



---

# FLASH MARCHÉS : LE DOUTE S'INSTALLE

---

LE 21 AVRIL 2017

## Sur les marchés

A l'heure où les pronostics du premier tour des élections françaises les mieux établis ont été battus en brèche, laissant place à de multiples combinaisons possibles au soir du premier tour des présidentielles, la volatilité fait son retour sur les marchés. Pendant de nombreuses semaines, la variabilité des actifs financiers étaient particulièrement comprimée tandis que l'évolution - favorable - des marchés restait déconnectée de la montée de l'incertitude à la fois politique et géopolitique.

Force est de reconnaître que ces derniers jours ont vu croître la volatilité des principaux indices actions de la zone euro. Le prix de l'or et du yen ont poursuivi leur hausse alors que les rendements des emprunts d'Etat américains et allemands n'ont cessé de se détendre, et ce, dans un contexte où le facteur politique a pris le pas sur la bonne tenue de la conjoncture économique internationale. Si l'appétit pour le risque des investisseurs s'est réduit, nous ne notons pas de baisse généralisée sur l'ensemble des actifs risqués, avec notamment des actions internationales et des marchés de crédit qui résistent particulièrement bien.

En se projetant sur les prochains mois et en prenant l'hypothèse que le soufflet sera quelque peu retombé à l'issue du premier tour des présidentielles, nous pensons que les flux pourraient se réorienter vers les actions européennes, boudées depuis plus d'un an, d'autant que la valorisation relative de cette zone est plus attractive que celle des actions américaines. Nous considérons aussi que le Japon, après plusieurs mois difficiles, pourrait à nouveau tirer son épingle du jeu du fait de son exposition à la reprise mondiale à l'œuvre.

## ▶ ACTIONS EUROPEENNES

La fin de semaine représente une forme de soulagement pour les marchés dont les tendances récentes étaient très liés aux sondages politiques concernant l'élection présidentielle française.

Les marchés européens se sont focalisés cette semaine sur les résultats des entreprises qui s'avèrent en tendance plutôt bons pour le premier trimestre. Parmi ces résultats, **L'Oréal** publie de très bons chiffres dans ses produits de luxe (accélération à +12,2% contre +6%

pour le consensus) face à un net ralentissement dans les produits grand public. L'Asie (+7%) compense des performances ternes en Europe et en Amérique du Nord.

Très beaux résultats d'**Edenred** qui dévoile des chiffres au-dessus des attentes avec une forte croissance organique (+8%) mais aussi un impact positif lié aux acquisitions récentes. Le titre en profite largement. **Nestlé** publie légèrement mieux qu'attendu et réitère ses objectifs annuels. **Publicis** reste solide en Europe et faible aux Etats-Unis, sans surprise. **Schneider** publie des ventes très largement



supérieures aux attentes (croissance organique +3,1% contre +0,4% attendu). **Accor** surprend aussi favorablement sur le front de la croissance organique (+7,4%), montrant à nouveau des croissances de *RevPar* sur le trimestre. Les tendances sont bonnes en Europe et en Asie.

A l'inverse, **Burberry** déçoit, ce qui contraste avec les chiffres précédemment publiés par les autres acteurs du luxe, sans pour autant pénaliser le reste du secteur. **Rémy Cointreau** est aussi légèrement décevant en croissance organique, alors que les chiffres de **Pernod Ricard** sont bien meilleurs (croissance organique supérieure aux attentes à +3%) avec une très bonne contribution de l'Europe et des Amériques. **Michelin** affiche un effet volume élevé compensant un effet prix plus négatif sur le premier trimestre. **Danone** publie des chiffres sans surprise confirmant des tendances difficiles en Europe et aux Etats-Unis, à l'instar des autres grands groupes de consommation courante.

Du côté du M&A, **Vivendi** pourrait devoir céder des actifs en vertu de la loi anti-concentration télécoms/medias en Italie, ce qui relance l'intérêt sur Mediaset. **Akzo Nobel**, dans le cadre de sa stratégie anti-OPA, annonce la scission de sa branche chimie sous forme de vente ou de mise sur le marché.

## ▶ ACTIONS AMERICAINES

Les marchés actions américains ont enregistré une légère progression au cours de la semaine, malgré l'absence d'indicateurs économiques majeurs ou d'événements politiques significatifs.

Du côté des entreprises, la saison des publications se poursuit. Les résultats de **Verizon** dans le secteur des télécommunications reflètent la montée de l'intensité concurrentielle avec une multiplication des offres illimitées. On notera les résultats solides de **Kinder Morgan** dans l'infrastructure ou encore **CSX** dans le fret et logistique. Dans le domaine de la construction, **DR Horton** a publié de solides résultats et révisé à la hausse ses prévisions de chiffre d'affaires pour l'année en cours. Dans le secteur technologique, **IBM** a publié des résultats en demi-teinte, la transformation de

l'entreprise devenant un projet à plus long terme. Dans le secteur bancaire, **Goldman Sachs** et **Bank of America** (qui a dévoilé une amélioration de son activité de banque d'investissement) ont publié des résultats sans grande surprise.

Au cours des cinq derniers jours les secteurs de la consommation discrétionnaire, les valeurs technologiques et industrielles signent les plus fortes performances. L'énergie s'inscrit en fort recul de plus de 3%, suivie par les services publics et les télécommunications avec des reculs inférieurs à 1%.

## ▶ ACTIONS JAPONAISES

L'indice TOPIX a fini la période en hausse de 0,8%. Le marché japonais a rebondi lundi sous l'impulsion d'investisseurs en quête de bonnes affaires après la baisse des cours intervenue la semaine dernière. Toutefois, le rebond du marché a été freiné par un certain attentisme à l'approche du premier tour de l'élection présidentielle française ce dimanche. En outre, les investisseurs ont également été sensibles à l'escalade des tensions géopolitiques autour de la Corée du Nord et aux fluctuations de taux de change avant la publication des résultats de certains grands groupes. Les investisseurs ont montré une préférence pour les valeurs tournées vers le marché intérieur, qui sont moins pénalisées par les aléas de la conjoncture à l'étranger et les fluctuations de taux de change.

Le secteur des banques (+2,2%) et celui des autres activités de financement (+2,6%) ont progressé par rapport à la semaine dernière. En outre, les fabricants de matériel électronique grand public **Toshiba Corporation** (+10,7%), **Fujitsu** (+5,3%) et **Sony Corporation** (4,4%) ont affiché une belle dynamique pendant la période. Toshiba Corporation a bondi après l'annonce d'un plan de suppression d'un millier d'emplois.

Les valeurs issues du secteur « Produits du pétrole et du charbon » telles que **JXTG Holdings** (-3,8%) et **Inpex Corporation** (-1,6%) ont fait l'objet d'une pression vendeuse en raison de la faiblesse de cours du pétrole brut. Par ailleurs, les fabricants de boissons



**Asahi Group Holdings** (-3,5%) et **Kirin Holdings Company** (-1,3%) ont fini en repli.

**Japan Post Holdings** a dévissé après la publication d'un article annonçant que l'entreprise subirait une perte de valeur de sa filiale **Toll Holdings**, un groupe logistique australien racheté en 2015.

## ▶ MARCHES EMERGENTS

Les marchés émergents ont fini la semaine sur une note stable. La baisse du cours du pétrole et la volatilité des marchés de **Chine** continentale ont pesé sur la performance mais la faiblesse du dollar américain et les solides statistiques en provenance de Chine ont eu un impact positif. Le PIB chinois est ressorti en hausse de 6,7% au premier trimestre, un chiffre supérieur aux attentes. La faiblesse du marché chinois est imputable aux mesures prises par les autorités de réglementation financière, en particulier la CSRC et la CSDCC, destinées à améliorer la transparence des marchés et à réduire les produits financiers toxiques. Un accent particulier sera mis sur les fameux *Wealth Management Products*, qui offrent un rendement élevé mais dont la qualité des actifs sous-jacents est souvent discutable. Entre-temps, la Banque populaire de Chine (PBoC) poursuit son chantier de stabilisation de la liquidité avec une certaine efficacité jusqu'ici. La crainte d'une réédition du scénario de l'été 2015 est nettement moins plausible cette fois.

En **Inde**, les résultats d'entreprises au quatrième trimestre dans le secteur des technologies de l'information se sont avérés guère enthousiasmants. Par exemple, **TCS** et **Infosys** ont annoncé une croissance en glissement annuel de leur BPA de 4,2% et 2,1% respectivement. Ces deux entreprises ont fait état d'une érosion de leurs marges en partie imputable à la vigueur de la roupie. Infosys a ainsi revu à la baisse son objectif de croissance du chiffre d'affaires lors des 12 prochains mois dans une fourchette comprise entre 6,1 et 8,1%, contre 6,5 à 8,5% auparavant. Dans le secteur bancaire, **IndusInd Bank** et **Yes Bank** ont annoncé des résultats satisfaisants : leurs bénéfices sont ressortis en hausse de 21% et 30% respectivement en glissement annuel malgré la hausse des créances

douteuses imputables à des dégradations dans le secteur du ciment. Toutefois, cela n'est guère préoccupant car la consolidation et la restructuration se poursuit dans le secteur du ciment. **Jaiprakash** a cédé une partie de ses actifs cimentiers à **Ultratech**, ce qui signifie que les banques créancières recouvreront une part significative de ces créances douteuses qui, en valeur absolue, demeurent modestes (environ 1% de leur encours total de prêts).

Au **Brésil**, l'actualité a notamment été marquée par les négociations sur le projet de réforme des retraites entre une commission de députés et le gouvernement. L'âge légal de départ à la retraite a été maintenu à 65 ans pour les hommes et réduit à 62 ans pour les femmes (contre 65 ans auparavant). Quelques changements ont également été apportés à la règle de transition. Tout bien considéré, les modifications représentent une dilution de 30% de la proposition initiale (le marché tablait sur une dilution de 50%). Le vote final de la commission interviendra le 2 mai. Le gouvernement a également présenté son projet de réforme du code du travail, qu'il entend faire adopter en urgence.

Le procès-verbal de la réunion du comité de politique monétaire de la banque centrale du Brésil suggère une baisse des taux directeurs de plus grande ampleur. La dernière baisse de taux s'est élevée à 100 points de base (taux directeur ramené de 12,25 à 11,25%). Sur le front des résultats du premier trimestre 2017, les entreprises brésiliennes devraient profiter de leurs efforts de réduction des coûts et de la baisse de leurs charges financières, avec à la clé une progression de 15% de leur BPA.

En **Argentine**, la banque centrale a annoncé son intention de porter progressivement ses réserves de change à un montant équivalent à 15% du PIB contre 10% à l'heure actuelle. Cette mesure risque de peser sur le peso argentin (ARS) mais nous tablons sur un afflux substantiel de dollars vers l'Argentine cette année. Par conséquent, nous pensons qu'il s'agit d'une décision salutaire à long terme.



## ▶ MATIERES PREMIERES

Les tensions géopolitiques (Corée du Nord, Syrie, élections françaises notamment) qui ont alimenté les marchés ces dernières semaines et impacté certaines matières premières (pétrole, or) ont eu tendance à se dissiper, entraînant une diminution de la prime de risque. L'once d'**or** atteint 1280\$/oz, après un plus haut à 1295\$/oz, qui n'avait plus été atteint depuis début novembre 2016, juste avant l'élection présidentielle américaine. Ce niveau de prix devrait perdurer jusqu'au 2ème tour de l'élection présidentielle française.

Le retour de la volatilité sur les prix du **pétrole** se confirme, même si le cours du Brent reste dans une fourchette comprise entre 50 et 57 dollars le baril depuis le début de l'année. Le recul de ces derniers jours à 53 dollars le baril intervient après la publication des statistiques hebdomadaires qui font apparaître une moindre baisse qu'anticipé des stocks de brut aux Etats-Unis et une hausse de stock d'essence contra-saisonnière. La veille, le Département de l'Energie (DOE) avait publié ses estimations de production de pétrole (*Drilling Productivity Report*) et anticipe une accélération de la croissance de la production à +123.000 barils par jour en mai, un niveau de croissance mensuel au plus haut depuis deux ans. Si l'Agence Internationale de l'Energie s'attend à une réduction plus forte des stocks de pétrole au cours des prochains mois, après une première réduction mensuelle en février, l'effort des pays de l'OPEP pourrait néanmoins être insuffisant pour ramener les stocks à leur moyenne historique. Ces derniers, Arabie Saoudite et Koweït en tête, ainsi que le Russie, semblent être en faveur d'une prolongation de l'accord pour six mois supplémentaires. Les commentaires des différents ministres du pétrole vont alimenter les marchés d'ici la réunion officielle du 25 mai.

Concernant le reste des matières premières, alors que le marché s'inquiète de l'impact du resserrement du crédit en Chine, les chiffres du mois de mars (PIB, dépenses d'infrastructure, mises en chantier, production d'électricité) montrent que l'économie du pays reste sur une bonne dynamique. Alors qu'il avait touché les 95 dollars la tonne mi-février, le prix du

**minerai de fer** est à son plus bas depuis octobre 2016 à 63 dollars la tonne et s'apparente à un nouveau niveau d'équilibre.

## ▶ DETTES D'ENTREPRISES

### CREDIT

De nouveau, la semaine a été relativement calme sur le marché du High Yield, en amont du premier tour des élections françaises. A l'instar du spread OAT/Bund, le Xover s'est resserré à l'approche du scrutin jusqu'à 292 points de base tandis que l'indice Itraxx Main est relativement stable autour de 75 points de base.

Nous avons assisté à peu d'émissions primaires. Notons néanmoins les émissions de **Nomad Foods** avec souche Senior Secured de EUR 500m 7NC3 et de **Unilabs** avec une Senior Notes de EUR 250 8NC3 afin de financer l'acquisition d'**Alpha Medical**. Pro forma de l'acquisition, le groupe réalise 790 millions d'euros de chiffre d'affaires et 163 millions d'euros d'EBITDA ajusté. **Voyage Care** a émis une souche en sterling de 250 millions de livres afin de refinancer sa dette existante.

Plusieurs rumeurs d'acquisitions cette semaine : **Abertis** aurait reçu une offre de rapprochement de la part d'**Atlantia** et **Europcar** aurait fait une offre d'achat à **Goldcar**, une société de location low-cost espagnole, pour une valeur d'entreprise d'un milliard d'euros.

### CONVERTIBLES

Le calme a régné cette semaine sur le marché des obligations convertibles, en période de publications de résultats et avant l'élection présidentielle en France ayant eu pour effet de limiter l'activité sur les marchés primaire et secondaire. L'activité devrait repartir d'ici deux semaines après les publications de résultats du premier trimestre. **Sony** a revu à la hausse son objectif de bénéfice d'exploitation pour l'exercice 2017, notamment grâce à la baisse de ses coûts dans le segment des semi-conducteurs. Son objectif de chiffre



---

d'affaires reste néanmoins inchangé. En Asie, hors Japon, **ASM Pacific** a publié des résultats impressionnants pour le premier trimestre : sa marge brute est ressortie à 39,9%, un taux supérieur de trois points à celui prévu par le consensus et son bénéfice net a été multiplié par cinq, à 736 millions de dollars HK. Le titre a bondi de 8% dans le sillage de la publication de ces résultats.

En Europe, **Severstal** a dévoilé de solides résultats pour le premier trimestre. Son chiffre d'affaires et son EBITDA ont bondi respectivement de 61,1% et 112% en glissement annuel à la faveur d'une évolution favorable de ses prix de vente. Le sidérurgiste russe a réservé une autre bonne surprise aux investisseurs, à savoir un versement de l'intégralité de son bénéfice du premier trimestre à ses actionnaires en guise de dividende. Aux Etats-Unis, le spécialiste de la protection des données **Proofpoint** a fait taire les critiques en annonçant une hausse de 43% de son chiffre d'affaires au premier trimestre, grâce à une demande toujours soutenue pour ses produits de cybersécurité dans le cloud. Le titre a bondi de 5% dans les transactions hors séance.

Sur une note moins réjouissante, **Electronics for Imaging** a dévissé de plus de 12% après avoir dévoilé des résultats décevants pour le premier trimestre, avec notamment une baisse de 2% de son chiffre d'affaires en glissement annuel, imputable à son marché essentiel, à savoir les Etats-Unis. Dans le reste de l'actualité, les marchés du crédit et des actions ont mal réagi à l'annonce du montant déboursé par **DISH Networks** pour remporter des blocs de fréquences dans la bande 600 mhz aux Etats-Unis – 6,2 milliards de dollars contre trois à quatre milliards de dollars prévus – même si Moody's n'a pas changé la note de crédit de l'opérateur de télévision par satellite. Entre-temps, l'un des prétendants, **T-Mobile**, a acheté davantage de blocs de fréquences que prévu et **Verizon** n'en a acheté aucun, faisant ainsi redouter une érosion de l'intérêt pour une acquisition ou un partenariat avec DISH dans le but d'accéder à son portefeuille de bandes de fréquences plus riche.

*Achévé de rédiger le 21/04/2017*



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