



FLASH MARCHÉS : RETOUR DE L'AVERSION AU RISQUE

LE 3 AOUT 2018

Sur les marchés

Cette semaine, le dilemme des marchés s'est poursuivi avec une rechute consécutive à un mois de juillet marqué par une hausse de 3,1% du MSCI Monde.

Sur le front des bonnes nouvelles, soulignons :

- Les très bons résultats d'entreprises notamment aux Etats-Unis où près de 80% d'entre elles ont dépassé les attentes des analystes.
- L'emploi américain avec la publication mercredi du rapport ADP qui annonce 219.000 nouvelles embauches dans le secteur privé, contre 175.000 attendues et au plus haut depuis 6 mois.
- La croissance américaine évaluée à +4,11% au deuxième trimestre.
- En Europe, la croissance est attendue en plus forte hausse au second semestre qu'au premier, en particulier en France. D'ores et déjà, l'investissement des entreprises constitue l'un des principaux moteurs.

En revanche, côté négatif, il faut noter :

- L'inquiétude sur les tensions inflationnistes qui ont pesé sur les taux d'intérêt même si la raison principale réside dans la hausse du pétrole, aujourd'hui stabilisée.
- Et surtout l'incertitude permanente que fait peser le discours protectionniste de Donald Trump qui fragilise aujourd'hui la valorisation des marchés mais pourrait déstabiliser à terme la rentabilité des entreprises et la croissance mondiale.

Tous ces éléments nous conduisent à rester investis sur les marchés d'actions en préférant les actions américaines et celles de la zone euro à celles du reste du monde. Nous avons néanmoins des protections optionnelles partielles en dépit d'une valorisation attractive. Nous restons en revanche prudents sur les obligations notamment sur les obligations gouvernementales « Core Zone Euro ».

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Retour de l'aversion au risque sur les marchés européens en fin de semaine alors que l'imminence d'une guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis se concrétise.

Automobile et matières premières décrochent dans ce contexte, et l'indice allemand poursuit sa sous-performance, impacté par ailleurs par l'avertissement de **Siemens**. Milan souffre également alors que le spread italien s'est écarté après une première réunion budgétaire compliquée entre la Lega et le M5S.



Les *utilities* et les groupes endettés sont sanctionnés. **Enel** décroche ainsi après des ventes décevantes au titre du premier semestre et une dégradation à « neutre » par une banque américaine.

Les publications de résultats du deuxième trimestre se poursuivent, démontrant une accélération de la croissance organique qui s'établit au-delà des +5% réalisée au premier trimestre. L'accélération est notamment visible sur les cycliques industrielles et se confirme au sein de l'aéronautique et de la technologie. L'effet de levier opérationnel reste néanmoins limité sous l'impact négatif des effets de change et de la hausse des coûts matières premières, en particulier pour les secteurs cycliques traditionnels.

Les publications des financières sont mitigées. Si **Société Générale** déçoit sur ses perspectives sur la banque de détail en France (25% du résultat opérationnel), **Crédit Agricole** affiche des résultats solides et est sur le chemin d'une révision positive de ses perspectives pour 2019. Le constat est similaire pour **Natixis**. En Italie, **Intesa Sanpaolo** corrige suite à des revenus jugés décevants au titre du premier semestre, et l'impact de l'écartement des spreads sur son ratio CET1. Les banques italiennes en pâtissent. **Axa** affiche un résultat solide avec une progression de +4% de son résultat opérationnel et confirme la réduction de son endettement en tant que priorité.

Du côté des corrections, notons celle d'**Heineken** qui a lancé un avertissement sur sa marge, celle d'**Altice Europe** alors que les promotions faites pour regagner des abonnés plombent les ARPU (revenus par abonnés) ou encore de **Ferrari** alors que le nouveau CEO jugeait « ambitieux » les plans de Sergio Marchionne.

Le marché a en revanche salué plusieurs annonces. **Leonardo** a bondi après une publication qui pourrait marquer un point bas sur la division hélicoptères, grâce notamment à un contrat de 3 milliards d'euros avec le Qatar. **Rexel** a confirmé ses guidances et a dévoilé des résultats supérieurs aux attentes.

Lufthansa s'est déclarée plus optimiste quant aux revenus unitaires pour le second semestre. Enfin, **Vivendi** a annoncé un gros rachat d'actions dans un futur proche.

▶ ACTIONS AMÉRICAINES

Les indices américains ont reculé au cours des cinq dernières séances. Les secteurs de l'énergie et de la technologie affichent les plus fortes baisses. Seuls les secteurs défensifs (santé, télécoms, consommation de base) sont dans le vert.

Comme attendu, la Réserve Fédérale a maintenu ses taux directeurs inchangés et a qualifié la croissance américaine de « forte », comme en attestent la publication de la croissance du PIB pour le 2^{ème} trimestre à 4,1% en rythme annualisé et les dépenses des consommateurs bien orientées.

Les publications trimestrielles se poursuivent et nous retiendrons les bons chiffres d'**Apple**, tirés par la hausse des prix des iPhones, permettant à la société de progresser de +2,9%. Apple est ainsi devenue la première société cotée à dépasser 1000 milliards de dollars de capitalisation boursière. D'autres valeurs de la technologie ont été plus chahutées à l'instar de **Twitter**, **TripAdvisor** ou d'**Akamai** (respectivement -22%, -15% et -8% au cours de la semaine). Le secteur de la santé a bénéficié de publications de bonne qualité du laboratoire pharmaceutique **Pfizer**, de la biotech **Regeneron** ou encore **Illumina**, fabricant d'équipement de séquençage génomique.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Lors de la réunion de son comité de politique monétaire le 31 juillet, la Banque du Japon a décidé de poursuivre l'assouplissement monétaire en cours. Dans son communiqué, elle a indiqué qu'elle visait toujours une inflation des prix à la consommation de 2%. Pour ce faire, la BoJ s'est donnée davantage de flexibilité dans le choix des outils de politique monétaire.



Le gouverneur Haruhiko Kuroda a annoncé que la BoJ permettrait aux rendements obligataires à plus long terme de fluctuer jusqu'à 0,2% au maximum. En outre, dans le cadre de son programme d'achat de parts d'ETF doté de 6 000 milliards JPY, la BoJ portera la pondération des ETF sur le Topix à 87%, contre 75% à l'heure actuelle. La part des trackers sur l'indice Nikkei 225 sera ramenée de 23 à 12%.

Avant la réunion de la BoJ, les participants au marché étaient sur la réserve dans l'attente d'une possible inflexion de sa politique actuelle. Au final, aucun changement significatif n'est intervenu, ce qui était attendu. Le marché actions japonais a rebondi dans le sillage du communiqué de la BoJ avant de repartir à la baisse après les déclarations de Donald Trump, qui suggèrent une escalade dans le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. L'indice TOPIX a achevé la semaine en baisse de 1,33%.

Les secteurs du papier et pâte à papier (+4,03%) et de la sidérurgie (+2,77%) ont surperformé le marché. Le sidérurgiste **JFE Holdings** s'est adjugé 10,23% après la publication de résultats satisfaisants grâce à la hausse de ses prix de vente. Les secteurs de la banque et de l'assurance ont également surperformé grâce à la hausse des rendements obligataires.

En revanche, le secteur du transport aérien (-5,14%) a été moribond en raison de la tendance haussière des cours du pétrole et le secteur autres activités financières (-5,01%) a sous-performé en raison du repli d'**ORIX** (-7,70%). Ligne par ligne, le groupe agroalimentaire **Ajinomoto** a cédé 10,57% après avoir publié des résultats décevants.

En ce moment, les investisseurs sont concentrés sur les résultats du premier trimestre (avril à juin) qui restent généralement orientés à la hausse. Toutefois, les entreprises ne sont guère enclines à relever leurs objectifs pour l'ensemble de l'exercice 2018 en raison de l'issue incertaine de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine.

▶ MARCHES EMERGENTS

L'escalade du conflit commercial entre la Chine et les États-Unis a pesé sur la performance des marchés émergents : Donald Trump a proposé une hausse des droits de douane à 25% sur les 200 milliards de dollars de marchandises chinoises contre 10% annoncés précédemment. Le gouvernement américain a aussi officialisé l'interdiction d'utiliser les produits High-Tech chinois (y compris les caméras de surveillance de **Hikvision** et **Dahua**) par le service public. La dépréciation du Yuan s'est poursuivie sans intervention du gouvernement chinois : -88bp versus USD cette semaine. L'indice PMI manufacturier au mois de juillet est de 51,2 versus 51,5 en juin, légèrement en-dessous des attentes à 51,3.

Le Politburo chinois a réaffirmé la priorité de la stabilisation de l'économie : le désendettement devrait se poursuivre avec les soutiens nécessaires de financement aux projets d'infrastructure existants. Les résultats des sociétés chinoises restent encourageants : +31% pour **Baidu** et une estimation de croissance de 23%-30% du chiffre d'affaires au troisième trimestre 2018. Cependant, le titre a été pénalisé par la rumeur (improbable) d'une rentrée de **Google** sur le marché chinois avec un moteur de recherche. **iQiyi**, société de streaming, a réduit ses pertes opérationnelles grâce à une croissance de 75% de ses abonnés et +51% de croissance de son chiffre d'affaires. **Moutai** a publié une croissance de 40% de profit pour le 1er semestre.

A Taiwan, la croissance du PIB a atteint +3,29% au deuxième trimestre 2018, mais la banque centrale reste prudente avec une estimation de +2,3% pour la deuxième partie de l'année. **Chroma ATE** a publié de très bons résultats : +89% de chiffre d'affaires et +98% de bénéfices, largement portés par sa filiale spécialisée dans l'automatisation de l'assemblage modulaire (MAS). Malgré une baisse de son chiffre d'affaires de 4% avec un repli du chiffre d'affaires sur les smartphones de 9%, les résultats opérationnels de **Samsung Electronics** sont en hausse de 6%, portés par les excellentes ventes de mémoires (+25%).



Le résultat brut opérationnel de Samsung SDI a bondi de 153%. Malheureusement, l'activité écran a fait chuté le résultat net de la société. Les résultats d'**Hankook Tire** ne progressent pas et ressortent en-dessous des attentes. Avec une progression de 74% de son résultat opérationnel, **Mediatek** publie au-dessus des attentes mais revoit à la baisse ses prévisions de ventes à cause de la baisse des ventes de smartphones. La *Reserve Bank of India* a augmenté son taux directeur de 25 points de base (à 6,5) pour faire face à la remontée de l'inflation qu'elle anticipe à 4,8%. Les sociétés de consommation courante indiennes continuent de publier de solides résultats : **Dabur** +25%, **Emami** +41%, **Avenue Supermarts** +43%.

Tel n'est pas le cas d'**ICICI Bank** qui a publié une perte avec un taux brut de créances douteuses choquant à 8,8% ! **Tata Motors** a dévoilé des chiffres inférieurs aux attentes avec un EBITDA en hausse de 10%, pénalisés par la faible performance de Jaguar Land Rover. En Indonésie, la croissance annualisée des résultats de **Matahari**, comme pour **Unilever**, est nulle. Aux Philippines, **Banco de Oro** a publié des résultats inférieurs aux attentes (-1,5%). Au Brésil, la production industrielle rebondit de 3,5% sur 12 mois glissants. Les banques centrales brésilienne et mexicaine ont décidé de laisser leur taux inchangés. Au Brésil, **Ultrapar** a publié de mauvais résultats, en baisse de 6,4%. Si l'on exclut l'impact de l'incident sur le prototype KC 390, l'EBIT d'**Embraer** est meilleur qu'anticipé mais malgré tout en baisse de 34%. **Bancolombia** a publié des résultats décevants, en baisse de 9% avec une faible croissance des prêts. Au Mexique, la croissance annuelle de l'EBITDA de **Femsa** est nulle.

▶ MATIERES PREMIERES

L'indice LME des métaux non-ferreux avait enregistré un rebond la semaine dernière suite aux mesures de relance du gouvernement chinois (hausse des dépenses d'infrastructures, assouplissement monétaire), afin de limiter l'impact de la hausse des barrières douanières. L'indice a corrigé cette semaine et est revenu au point de départ, à savoir un point bas depuis juillet 2017.

La raison de ce retournement est liée à la menace de l'administration américaine de faire passer les droits de douanes à 25% contre 10% initialement prévu sur 200 milliards de dollars de produits importés de Chine. Cet environnement est peu propice au secteur des matières premières et se traduit par une baisse du PMI manufacturier au niveau global, mesuré pour juillet à 53,4 contre 54,1 le mois précédent, un point bas également depuis juillet 2017. En Chine, le PMI manufacturier officiel passe de 51,5 à 51,2.

Les prix du **pétrole** s'inscrivent également en légère baisse, impactés en partie par une hausse des stocks hebdomadaires de brut aux Etats-Unis. Comme annoncé lors de sa réunion de fin juin, l'OPEP a augmenté sa production pour revenir à un niveau plus proche des quotas. Selon les estimations de Bloomberg, l'organisation a produit 32,6Mb/j en juillet, une hausse de 300kb/j, provenant principalement de l'Arabie Saoudite. A 10,65Mb/j, en hausse de 230kb/j, le royaume est sur des niveaux record de production. Des hausses de production en Irak et au Nigéria permettent également de compenser les baisses au Venezuela, en Libye et en Iran. Le taux de respect des quotas est maintenant à 104%.

De son côté, la Russie a produit 11,21Mb/j, une hausse mensuelle de 140kb/j. La question reste cependant sur l'amplitude de la baisse des exportations iraniennes à compter du 1er novembre. L'anticipation reste très difficile au regard des menaces de Trump contre l'Iran une semaine, et sa proposition la semaine suivante de rencontrer le président Rohani sans préconditions. Une proposition rejetée par l'Iran. Par ailleurs, la production de pétrole américaine est ressortie en baisse de 30kb/j en mai à 10,44Mb/j, impactée par des opérations de maintenance dans le Golfe du Mexique. Si cette maintenance est temporaire, les chiffres des prochains mois devraient, quant à eux, être pénalisés par les contraintes de *pipeline* dans le Permian. La baisse d'activité a conduit certaines sociétés de services pétroliers, et notamment **Halliburton**, à revoir à la baisse leurs perspectives.



▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Après avoir ouvert en baisse, le marché est reparti à la hausse mardi, porté par d'éventuelles discussions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. Cependant, l'annonce, dès mercredi, par les Etats-Unis, d'une hausse des droits de douane sur les produits chinois à 25% contre 10% précédemment, a entraîné un revirement de tendance et les spreads se sont de nouveau écartés (+10 points de base pour l'indice Xover entre mercredi et jeudi). Ce mouvement de baisse s'est accéléré jeudi, suite au retour des craintes sur la situation politique italienne.

Il y a eu de nombreuses publications de résultats cette semaine. **Nyrstar** (B3/B-), opérant dans le secteur des métaux, a annoncé un CA et EBITDA en hausse de 7% et 8% respectivement et prévoit de racheter par anticipation ses obligations de maturité 2019 (forte hausse d'environ 5 points suite à l'annonce). De la même façon, **Huntsman** (Ba1/BB+), qui fabrique et distribue des produits chimiques, a publié un CA et EBITDA qui augmentent de 17% et 38,8% respectivement sur un an. Au sein du secteur télécom, **Telenet** (Ba3/BB-), opérateur belge, affiche des résultats supérieurs au consensus (+2% pour le CA) avec une meilleure conquête des clients et va verser un dividende exceptionnel à ses actionnaires. **Altice** (B1/B) a annoncé des résultats en baisse (-4,8% pour le CA d'Altice Europe) mais conformes aux attentes, tandis que **Wind Tre** déçoit avec un CA et EBITDA qui chutent de 10,1% et 4,3%. Enfin, des résultats satisfaisants pour **EDP**, fournisseur d'énergie au Portugal (progression de 3% pour l'EBITDA) et **Thomas Cook** (B1/B+), réseau d'agences de voyage (CA en hausse de 10% mais marge brute en baisse de 3%).

Coté primaire, **Nexans** (BB), présent dans l'industrie du câble, a émis pour 325 millions d'euros à 5 ans avec un coupon de 3.75%. **Wizink** (B+), qui offre des services financiers en ligne, a émis pour 515 millions d'euros à 5 ans sous forme de PIK Toggle Note de coupon 6.5%.

CONVERTIBLES

Sur le front des publications de résultats en Europe, **Qiagen** a fait état d'un très bon deuxième trimestre marqué par une progression de sa marge d'EBIT de 160 points de base et des ventes de Quantiferon en hausse de 20%. **Inmarsat** a annoncé un chiffre d'affaires de 339 millions de dollars au deuxième trimestre, en hausse de 6% sur un an. Le chiffre d'affaires réalisé auprès de ses clients gouvernementaux a augmenté tandis que celui tiré du segment maritime a stagné par rapport au premier trimestre. **Fresenius** a enregistré de solides résultats trimestriels tirés par Kabi (médicaments injectables génériques), supérieurs de 7% aux attentes. L'objectif d'EBIT pour l'ensemble de l'exercice a été relevé de 4 points de pourcentage.

Aux États-Unis, **Illumina** a relevé sa prévision de chiffre d'affaires annuel de 20% grâce à une demande plus forte pour NovaSeq. Le titre a grimpé de 12% dans la foulée. **Tesla** a publié des résultats trimestriels meilleurs que prévu, avec une marge brute de 21% et une consommation de trésorerie de 739 millions de dollars, plus faible que redouté. Le titre a bondi de 16% dans la foulée. **Biomarin** a annoncé un chiffre d'affaires de 373 millions d'euros au deuxième trimestre et a annoncé viser un chiffre d'affaires de 2 milliards de dollars à l'horizon 2020. L'entreprise a livré des commentaires assez rassurants sur le lancement de son traitement contre les maladies génétiques Palynziq, qui a obtenu récemment son autorisation de mise sur le marché.

Au Japon, **Sony** a réservé une bonne surprise aux investisseurs en relevant sa prévision de chiffre d'affaires annuel de 4%, à 8 600 milliards JPY. À noter également que sa division PlayStation a multiplié son bénéfice d'exploitation par cinq.

Achévé de rédiger le 03/08/2018



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