



FLASH MARCHÉS : UN ARBITRAGE DIFFICILE

La semaine n'aura pas donné d'indication marquée sur la tendance, reflétant l'arbitrage difficile que les investisseurs doivent faire entre bonnes et mauvaises nouvelles tant en matière macro-économique qu'en matière de résultats d'entreprises :

- Au plan macro-économique, les chiffres allemands (PMI industriel et IFO) se suivent et se ressemblent par leur faiblesse, ce qui a conduit le gouvernement à réduire ses prévisions de croissance annuelle à 0,5%. Les chiffres chinois, au contraire, continuent à s'améliorer et les derniers chiffres américains sur l'immobilier, l'emploi et les commandes de biens durables sont bons.

- Au plan micro-économique, les résultats surprennent plutôt favorablement sauf dans la banque d'investissement et l'automobile. La technologie et le luxe continuent à se distinguer.

Par ailleurs, les banques centrales, de plus en plus préoccupées par la faiblesse de l'inflation même en haut de cycle, ne modifieront probablement pas leur biais conciliant en dépit de l'amélioration de l'économie et des marchés et de la hausse des prix du pétrole. Seule la Banque de Chine pourrait faire une pause dans l'injection de liquidités.

Cependant, compte tenu de la forte remontée des marchés et du fait que le rebond actuel de l'économie mondiale ne traduit probablement pas une reprise cyclique durable, nous restons légèrement sous-pondérés en actions et très prudents sur les obligations gouvernementales.

ACTIONS EUROPÉENNES

La semaine est marquée par les nombreuses publications de résultats trimestriels, qui ressortent globalement favorablement malgré quelques déceptions.

Sanofi a publié des résultats au titre du premier trimestre au-dessus des attentes avec un chiffre d'affaires en hausse de 4% grâce à l'amélioration des vaccins, et une marge opérationnelle en hausse grâce à un mix produit plus favorable et une meilleure maîtrise des coûts. **Carrefour** a également rassuré avec des chiffres meilleurs qu'attendu dans les hypermarchés en France. **Casino** a annoncé étendre son partenariat avec le géant américain du commerce électronique **Amazon** et a par ailleurs rassuré les investisseurs sur sa dette après avoir conclu la cession à des fonds du groupe américain Apollo Global Management des murs de 32 magasins valorisés 470 millions d'euros.

SAP a bondi après des trimestriels rassurants, malgré une perte d'exploitation trimestrielle résultant essentiellement d'une charge de restructuration, et surtout suite à l'annonce de l'entrée au capital du fonds activiste Elliott, qui conforte les objectifs ambitieux affichés d'amélioration de la marge d'exploitation à moyen terme. **Dassault Systèmes** a de son côté relevé ses objectifs 2019 après un solide premier trimestre, porté par l'adoption de la 3DEXperience et des effets changes plus favorables. Après Airbus et ABB cette année, le groupe a annoncé un partenariat avec **BHP** afin de mettre en œuvre la 3DEXperience au sein du secteur minier.

Wirecard a poursuivi ses mouvements erratiques. L'annonce de l'entrée au capital de **Softbank** visant à aider le groupe à se développer dans le domaine des paiements numériques au Japon et en Corée du Sud a bénéficié au titre, malgré des résultats 2018 conformes aux attentes et un nouvel article du FT alimentant le doute sur la conformité de ses pratiques comptables. A l'inverse, **Nokia** a déçu sur fond de retards de déploiement des réseaux 5G et d'intensification de la concurrence.

Côté transformation d'entreprises, nouveau rebondissement concernant **Deutsche Bank** et **Commerzbank** qui ont annoncé la fin de leur rapprochement, ne parvenant pas à extérioriser assez de synergies pour compenser les charges de restructuration et les exigences de capital induites. A suivre, puisque **ING** et **UniCredit** se sont déclarés intéressés par Commerzbank. Enfin, **Elior** a annoncé avoir reçu une offre ferme de **PAI Partners** pour l'acquisition de sa filiale de concession **Areas** pour un montant de 1,542 million d'euros.

ACTIONS AMÉRICAINES

La saison des résultats du 1er trimestre bat son plein aux États-Unis avec 22% du S&P 500 ayant dévoilé ses chiffres à date. Les résultats sont dans l'ensemble supérieurs aux attentes (76% supérieurs et 18% inférieurs aux attentes), ce qui permet au S&P 500 et au Nasdaq de gagner respectivement 0,9% et 1,8% au cours de la semaine. Une légère baisse des taux (US 10Y a -5bps) et des prises de profits sur la rotation sectorielle initiée fin mars ont conduit à une surperformance de la croissance vs value de 3,5% cette semaine.

Ce changement de tendance par rapport à la semaine dernière se ressent au niveau sectoriel, les leaders étant la santé (+2,8%) avec un rattrapage de la sous-performance significative de la semaine dernière (mutuelles de santé **Humana**, **Anthem** +8%), Communication Services (+2%) qui profite des bons résultats de **Facebook** et **Twitter** (+8% et +12%), et enfin Technologie de l'information (+1,6%) qui bénéficie notamment des bons résultats de **Microsoft** et du rebond de **Qualcomm** qui se poursuit après le règlement du litige avec **Apple** la semaine passée.

Les secteurs à la traîne sont les Matériaux de base (-2%) qui souffrent notamment de la baisse de 14% de **Freeport McMoran** après des résultats inférieurs aux attentes, et des industrielles (-0,6%) avec des résultats en-dessous des attentes chez **UPS** (-8%), **3M** (-12%) et **Caterpillar** (-5%).

ACTIONS JAPONAISES

Le TOPIX a progressé de 0,21% au cours de la semaine avec de faibles volumes. Malgré la volatilité attendue avant la période de longues vacances, en raison des ajustements des positions des investisseurs à court terme, le marché a connu des mouvements relativement limités. Les investisseurs à long terme semblent avoir opté pour le statu quo dans l'attente des annonces des entreprises concernant leurs résultats financiers pour l'exercice 2018 ainsi que leurs nouvelles prévisions de bénéfices pour l'exercice 2019.

Sur le plan sectoriel, le transport terrestre et les instruments de précision ont surperformé à la faveur des résultats positifs enregistrés par certaines entreprises. En revanche, **Kansai Electric Power**, **Nissan Motors** et **Nomura Holding** ont accusé un recul, pénalisés par des bénéfices décevants.

Le comité de politique monétaire de la Banque du Japon qui s'est réuni le 25 avril a décidé de maintenir sa politique actuelle de taux d'intérêt extrêmement bas. La banque centrale a en outre légèrement revu ses orientations prospectives en indiquant clairement que la politique accommodante se poursuivra au moins jusqu'au printemps 2020 et qu'elle ne cherchait pas à y mettre un terme pour le moment.

Durant toute la semaine du 29 avril et le lundi 6 mai, le marché japonais sera fermé en raison de congés nationaux exceptionnels visant à célébrer l'intronisation du Prince Naruhito comme nouvel empereur du Japon. L'ensemble des places boursières et des banques du pays seront fermées au cours de cette période prolongée de vacances.

MARCHES EMERGENTS

Les marchés émergents ont fait l'objet de prises de bénéfices cette semaine, en particulier sous l'impulsion de la **Chine**. Le président Xi Jinping a prononcé un discours au « Belt and Road Forum », dans lequel il a réaffirmé sa volonté de faire des concessions en vue de trouver rapidement un accord commercial avec les États-Unis. La Banque centrale chinoise prévoit pour sa part d'apporter des ajustements de manière opportune et anticipée à sa politique monétaire afin d'éviter un assouplissement excessif. Bien qu'elle affiche une légère reprise, la consommation d'énergie en Chine a ralenti au premier trimestre et s'est établie en hausse de 5,5% en glissement annuel, contre 9,8% au premier trimestre 2018.

Les principaux fabricants de machines de construction ont publié une solide croissance préliminaire de leurs bénéfices au premier trimestre 2019 : **Sany Heavy** a ainsi fait état d'une hausse de ses bénéfices de plus de 100% en glissement annuel, tandis que **Zoomlion** a vu ses bénéfices nets augmenter de près de 150% sur un an. **Hikvision** a en revanche vu ses bénéfices baisser de 15% au premier trimestre 2019, un chiffre inférieur aux prévisions de l'entreprise qui a été confrontée à des difficultés tant sur le plan domestique qu'à l'échelle internationale. La direction se veut toutefois optimiste et prévoit une croissance du chiffre d'affaires de 20% au deuxième trimestre 2019, ainsi que des bénéfices stables au premier semestre 2019. Conformément aux attentes, **Moutai** a fait état de résultats solides au premier trimestre 2019 avec un chiffre d'affaires en hausse de 22% et une croissance de ses bénéfices de 31%.

À **Taiwan**, **TCI** a publié des bénéfices nets en hausse de 180% en glissement annuel au premier trimestre 2019. Ce résultat supérieur aux attentes s'explique par le levier opérationnel dont elle dispose alors que la Chine durcit ses contrôles sur les compléments alimentaires. Les prévisions pour l'ensemble de l'exercice restent toutefois prudentes : croissance du chiffre d'affaires de 30%.

En **Corée**, **Hynix** a annoncé une baisse de son résultat opérationnel de 70% au premier trimestre 2019, conformément aux attentes du marché. La croissance supérieure aux prévisions de son activité liée aux mémoires a quant à elle été neutralisée par le recul plus important que prévu d'ASP. La direction reste toutefois optimiste et table sur une reprise au second semestre 2019. Elle maintient ses prévisions de croissance pour ses activités liées aux mémoires DRAM et NAND à environ 15% et 25% respectivement pour le deuxième trimestre 2019.

En **Inde**, après avoir récemment rebondi sur fond d'optimisme quant à la réélection de Narendra Modi, le marché s'est consolidé, avec des prix du pétrole en progression.

Les chiffres du marché automobile sont restés mitigés en mars, les ventes des deux roues ayant reculé de 17% en glissement annuel, celles des véhicules de tourisme de 3% et celles des camions de 7%. **Maruti Suzuki India**, premier fabricant de voitures en Inde (plus de 50% de part de marché), a souffert de ce contexte difficile. Son EBITDA a en effet accusé une baisse de 24,9% sur un an au quatrième trimestre de l'exercice 2019, en raison de la hausse des dépenses liées à la promotion des ventes. La société a en outre annoncé des prévisions relativement prudentes pour le prochain exercice, soit une croissance des volumes de 4% à 8%.

Au **Brésil**, **Bradesco** a enregistré des résultats solides au premier trimestre, supérieurs aux attentes grâce à l'accélération de la croissance des prêts par rapport au dernier trimestre 2018. Cette situation inhabituelle s'explique principalement par la faiblesse du facteur saisonnier et par l'amélioration de la qualité des actifs. **Cielo** a affiché des résultats décevants (BPA en baisse de 40%) et inférieurs au consensus. L'entreprise a amorcé la mise en œuvre de sa stratégie de réduction des prix et d'amélioration des services proposés aux clients en vue de gagner en compétitivité. **CBD** a généré des performances solides.

Au **Mexique**, **OMA** a publié de bons résultats, en partie grâce à ses revenus commerciaux meilleurs que prévu.

En **Argentine**, les obligations ont progressé, la monnaie s'est dépréciée et les actions ont fait l'objet d'une correction, alors que des sondages récents annonçaient la victoire de Cristina Kirchner sur Mauricio Macri lors des élections d'octobre. La confiance des consommateurs a chuté tandis que l'inflation a continué à progresser.

MATIÈRES PREMIÈRES

Le département d'Etat américain a officiellement annoncé en début de semaine qu'il ne renouvellerait pas les dispenses accordées aux acheteurs de brut iranien lorsque les exemptions actuelles prendront fin le 2 mai. C'est une surprise dans la mesure où le marché anticipait une extension mais avec une diminution des volumes d'importation autorisés. On peut y voir également une forme de pression de l'administration américaine suite à l'envoi de fret aérien en provenance de Russie et de Chine et à destination du Venezuela en soutien au gouvernement Maduro, marquant ainsi un refroidissement des relations sino-américaines.

En mars, les exportations iraniennes se sont réparties comme suit : Chine 613kb/j, Corée du Sud 387kb/j, Inde 258kb/j, Japon 108kb/j, Turquie 97kb/j, autres 226kb/j. Même si c'est l'objectif de l'administration américaine, il est peu probable que les exportations atteignent le niveau zéro, en particulier concernant la Chine. Toutefois, ces exportations devraient diminuer de moitié par rapport au niveau actuel.

L'attention du marché va maintenant se porter sur la réaction de l'**OPEP**. Il est très probable que ses membres, alliés à la Russie, décident de ne pas prolonger l'accord actuel de réduction de la production au-delà de juin. Une réunion est prévue le 19 mai (*Joint Ministerial Monitoring Committee*). Il est cependant davantage probable qu'une décision soit prise lors de la prochaine réunion ministérielle de l'OPEP les 25 et 26 juin. L'Arabie Saoudite a d'ailleurs indiqué qu'elle attendra de voir la baisse des exportations iraniennes avant d'agir. Si la réaction du marché a été significative après l'annonce américaine (+2\$ à 74\$/b), le risque de flambée des prix est limité au vu de capacités disponibles importantes, notamment en Arabie Saoudite. Une volatilité des prix est néanmoins à attendre jusqu'à la décision de l'OPEP, et une baisse des prix ensuite.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

La tendance était légèrement négative cette semaine face aux publications de statistiques économiques décevantes (indice IFO allemand à 99.2 vs 99.9 attendu). L'indice Xover s'écarte ainsi de neuf points de base et le Main d'environ deux points de base.

Credit suisse a surpris le marché avec des résultats supérieurs aux attentes notamment au niveau des activités de marché. Le résultat net est en hausse de 8% sur l'année et les revenus Sales et Trading « FICC » et « Equities » sont en recul limité par rapport aux grandes banques américaines. **UBS** surprend aussi positivement concernant les activités de marché mais le résultat net reste tout de même en baisse de 24% par rapport au premier trimestre 2018. La banque a annoncé, par ailleurs, la reprise de son programme de rachat d'actions avec un objectif d'un milliard de dollars en 2019.

Fnac Darty (Ba2/BB+) a publié de bons résultats au titre du premier trimestre 2019 avec un chiffre d'affaires en hausse de 1,7% malgré le contexte compliqué (effet calendaire négatif, consommation mitigée en France, mouvement sociaux, etc.). Le groupe devrait continuer sa politique d'expansion et planifie l'ouverture de près de 60 magasins en 2019. Fnac Darty a par la suite émis deux souches à 5 et 7 ans de coupon 1.875% et 2.625%, afin de rembourser les 650 millions d'euros de l'obligation 3.25% 2023.

Constellium (B2/B-) affiche des résultats au titre du premier trimestre 2019 au-dessus des attentes (chiffre d'affaires en hausse de 11% soutenu par la croissance des volumes de 6%) et les objectifs 2019 ont été réaffirmés.

Les flux acheteurs sur **Thomas Cook** étaient nombreux. Le groupe aurait reçu des marques d'intérêt d'acquéreurs potentiels. Il n'est cependant pas précisé si cela concerne une partie ou l'ensemble du groupe. Plusieurs évolutions positives concernant **Casino** : le groupe a annoncé le renforcement de son partenariat avec **Amazon** et de nouvelles cessions d'actifs (32 murs de magasins valorisés environ 470 millions d'euros). Assez négatif, S&P a abaissé la notation de Casino d'un cran à BB- contre BB sur la base d'un levier toujours élevé. Les obligations Casino étaient légèrement en hausse après ces diverses annonces. Les obligations **Suedzucker** ont surperformé. L'émetteur a finalement indiqué que les quatre prochains coupons trimestriels sur son obligation hybride seront payés, au vu des comptes annuels qui seront publiés mi-mai. La clause de « cash flow event » ne sera, en effet, pas déclenchée. **Dia** a été sous pression cette semaine. **Santander**, premier créancier du groupe, rejetterait le plan de refinancement de **LetterOne** approuvé précédemment par le reste des 13 créanciers.

Sur le front des fusions-acquisitions, **Deutsche Bank** et **Commerzbank** mettent fin à leur projet de fusion, mettant en avant les risques d'exécution et les coûts de restructuration trop élevés.

Netflix (Ba3/BB-) a émis à 10,5 ans en deux souches euro et dollar pour un montant équivalent de deux milliards de dollars avec des coupons de 3.875% et 5.375%. Côté financières, **ASR** a émis une Tier 2 30NC10 avec un coupon de 3.375% pour 500 millions d'euros. La demande a été élevée (book 10x couvert) et le titre surperforme au secondaire (+0,75 point).

CONVERTIBLES

Cette semaine, le marché aura été assez calme en plein début de saison de publication des résultats du premier trimestre. Toutefois, nous aurons eu une nouvelle émission d'obligation convertible via **Guess ? Inc.** (design, marketing et distribution de vêtements), qui a émis 275 millions de dollars à 5 ans avec un coupon de 2% et une prime de conversion de 37.5%. Cette émission servira à financer le rachat d'actions et le financement des activités courantes. Elle a par ailleurs très bien été perçue par le marché, le titre ayant fortement monté, malgré l'annonce en parallèle du groupe de couper significativement le niveau du dividende ; car au global la société devrait améliorer la génération de cash-flow.

Service Now (Software, Cloud) a publié de très bons chiffres autant en termes de progression du chiffre d'affaire que de résultats, en atteignant les estimations les plus optimistes des analystes, ce qui permet au titre de continuer de progresser (+46% depuis le début de l'année) et de voir ses objectifs de cours revus à la hausse par plusieurs analystes.

Silicon Labs (semi-conducteur) a publié de très bons résultats au-dessus des attentes, avec un chiffre d'affaire en ligne, mais a surtout revu à la hausse ses attentes pour le deuxième trimestre. Le groupe a relevé ses estimations d'EPS de 0,47 à 0,7/0,8 et indiqué une fourchette de chiffre d'affaire de 202/212 millions de dollars vs 188 millions de dollars.

Achévé de rédiger le 26/04/2019

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