

# FLASH MARCHÉS : LES MARCHES TOUJOURS HESITANTS

**Les marchés actions et les marchés de taux semblent raconter des histoires différentes.**

**Les marchés actions ont réagi à la hausse depuis janvier grâce au positionnement plus accommodant de la Réserve Fédérale américaine. Les marchés de taux, avec un taux à 10 ans américain à 2,4%, une inversion de la courbe des taux entre le 3 mois et le 10 ans, et le Bund allemand en territoire négatif à -0,07%, pointent plutôt vers un ralentissement cyclique. Ces vues contradictoires entre les deux classes d'actifs laissent les marchés d'actions sans véritable tendance sur la semaine.**

**Sur le front des négociations Chine/Etats-Unis, un accord entre les deux pays semble se dessiner, tenant compte de toutes les demandes américaines, ceci intervenant au moment où le PIB américain pour le 4ème trimestre 2018 a été revu à la baisse (+2.2%), attestant d'un impact plus élevé qu'attendu du protectionnisme sur l'activité.**

**Aux Etats-Unis, la saison des publications débutera début avril. Les sociétés américaines semblent avoir des difficultés à passer les hausses des coûts de main d'œuvre, de transports et des matières premières à leurs clients. Elles devraient donc enregistrer leur première contraction de résultats depuis 2015. Selon une enquête de la NABE (National Association for Business Economics), 58% des sociétés interrogées ont enregistré une hausse des coûts de main d'œuvre et seulement 19% indiquent qu'elles sont parvenues à augmenter les prix à leurs clients. Le consensus table ainsi sur un repli des marges, particulièrement dans certains secteurs. Ceci constituera un test important pour le marché américain, alors que sa valorisation en terme de PER ajusté du cycle (CAPE : cyclically adjusted P/E ratio) est 77% au-dessus de sa moyenne historique.**

**En Europe, l'attention reste portée sur la succession des épisodes du Brexit.**

**Un vote pour tenter de sortir de l'impasse a eu lieu vendredi dernier, ne concernant que l'accord de sortie. Après deux échecs au Parlement, Theresa May tente une ultime solution pour faire passer son texte : le décomposer en deux, afin de proposer au vote l'accord de sortie négocié avec les européens (et donc la clause de backstop sur l'absence de retour de la frontière en Irlande). La déclaration politique sera quant à elle votée dans un 2ème temps. Si le vote échouait, le report de longue durée du Brexit permettrait de trouver une validation de la sortie ordonnée du Royaume-Uni d'ici l'été (soit une union douanière soit un référendum sur le texte de T. May).**

**Une résolution des tensions entre Chine et Etats-Unis et une amélioration de la visibilité sur le Brexit pourraient redonner confiance aux entreprises européennes et aux investisseurs.**

## ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés actions européens terminent la semaine sans tendance marquée, tirillés par l'interprétation des indicateurs macroéconomiques et toujours perplexes vis-à-vis des modalités du Brexit.

Le secteur bancaire a connu une bouffée d'oxygène suite aux propos de **Mario Draghi** qui a évoqué que la BCE envisageait différentes options visant à atténuer l'effet pénalisant du taux de dépôt négatif de - 40 bps qui s'applique actuellement aux liquidités excédentaires des banques, représentant ainsi un coût négatif significatif pour le secteur. Dans un registre plus réglementaire, la banque suédoise **Swedbank** a été lourdement sanctionnée cette semaine, soupçonnée de transactions suspectes réalisées au sein de sa filiale estonienne, notamment avec des clients russes.

Deux avertissements sur résultats emblématiques cette semaine (**Infineon** et **Osram Licht**) témoignent de la conjoncture toujours difficile et peu lisible en Chine, en particulier au sein du secteur automobile. Ainsi, le fabricant de semi-conducteurs Infineon a abaissé ses prévisions de croissance du chiffre d'affaires (de + 9% à + 5%) et de marge (de 17.5% à 16%) en raison de la faiblesse de l'activité en Chine dans l'automobile et l'industrie. De même, le fabricant d'équipements et de solutions d'éclairage Osram Licht a révisé drastiquement ses perspectives, le groupe s'attendant désormais à une baisse de son chiffre d'affaires de - 11% à - 13% alors qu'il anticipait une croissance de l'ordre de 0% à 3% jusqu'à présent. Osram Licht justifie cette révision par la faiblesse de la demande en Chine. Infineon comme Osram Licht ne semblent désormais plus miser sur un rebond rapide de la croissance de leurs marchés finaux en Chine.

La bonne dynamique se poursuit au sein du secteur de l'aéronautique civile. A l'occasion de la visite du président chinois **Xi Jinping** en France, le groupe **Airbus** a ainsi engrangé une commande de 290 Airbus A 320 et 10 A350 pour un montant global de près de 30 Milliards d'euros.

Parmi les opérations de fusions & acquisitions, l'opérateur de satellites **Inmarsat** a fait l'objet d'une offre de rachat par un consortium d'investisseurs. Plusieurs articles de presse ont relayé de possibles marques d'intérêt de la part de **Peugeot** et de **Renault** pour le constructeur automobile **Fiat Chrysler**. Au sein du secteur de la distribution, **FNAC Darty** serait en négociation pour acheter « Nature & Découvertes ». Enfin, la crise de gouvernance au sein du groupe **EssilorLuxottica** est officialisée. La holding de Leonardo del Vecchio, premier actionnaire et président exécutif d'EssilorLuxottica, a ainsi annoncé qu'elle saisissait la Chambre de commerce internationale pour faire constater ce qu'elle qualifie de violations de l'accord de rapprochement de 2017 entre le français Essilor et l'italien Luxottica.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Semaine de légère progression pour les indices américains, le S&P est en hausse de +0.5% et le Nasdaq de +0.35%. La reprise des pourparlers entre Pékin et les Etats-Unis (avec une signature des accords toujours prévue pour le mois prochain) a soutenu le marché. Sur le plan macroéconomique, les chiffres sont moins bien orientés : les PMI Manufacturiers et Services ressortent sous les attentes, l'indice de confiance du consommateur américain recule en mars, les permis de construire ainsi que les mises en chantier sont également en baisse sur le mois.

Les valeurs cycliques ont été les leaders de la semaine (matériaux +1.3%, et valeurs industrielles +1.8%) ainsi que la consommation discrétionnaire (1.3%). Le secteur des services publics (-1.1%) a fait le contre-poids avec la baisse la plus forte. Dans la consommation, **PVH** (+18.7%) et **Lululemon** sont en forte hausse grâce à la publication de résultats supérieurs aux attentes, entraînant **Ralph Lauren** (+7.6%) et **Capri** (+6.7%) dans leur sillage. **Accenture** (+5.2%) publie au-dessus des attentes et relève ses guidances. Du côté du M&A, l'assureur de santé **Centene** (-7.6%) a lancé une offre sur **WellCare Health Plans**, pesant sur la chaîne de pharmacie **CVS**. Les rumeurs de rapprochement entre Viacom (+8.3%) et **CBS** ont refait surface cette semaine. La cotation de **Lyft** (concurrent de **Uber** aux Etats-Unis) débute

aujourd'hui sur le Nasdaq, avec un prix fixé en haut de fourchette à 72 dollars par titre (soit une valorisation de 25 milliards de dollars).

## ACTIONS JAPONAISES

Les actions japonaises ont été volatiles cette semaine suite au ralentissement du marché boursier américain, en raison de l'inversion de la courbe des taux aux États-Unis et de l'incertitude entourant le Brexit au Royaume-Uni, deux facteurs qui semblent indiquer une détérioration de l'économie mondiale. L'indice TOPIX a cédé 2,12% et les secteurs sensibles à la conjoncture économique, comme les produits du pétrole et du charbon ainsi que le transport maritime, ont sous-performé. Le producteur de pétrole **JXTG Holdings** a chuté de 8,65%.

Toutefois, du côté des bonnes nouvelles, l'ajustement des stocks de semi-conducteurs a progressé et ceux-ci devraient commencer à repartir à la hausse. Certains titres de fabricants de semi-conducteurs et de composants électroniques se sont relativement bien comportés. **Nidec** a ainsi gagné 2,71% et **SMC**, un fabricant d'équipements de contrôle pneumatiques pour l'automatisation industrielle, a progressé de 2,15%.

Sur le plan intérieur, le Parlement a approuvé le projet de budget pour 2019 du Premier ministre **Shinzo Abe**, qui s'élève à 101 000 milliards de yens et dont 2 280 milliards seront consacrés aux mesures de relance pour compenser l'impact potentiellement négatif de la hausse de la TVA. Par ailleurs, le détaillant de mobilier **Nitori Holdings** s'est inscrit en hausse de 5,30%.

L'entreprise pharmaceutique **Eisai** a en revanche lourdement chuté (-18,63%) atteignant à plusieurs reprises la baisse maximale autorisée, en raison de l'annonce de l'interruption d'un essai clinique pour un nouveau médicament visant à traiter la maladie d'Alzheimer qui a fortement déçu les investisseurs.

## MARCHES EMERGENTS

Les marchés émergents se sont repliés cette semaine, en raison du risque accru de contagion causé par la volatilité du marché turc et de la faiblesse des données macroéconomiques, notamment en Europe et en Chine.

Les investisseurs s'interrogent sur l'éventualité d'une réduction du ratio de réserves obligatoires par la Banque centrale chinoise en cette fin de semaine. Le marché local des actions de catégorie A a rebondi de 3,86% ce vendredi pour clôturer le mois (+5,53%) et le premier trimestre 2019 en hausse (+32%). Par ailleurs, les bénéfices industriels ont reculé de 14% en glissement annuel durant les deux premiers mois de l'année, après avoir progressé de 10% en 2018. Au cours de cette même période, les ventes en ligne chinoises ont ralenti à +19,5% sur un an, contre un niveau de croissance de 30% auparavant. Sur le plan réglementaire, le gouvernement a annoncé avoir réduit les subventions allouées aux véhicules électriques de 50 à 100% en fonction des différentes gammes, tandis que les subventions locales ont été complètement abandonnées. **Moutai** a fait part d'une croissance de 30% en glissement annuel de son bénéfice net en 2018. Son chiffre d'affaires s'est établi en hausse de 26% pour l'exercice. Ses ventes ont augmenté de 34% au quatrième trimestre 2018, enregistrant ainsi une nette amélioration par rapport aux 4% observés le trimestre précédent. **Mengniu** a également publié des résultats solides pour 2018, avec une croissance de 15% de son chiffre d'affaires et un accroissement de 70 pb de sa marge brute sur un an. La direction maintient son objectif d'une croissance du bénéfice net de base supérieure à celle du chiffre d'affaires, qui devrait s'inscrire à un niveau proche de 10% pour l'exercice 2019. **Haier** a rendu compte de résultats en deçà des attentes du marché au quatrième trimestre 2018, avec une faible croissance de son chiffre d'affaires et de son bénéfice net. En cause, l'atonie de la demande des consommateurs ainsi que sa stratégie visant à gagner des

parts de marché qui a fortement pesé sur ses marges. La direction table désormais sur une croissance inférieure à 10% de son chiffre d'affaires et supérieure à 10% de son résultat opérationnel.

La production industrielle taïwanaise a de nouveau reculé en février (-1,8%) après avoir fléchi de 1,1% en janvier, sur fond de faiblesse de la production de composants électroniques (-6,1% sur un an en février) qui représente 41% de la production totale.

En **Corée**, **Samsung** a publié un avertissement sur résultats pour le premier trimestre 2019 en raison du ralentissement de la demande en écrans et de la baisse des prix des puces mémoires DRAM.

En **Thaïlande**, d'après les premiers résultats publiés des élections législatives, un gouvernement de coalition faible semble se profiler, avec le général **Prayut** au poste de Premier ministre, ce qui constitue davantage un statu quo. La balance excédentaire des opérations courantes s'est creusée à un niveau plus élevé que prévu en février, du fait de la forte baisse de la croissance des importations (-7,3% en glissement annuel).

Au **Brésil**, le marché s'est montré très volatil, alors que les valeurs bancaires se sont repliées. Le ministre des Finances, **Paulo Guedes**, a menacé devant une commission du Sénat de présenter sa démission si la réforme des retraites n'était pas approuvée. La période de discussions au Congrès sur ce projet de loi devrait être source de volatilité, la réforme devant être votée par la commission spéciale du Congrès en avril-mai. Sur le plan macroéconomique, l'accélération du crédit s'est poursuivie en février à 5,5%, contre 5% le mois précédent, notamment en ce qui concerne les crédits aux particuliers et aux entreprises. Du côté des entreprises, **Vale** a fait part de résultats conformes aux attentes grâce à la solidité des flux de trésorerie, et ce malgré la forte hausse des dépenses d'investissement.

En **Argentine**, **Pampa** a annoncé un programme de rachat d'actions en raison de la correction de son titre cette semaine.

En **Turquie**, la livre a été extrêmement volatile cette semaine, tandis que les valeurs bancaires ont reculé de près de 15%, du fait de la forte baisse inattendue des réserves de change de la banque centrale. Par ailleurs, les élections locales se tiendront ce dimanche et il sera intéressant de voir si la coalition formée par les partis AKP et MHP parviendra à conserver au moins 52% des sièges. Nous conservons une opinion favorable à l'égard des marchés émergents à la faveur de l'amélioration des fondamentaux cette année

## MATIÈRES PREMIÈRES

Les marchés s'inquiètent de l'évolution de la croissance économique, au vu de la baisse des indices manufacturiers (PMI), de l'inversion de la courbe des taux aux Etats-Unis, et du ton accommodant employé par les différentes banques centrales (US Fed, BCE, BOJ). Les prix du pétrole ont été affectés sur la journée du 22 mars et se sont repris par la suite, montrant finalement une plus faible volatilité que les marchés action. Le Venezuela fait face à une nouvelle interruption de sa production d'électricité, ce qui menace davantage sa production de pétrole. La Chine profite de la situation et continue ses achats de pétrole « bon marché » en provenance du Venezuela et d'Iran, dont d'autres pays ne veulent pas du fait des sanctions. La demande de produit raffiné en Chine est croissante de +7,5% sur un an, au-dessus des attentes. L'évolution de la courbe des futures, aussi bien sur le Brent que sur le WTI (écart entre le prix à 1 mois et le prix à 6 mois), montre que les marchés physiques se resserrent, à savoir une certaine raréfaction de l'offre par rapport à la demande. A ce propos, le président Trump s'est fendu d'un nouveau tweet, demandant à l'**OPEP** d'augmenter sa production car les prix sont trop hauts. Alors que les dérogations sur les importations de brut iranien vont bientôt arriver à expiration, il est très improbable que l'OPEP répète l'erreur de l'été dernier (augmentation de la production avant le démarrage

des sanctions), mais il attendra sûrement la décision de l'administration américaine. Le Japon a quant à lui redémarré ses importations de pétrole iranien sur le mois de février. Celles-ci étaient interrompues sur la période Novembre-Janvier. L'importation de 76kb/j en Février (en baisse de 50% sur un an) se fait dans le cadre des dérogations et ne présage pas de la décision d'un prolongement. La Russie de son côté devrait atteindre sa réduction de production planifiée de 230kb/j d'ici la fin Mars. L'impact est davantage psychologique que physique.

Le cours de l'or a fait l'objet de prise de profit, -1,5% sur la journée du 28/03, et repassant ainsi sous les 1300\$/oz, largement influencé par le renforcement du dollar.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

Dans cet environnement dominé par les craintes sur le Brexit et un ralentissement économique, le segment du crédit s'est révélé assez résilient. Les indices Xover et Main ressortent ainsi assez stables, se resserrant de 1 point de base entre lundi et jeudi.

L'action et les titres **Swedbank** ont été sous pression, un rapport interne révélerait des manquements majeurs à ses obligations en matière de lutte contre le blanchiment d'argent. 135 milliards d'euros de transactions suspectes auraient transité entre 2008 et 2018 sur des comptes de non-résidents en Estonie, certains provenant de clients russes. Ce montant est beaucoup plus important que les 10 milliards d'euros évoqués précédemment. Par ailleurs, Swedbank n'aurait pas communiqué toutes les informations nécessaires aux autorités américaines dans le cadre du scandale des «Panama Papers». Jeudi, la CEO qui était précédemment en charge des activités dans les pays baltiques entre 2011 et 2014, a été démise de ses fonctions. Plusieurs enquêtes pourraient par la suite être ouvertes par les régulateurs concernés, et les agences de notation pourraient abaisser la note du groupe bancaire.

**Autodis** a publié des résultats 2018 décents, la croissance organique du CA est de 4.7% et l'EBITDA progresse de 8.5%. Hors **Oscaro**, qui a été intégré au dernier trimestre, l'EBITDA serait en hausse de 13.7% (perte d'EBITDA de 17 Millions d'euros sur l'année 2018 pour Oscaro). Le groupe se montre cependant confiant sur les perspectives d'avenir et confirme les objectifs sur Oscaro. **Burger King** publie de bons résultats 2018 avec un CA et EBITDA en hausse de 5.7% et 27.6% portés par les inaugurations de nouveaux restaurants. Il y a eu de nombreux flux vendeurs sur **Suedzucker**, les résultats sont en dessous des attentes avec un CA en baisse de 3% et un résultat d'exploitation qui chute de 94% par rapport à l'année précédente. En 2019, le producteur de sucre prévoit cependant un léger redressement de ses revenus à partir d'octobre. L'obligation hybride a particulièrement souffert, le coupon ne sera pas payé sur ce titre au vu de l'application de la clause de « cash-flow event » (suppression du coupon si le ratio « cash-flow/revenue » est inférieur à 5%). Les obligations **Tereos** ont aussi sous performé. Par ailleurs, selon la presse espagnole, un accord entre **LetterOne** et le syndicat bancaire de **Dia** pourrait être finalisé d'ici deux semaines. LetterOne attendrait, d'ici peu, un accord du régulateur espagnol au sujet de sa demande d'OPA sur le groupe.

**Altice Europe** a publié des résultats 2018 décevants, mais en ligne avec les objectifs du management et les chiffres du consensus. Le CA (14.1 milliards d'euros) et l'EBITDA (5,1 milliards d'euros) consolidés se contractent de -2.9% et de -8.9% respectivement, pour un taux de marge de 36.1% (-1,6%). Altice table sur un retour à la croissance en 2019, en particulier en France qui représente plus de 70% du CA du groupe, avec un objectif d'EBITDA très optimiste à 4.0-4.1 milliards d'euros, impliquant une hausse entre 6 et 8% sur

l'année. Par ailleurs, la direction reste focalisée sur le désendettement de la structure de capital à travers un programme de cession d'actifs ambitieux, et vise un niveau levier à 4.25x à horizon 24 mois contre 5.1x aujourd'hui. L'action et les obligations ont réagi positivement ce matin.

On note certains changements de notation par S&P cette semaine. L'agence a dégradé d'un cran les notations de **Carrefour** (Baa1/BBB) et **Auchan** (BBB) soulignant pour les deux groupes un degré de concurrence assez élevé sur leurs marchés et des plans de restructuration longs à implémenter. S&P a également dégradé la note de **Jaguar** de BB- à B+ sur la base de résultats décevants et de la pression concurrentielle accrue à laquelle le groupe fait face.

L'activité primaire était moins dynamique cette semaine. **UniCredit** a émis une obligation Tier 2 de coupon 7.296% à 15 ans pour \$1.25 Md. Côté assureur, **Swiss Re** a émis une Tier 2 à 30 ans de coupon 5% (1 milliard de dollars) et **Aegon** a émis une RT1 de coupon 5.625% pour 500 millions d'euros. Sur le high yield, la société **LeasePlan** (Baa1/BBB-) a émis 1,35 Milliard d'euros via son véhicule d'investissement Lincoln Financing (B1/BB-) en deux tranches à 5 ans : une souche fixe de 750 millions d'euros avec un coupon de 3,625% et une souche variable de 600 millions d'euros avec un coupon de Euribor3M + 3,875%.

## CONVERTIBLES

Le marché primaire est resté actif. **iQiyi**, la société chinoise de divertissement vidéo en ligne souvent surnommée le « Netflix de Chine », a annoncé l'émission d'obligations convertibles de premier rang pour un montant de 1,05 milliard de dollars (assorties d'un coupon de 2 % et d'une prime de conversion de 32,5 %). Le produit de l'opération sera investi dans des contenus originaux. Compte tenu de la concurrence féroce qui sévit sur le marché, la société affiche une importante érosion des capitaux et cette situation ne devrait guère s'améliorer d'ici à 2020.

En Asie, **Haier**, un fabricant d'appareils électroniques et électroménagers, a fait état d'un début d'année 2019 compliqué dû à l'intensification de la concurrence et à des difficultés opérationnelles, mais se dit optimiste quant à la contribution de la TVA, aux politiques gouvernementales et aux réductions des impôts sur la consommation.

Le promoteur immobilier **China Evergrande** a déclaré un chiffre d'affaires annuel inférieur aux attentes et prévoit une année 2019 difficile. Au vu de cette situation, l'entreprise pourrait être contrainte d'émettre davantage d'obligations à haut rendement cette année afin d'honorer ses engagements au cours des 12 à 24 prochains mois.

**Taiwan Cement** a progressé, ses bénéfices en hausse ayant dépassé les prévisions. Il se pourrait que le prix du ciment à court terme se trouve à un point d'inflexion. Les données semblent en effet refléter une demande structurelle saine qui devrait se traduire par une amélioration des résultats au second semestre 2019.

Aux États-Unis, **Dexcom** a subi une correction faisant suite aux commentaires négatifs d'une société d'investissement spécialisée dans la vente à découvert qui a émis des doutes quant à la solidité du modèle économique de l'entreprise. **Exact Sciences**, une entreprise d'analyse moléculaire de l'ADN, a dévissé au cours de la semaine, après l'opération de fusion-acquisition réalisée par un de ses concurrents voulant asseoir sa position dans le domaine des tests de dépistage du cancer.

Les producteurs d'acier européens ont enregistré de faibles performances (**Outokumpu**, **Severstal** et **Salzgitter**) au vu de l'avertissement sur résultats d'Osram pénalisée par la faiblesse du secteur automobile. Les entreprises sidérurgiques de l'Union européenne exposées au secteur du transport ont pour leur part été affectées par le sentiment négatif à l'égard de ce secteur.

**SGL** a publié ses résultats pour 2018, lesquels révèlent une accélération de la croissance de son chiffre d'affaires et de son EBITDA. L'entreprise qui a achevé sa restructuration à la fin de l'an dernier commence à en récolter les fruits. En outre, **Genfit**, une société pharmaceutique française spécialisée, a émis 6,15 millions de titres représentés par un certificat américain de dépôt d'actions étrangères à 20,32 dollars. Elle a par ailleurs réalisé un placement privé en dehors des États-Unis. Ces opérations ont permis à l'entreprise de collecter 135 millions de dollars qui seront consacrés au développement de son traitement de la maladie de NASH.

*Achévé de rédiger le 29/03/2019*

**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 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. 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 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.

**EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (SUISSE) S.A.**

8 rue de l'Arquebuse - Case postale 5441 - 1211 Genève 11  
T +41 58 201 75 40 - [contact-am-ch@edr.com](mailto:contact-am-ch@edr.com)  
ch.edram.com