Pipeline (terminé à 90%) connectera les bruts du bassin du Bakken (Dakota du Nord) vers ces mêmes raffineries.

Les pays de l'OPEP seront attentifs à toute mesure pouvant pénaliser leurs exportations de **pétrole**. En attendant, leurs réductions de production, actuellement à 80% de l'objectif fixé début décembre, sont encourageantes. Certains pays (Arabie Saoudite, Algérie, Koweït) ont même réduit davantage que prévu, alors que l'Irak est en retard. La situation est de bonne augure alors que la Libye confirme son retour et



produit actuellement 715.000 barils par jour, un plus haut depuis 2014, mais encore loin du potentiel de 1,2 million de barils par jour.

La publication annuelle du groupe **BP** concernant les grandes tendances d'évolution du *mix* énergétique confirme la part croissante du gaz et du renouvelable au dépens notamment du charbon. A horizon 2035, la croissance de la demande de pétrole devrait être de +0,7% par an, celle du gaz de +1,6%, le charbon de -0,2% et le renouvelable de +7,1%.

De 1,2 million aujourd'hui, la flotte de véhicules électriques pourrait passer à 100 millions d'ici 2035. L'impact sur la demande de pétrole serait limité car dans le même temps la flotte de véhicules à combustion devrait doubler et atteindre 1,8 milliard. L'impact le plus important viendrait d'une modification des comportements avec notamment des trajets plus courts et un fort développement du covoiturage ainsi que de l'auto-partage.

Autant l'année 2016 avait été calme pour le marché du **cuivre**, avec la montée en puissance de trois nouvelles mines et très peu d'interruptions de production, autant 2017 pourrait être diamétralement opposée. Peu de nouvelles capacités sont attendues, alors que les menaces de grève seront importantes avec de nombreuses renégociations salariales, à commencer par **Escondida**, la plus grande mine au monde (un million de tonnes, 5% de la production mondiale).

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le mois de janvier se termine avec une forte dynamique sur le marché primaire tant pour les émissions *corporate* que financières. Ces derniers jours encore, les indices Itraxx Main et Itraxx Over sont restés relativement stables, avec un écartement de quatre points de base du Itraxx Over au cours de la semaine. Les taux allemands ont sensiblement progressé, le Bund et le Bobl augmentant respectivement de neuf points de base et huit points de

base au cours de la semaine. Vendredi, les taux du Bund et du Bobl atteignent respectivement 0,47 point de base et -0,36 point de base.

Concernant les émissions primaires *corporate*, notons le « tap » de **CGG** sur son obligation en dollars de maturité 2021 en échange d'une réduction de ses engagements de loyers futurs liés à trois navires, l'émission de **B&M** (BB-/Ba3) de 250 millions de livres 5 *years* NC2. **Energias de Portugal** (Baa3/BB+) est entré sur le marché avec une 1,875% 600 millions d'euros 2023 *Bond*, suscitant un fort appétit des investisseurs avec un *book* rempli à hauteur de 2,5 milliards d'euros. Quant à **Kernel** (B/B+), la société a émis une 8,75% 500 millions de dollars 2022 *Bond*.

Du côté des financières, notons l'émission en début de semaine de **Crédit Suisse** d'une *Perpetual* NC5.5 un milliard de dollars 7% *transitional* CET1 *trigger equity conversion*, ainsi que l'émission de **Banco Santander** de 1,375% 1,5 milliard d'euros 2022 Tier 3.

Du côté des fusions-acquisitions, **Cerba Healthcare** est en passe d'être repris par les fonds canadien et suisse **PSP** et **Partner Group**, qui reprendraient la participation de PAI Partners pour 1,8 milliard d'euros. Vendredi, le géant britannique de la distribution **Tesco** a annoncé avoir trouvé un accord pour le rachat de Booker (spécialiste du commerce de gros) dans une transaction valorisant ce dernier à 4,4 milliards d'euros. L'opération donnera naissance à un acteur britannique incontournable de la distribution à destination des particuliers et des professionnels.

CONVERTIBLES

Les publications de résultats ont été à l'honneur cette semaine. Parmi nos émetteurs d'obligations convertibles, **ST Microelectronics** a annoncé une croissance étonnamment élevée de son chiffre d'affaires et des marges brutes soutenues par une forte demande d'Apple et des constructeurs automobiles. **LVMH** a affiché d'excellents résultats dans toutes ses divisions, indiquant qu'une reprise est en cours dans le secteur du luxe en général.



En Asie, **Nanya Technologies** a publié un chiffre d'affaires au titre du quatrième trimestre plus élevé que prévu en raison d'une amélioration des prix de ses mémoires DRAM. Cela lui permet d'absorber aisément les coûts liés à sa migration vers des nouvelles technologies de production. Parallèlement, aux Etats-Unis, **ServiceNow**, fournisseur de logiciels pour le cloud, a dépassé ses prévisions 2016 et a relevé sa prévision de chiffre d'affaires et de facturations pour 2017.

A l'inverse, le fournisseur de logiciels d'infrastructure, **Citrix Systems**, a subi une forte baisse de son cours, sa solide performance de 2016 ayant été contrebalancée par ses prévisions prudentes pour 2017. Par ailleurs, le titre **Charter Communications** a bondi sur des rumeurs selon lesquelles la société pourrait être la cible d'une OPA de la part de **Verizon** en vue de donner naissance au numéro un de l'accès Internet et au numéro trois de l'audiovisuel aux Etats-Unis. Dans le même temps, son concurrent, l'opérateur **Dish Networks**, que certains pensaient qu'il aurait pu intéresser Verizon, a lourdement chuté.

Pendant que le marché se focalise sur les résultats, l'activité primaire est restée calme avec seulement trois émissions cette semaine, dont une de la part du groupe américain **Ares Capital**, qui a émis une obligation de 350 millions de dollars, notée « investment grade », à échéance 5 ans et assortie d'un coupon de 3,75% et d'une prime de 15%. Néanmoins, alors qu'il ne reste que deux jours pour le mois de janvier, le volume de nouvelles émissions a déjà atteint 6,2 milliards de dollars en janvier 2017 contre 3,2 milliards de dollars pour l'ensemble du mois de janvier 2016.

Achévé de rédiger le 27/01/2017



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