



FLASH MARCHÉS : LA SAISON DES RÉSULTATS SE POURSUIT

La semaine écourtée en Europe a commencé par des nouvelles positives, avec le maintien de la note souveraine de l'Italie à BBB avec perspective négative par S&P. Les élections en Espagne ont vu le parti socialiste arriver en tête. Même s'il ne dispose pas d'une majorité au Parlement, il est dans une meilleure situation que précédemment. Ainsi, au cours de la semaine, les écarts de taux entre les pays « périphériques » et l'Allemagne se sont resserrés.

Les investisseurs étaient surtout dans l'attente de la réunion de la Fed mercredi. A l'issue de celle-ci, les taux sont restés inchangés. La Fed est toujours « patiente » mais a reconnu la vigueur du marché du travail et une activité économique soutenue. Seul le niveau de l'inflation pourrait faire évoluer la position de la banque centrale américaine. Cette position, considérée comme moins accommodante, a fait remonter les taux souverains américains ainsi que les taux européens.

Environ deux tiers des sociétés ont publié leurs résultats du premier trimestre aux Etats-Unis et la moitié en Europe. Aux Etats-Unis, il y a eu des surprises positives mais d'une moindre ampleur que les semaines précédentes. Dans ce contexte, et après avoir atteint leur plus haut historique, les actions américaines ont reculé dans le calme.

Des statistiques chinoises en retrait par rapport au mois précédent et les négociations toujours en cours avec la Chine (déplacement du secrétaire au Trésor américain Steven Mnuchin à Pékin) ont aussi pesé sur les indices. En Europe, les surprises positives concernant les résultats sont plus nombreuses qu'au cours des trimestres précédents, soutenues par le niveau de l'EUR/USD et de moins mauvaises nouvelles venant de la Chine.

Compte tenu de la hausse des actifs risqués depuis le début de l'année, nous restons investis avec une certaine prudence. En effet, le potentiel de gain semble plus limité que le potentiel de baisse en cas de déception macro-économique ou politique.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés actions européens sont restés quasi égaux cette semaine alors que les investisseurs faisaient face à une avalanche de résultats. Jusqu'à présent, 53% des sociétés du Stoxx 600 ont surpris positivement et ont délivré une croissance bénéficiaire de +3% comparée à l'année précédente.

Le secteur bancaire a été particulièrement actif, présentant un bilan positif salué par le marché. La seule vraie déception est venue de **Danske Bank** qui, après les scandales de blanchiment d'argent, a dû réduire sa guidance annuelle de résultat de 10% en raison de hausse de coûts de financement et de pression sur les marges.

En Espagne, **BBVA** publie des résultats au titre du premier trimestre 2019 meilleurs que prévu. La principale surprise vient d'une légère hausse des revenus (portée par le trading), d'un bon contrôle des coûts et des provisions plus faibles (en Turquie notamment). De son côté, **Santander** a également publié un profit opérationnel légèrement supérieur aux attentes à 1,84 milliard d'euros (+3% vs consensus à 1,79 milliard d'euros) avec comme principaux éléments positifs la baisse des dépenses opérationnelles et le bon CET1 (11% anticipé et prévu).

Du côté des banques françaises, les résultats trimestriels de **BNP Paribas** sont ressortis supérieurs aux attentes du consensus, avec des revenus dopés par une bonne performance des activités de marché. Ceux de **Société Générale** sont marqués par une amélioration de la solvabilité avec un CET1 à 11,7% vs 11,4% attendu. Au Royaume-Uni, les résultats de **Lloyds** se caractérisent par moins de dépréciations et une bonne gestion des coûts, la meilleure nouvelle venant du régulateur qui a baissé son objectif de ROTE de 50 points de base, ouvrant la porte à un possible retour aux actionnaires. Quant à **Standard Chartered**, les résultats étaient meilleurs du fait de coûts et d'*impairments* plus faibles qu'attendu avec l'annonce surprise d'un programme de rachat d'actions d'un milliard de dollars, soit environ 3,5% de la capitalisation boursière.

Pêle mêle, **Philips** a rassuré avec des revenus dans la *Personal Care* compensant ceux plus faibles dans *Connected Care* permettant de délivrer une marge opérationnelle de 8,8% et de confirmer la guidance de croissance du chiffre d'affaires de 4 à 6% et d'amélioration de 100 points de base de la marge pour 2017/2020. Ce fut aussi le cas de **Reckitt Benckiser** qui notamment grâce aux émergents et à la bonne performance de sa division *Infant & Child Nutrition* a pu réaliser une croissance organique en hausse de 1%. **Adidas**, une fois de plus, a enregistré une croissance de chiffre d'affaires significative à +4%, la Chine compensant une Europe de l'Ouest négative, et un résultat 9% au-dessus du consensus. Ce fut aussi le cas de **Carlsberg** là encore grâce à l'Asie. Dans ce secteur qui aime la consolidation, **Heineken** a annoncé l'acquisition d'une participation majoritaire dans le brasseur équatorien **Biela y Bebidas del Ecuador**.

ACTIONS AMÉRICAINES

Aux Etats-Unis, la saison des résultats se poursuit et la tendance positive se confirme avec 68% des entreprises du S&P 500 ayant publié à cette date. 78% des entreprises du S&P 500 ont battu les estimations des analystes, et seulement 18% les ont manquées. Pour autant, les marchés américains sont dans le rouge pour la semaine, ce qui n'avait plus été le cas depuis un mois désormais, avec le S&P 500 qui perd -0,76%. Dans la même lignée, le Nasdaq clôture la semaine en baisse de 1,35%.

Au niveau sectoriel, seuls quatre secteurs sont en hausse sur le S&P (santé, financières, immobilier et consommation de base). La santé (0,5%) profite d'une rotation vers les défensives et d'une réversion de la sous-performance récente, et les financières (+0,5%) profitent du rebond des taux 10Y US (+6bps) après une conférence de presse du FOMC (les banques et les assurances sont également les deux seuls secteurs en territoire positif du Nasdaq). L'énergie est en fort recul (-4,06%), compte tenu de la baisse des cours du baril de pétrole au cours de la semaine avec de nombreux titres dans l'exploration et la production tels que **Concho Resources**, **Pioneer**, ou **Marathon Oil**, chutant de plus de 10%.

Les services de communication contre-performent également fortement (-2,88%). Le poids de **Google** s'est nettement fait ressentir après des résultats du premier trimestre décevants (le titre perd 7% après publication d'un chiffre d'affaires inférieur aux attentes compte tenu d'un ralentissement de la croissance dans sa division publicité). A contrario, **Apple** progresse de 5% après des résultats en ligne et une guidance positive pour le deuxième trimestre, associée à un large programme de rachat d'actions.

ACTIONS JAPONAISES

Le marché actions japonais est resté fermé cette semaine en raison de congés nationaux visant à célébrer l'**intrônisation du Prince Naruhito comme nouvel empereur du Japon**. L'économie japonaise devrait tirer parti de cette période prolongée de vacances sans précédent, notamment le tourisme et divers secteurs liés à la consommation.

Une fois cette période de congés terminée, la saison de publication des résultats pour l'exercice 2018 (clos le 31 mars 2019) battra son plein. Les acteurs du marché ont, jusqu'à présent, fait preuve de prudence et anticipent quelques mauvaises surprises après certaines annonces décevantes. Toutefois, nous estimons que la sous-valorisation actuelle devrait être ajustée à un niveau reflétant les résultats récemment publiés par les entreprises ayant fait part de perspectives de croissance des bénéficiaires favorables, et ce, dès que le risque d'incertitude se sera estompé.

MARCHES EMERGENTS

Les marchés émergents sont globalement restés stables cette semaine. Le redressement de l'**économie chinoise** demeure quelque peu fragile, le PMI manufacturier reculant en avril à 50,1, contre 50,5 en mars, à l'instar du PMI non manufacturier (53,8), en baisse par rapport au mois précédent (54,8). Cela constitue néanmoins le deuxième niveau le plus élevé atteint par l'indice PMI sur les six derniers mois. La plupart des banques chinoises ont publié leurs résultats cette semaine. Elles ont ainsi fait état d'une nouvelle accélération de la croissance de leur chiffre d'affaires, avec toutefois un repli des bénéficiaires en raison de coûts du crédit élevés causés par le resserrement de la réglementation relative aux créances douteuses.

En **Corée**, **Samsung Electronics** a rendu compte d'un chiffre d'affaires en baisse de 12% par rapport au trimestre précédent et d'un EBITDA qui a chuté de 42% en glissement trimestriel. Malgré les ventes solides de son nouveau smartphone phare, le Galaxy S10, l'entreprise semble légèrement moins optimiste à l'égard de la reprise du marché des puces mémoire. Samsung n'a pas encore finalisé son plan de dépenses d'investissement pour cette année, mais la société devrait fortement réduire ses investissements en équipements pour puces mémoire.

Le **marché indien** s'est replié cette semaine, alors que les entreprises ont annoncé des résultats plutôt décevants. **Britannia Industries** et **Dabur** ont enregistré une faible croissance dans un contexte de consommation difficile et de hausse des coûts liés aux investissements et aux promotions, mais tablent néanmoins sur une amélioration de l'environnement à l'issue des élections. Le recul des ventes automobiles s'est poursuivi en avril, **Maruti Suzuki** et **Tata Motors** annonçant une baisse de près de 20% des ventes domestiques. **Yes Bank** a reculé de 29% après avoir annoncé un résultat déficitaire inattendu ce trimestre en raison de la hausse des provisions suscitée par une meilleure identification des créances douteuses.

Au **Brésil**, **MercadoLibre** a rendu compte de résultats positifs pour le premier trimestre 2019, à la faveur d'une amélioration de sa rentabilité et d'une croissance de son segment Paiement supérieure à celle de son activité Place de marché. La valeur brute des marchandises et le volume total des paiements ont respectivement progressé de 27% et de 83% en glissement annuel. L'entreprise axe désormais sa stratégie sur les transactions hors ligne, qui représentent un marché potentiel bien plus important que celui des transactions en ligne. **Itaú** a fait part de résultats inférieurs aux attentes, avec une hausse de seulement 7% de son BPA (contre une hausse de 22% de celui de Bradesco) en raison d'une croissance du crédit plus faible. Le rendement des capitaux propres de l'entreprise reste néanmoins solide à 22%. Les ventes automobiles brésiliennes ont continué de se redresser au cours des quatre premiers mois de l'année, avec une progression de 10%.

Au **Mexique**, la croissance du PIB s'est repliée de 0,2% au premier trimestre par rapport au trimestre précédent, en raison de la faiblesse de la production industrielle. Du côté des entreprises, **Banorte** a annoncé des résultats conformes aux attentes, bien que la couverture des créances douteuses ait été réduite.

En **Argentine**, le gouvernement a annoncé certaines mesures visant à stabiliser le peso, alors que MSCI devrait inclure le pays dans son indice MSCI Emerging Markets le 29 mai.

MATIÈRES PREMIÈRES

Le marché du **pétrole** navigue entre les fondamentaux et le sentiment, conduisant à une forte volatilité sur les prix. La nouvelle du non-renouvellement des dispenses accordées aux acheteurs de brut iranien avait propulsé les prix vers les 75\$/b (brent), avant que Trump ne se fende d'un tweet disant qu'il avait personnellement pressé l'OPEP de maintenir les prix bas. L'impact a été immédiat, avec une baisse de 2,5\$/b (3%) au cours de la journée 26 avril. Le secrétaire général de l'OPEP et des officiels saoudiens ont assuré de leur côté ne pas avoir été en contact avec Trump.

La situation au Venezuela pèse autant sur le marché et ne semble pas en voie d'amélioration. Pour le moment, la production du pays continue de baisser (732kb/j en mars, 1,2Mb/j en début d'année). De leur côté, les pays asiatiques, qui importaient jusqu'à présent du brut iranien, et également vénézuélien, viennent de se tourner vers l'Arabie Saoudite pour compenser les volumes à partir de juin.

Les pays producteurs se retrouveront le 19 mai et les 25-26 juin pour prendre une décision sur l'opportunité d'augmenter leur production. La forte hausse hebdomadaire des stocks de brut américain (+9.9Mb) a mis davantage de pression sur les prix, les ramenant entre 70 et 71\$/b pour le Brent (61-62\$/b pour le WTI), et pourrait influencer leur décision, ainsi que les craintes sur la croissance économique (baisse des PMI manufacturiers, enlisement des négociations sino-américaines). La production américaine, qui s'est récemment stabilisée, pourrait augmenter significativement au 2nd semestre avec le démarrage des pipelines entre le Permian et les centres de raffinage du Golfe du Mexique. Il faut également garder à l'esprit qu'à partir du mois de juin, les besoins domestiques de l'Arabie Saoudite vont augmenter pour la génération d'électricité (air conditionné) et que l'augmentation de la production ne sera pas toute destinée à une augmentation des exportations. Les inquiétudes sur la croissance économique, et la demande, ont également entraîné une baisse des prix des **métaux non-ferreux** de près de 3% au cours de la semaine (indice LME). Si la situation profite à la demande d'**or** (les banques centrales ont acheté pour 145 tonnes au premier trimestre, +68% sur un an), le cours de l'or n'en profite pas, pénalisé par le renforcement de l'USD.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

La tendance était légèrement négative cette semaine, avec des investisseurs déçus par la décision de la Fed de laisser ses taux inchangés. La publication des indices PMI européens, légèrement meilleurs qu'attendu, a eu peu d'impact sur les marchés. L'indice Xover s'écarte ainsi de six points de base et le Main d'un point de base entre lundi et jeudi.

Les banques espagnoles ont publié des résultats satisfaisants. Les revenus net d'intérêt sont légèrement sous pression au regard du trimestre précédent (ralentissement saisonnier de l'activité), les niveaux de capitaux sont stables et la qualité des actifs continue de progresser. **BBVA** reste pénalisée par ses activités en Turquie, mais celles-ci performant mieux qu'anticipé. Les banques nordiques ont publié des résultats décents mais peu d'informations ont été données sur les enquêtes en cours au niveau du blanchiment d'argent. **BNP** a surpris le marché. Le bénéfice net progresse de 22,4% sur un an et les activités de marché se sont révélées plus résistantes que prévu.

LetterOne, premier actionnaire de **Dia**, pourrait modifier les termes de son OPA afin d'abaisser le seuil d'acceptation de l'offre qui est actuellement à 64,5%. Par ailleurs, la date butoir de l'OPA a encore une fois été décalée à début mai. **Thomas Cook** a souffert cette semaine. Le groupe, lourdement endetté, aurait fixé au 7 mai la date limite pour les manifestations d'intérêt pour son activité de transport aérien, indiquant ainsi une certaine urgence au marché. Par la suite, trois investisseurs seraient sortis d'un *Revolving Credit Facility* (RCF) accordé au tour opérateur au prix d'importantes pertes, générant ainsi une forte pression sur le nom avec l'obligation de maturité juin 2022 perdant jusqu'à 16 points.

SMCP (B1/B+) a publié de bons résultats. Le chiffre d'affaires est en hausse de 9% avec une surperformance au sein de la zone APAC (les ventes en Chine ont progressé de 35%). Au cours de ces douze derniers mois, SMCP a réalisé 111 ouvertures nettes de magasins et le groupe confirme ses objectifs 2019. **Spie** (Ba3/BB) a publié des résultats au titre du premier trimestre 2019 encourageants. La production progresse de +4,3% et les perspectives 2019 sont confirmées. **Ardagh** (B2/B+) affiche des résultats décents. Le chiffre d'affaires et l'EBITDA s'affichent en hausse de 4% et 9% à change constant. Les objectifs 2019 sont confirmés mais le levier ressort à 5.2x contre 5x à fin 2018 ; le désendettement reste donc une priorité pour le groupe. **Huntsman**, qui avait fait un *profit warning* début mars, a annoncé comme prévu des résultats en forte baisse. Le chiffre d'affaires et l'EBITDA accusent un repli de 11% et 37% au cours du trimestre avec une sous-performance de tous les segments opérationnels. Le groupe a d'ailleurs revu à la baisse sa guidance 2019 (EBITDA en retrait de 7 à 10% par rapport à 2018).

Altice Europe, qui a publié cette semaine un trading update rassurant, a annoncé une émission obligataire senior unsecured (Caa1/B-) à 8 ans en deux souches euros et dollars pour un montant équivalent de 2,8 milliards d'euros. Le produit servira en partie à rembourser les 3,6 milliards d'euros d'obligations Altice 2022.

CONVERTIBLES

Plusieurs émissions et un Jumbo deal cette semaine sur les obligations convertibles. **Sirius Minerals** (qui exploite l'une des plus importantes mines de potasse) a émis 400 millions de dollars plus 244,2 millions de dollars d'échéance 2027 avec 5% de coupon et une prime de conversion entre 20 et 25%.

Les 244,2 millions de dollars serviront au remboursement de l'obligation convertible d'échéance 2023 et le montant principal au développement d'une mine de polyhalogénite, située dans le Yorkshire au Royaume-Uni.

Pros Holding (software) a émis 125 millions de dollars à 5 ans avec un coupon de 1% et une prime de conversion de 30% principalement pour le refinancement de l'obligation convertible de coupon 2% échéance 2019.

Biocartis Group (biotech) vient de proposer une émission pour 125 millions d'euros à 5 ans. Le coupon devrait être entre 3,375% et 4,125% et la prime de conversion entre 22,5% et 27,5%, afin de financer la commercialisation de leur produit Idylla™, les investissements supplémentaires dans sa capacité de fabrication et pour ses besoins de trésorerie.

Enfin, **Tesla** va essayer de lever entre deux et 2,3 milliards de dollars, via 650 millions de dollars d'actions et 1,35 milliard de dollars (+ 300 millions de dollars de greenshoe) via une obligation convertible d'échéance 2024 avec un coupon entre 1,5% et 2% ainsi qu'un premium de 27,5% à 32,5%.

Sur le front des résultats, **Dexcom** (équipement médical dédié au diabète) a publié de bons chiffres ainsi que des prévisions à la hausse pour le deuxième trimestre, tout en restant assez prudent. Ainsi, le cours reste sous pression suite à sa récente baisse en répercussion des rumeurs sur les capacités (possible iCGM, alors qu'actuellement seul le G6 dispose de cette technologie) et l'éventuel prix de commercialisation du Libre 2 d'Abbott. Vendredi matin, **Adidas** a également publié de très bons résultats notamment concernant ses niveaux de marges. Le cours prenait plus de 6% à l'ouverture.

Achévé de rédiger le 03/05/2019

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
T. +33 (0)1 40 17 25 25 - F. +33 (0)1 40 17 24 42
www.edram.fr