



FLASH MARCHÉS : LA CONFUSION RÈGNE

LE 10 AOUT 2018

Sur les marchés

La confusion règne sur les marchés qui n'arrivent pas à choisir entre les bonnes nouvelles sur la croissance économique, les résultats des entreprises, l'environnement financier et les RISQUES. C'est en effet le regain de perception du risque depuis le début de l'année qui empêche les marchés de progresser.

Il faut dire qu'aux craintes traditionnelles sur l'évolution des taux d'intérêt ou le prix du pétrole s'est ajouté le risque géopolitique pesant sur le commerce mondial, aux conséquences difficiles à quantifier par les experts.

Il est vain de nier l'existence de ce risque, tant les foyers de tension se multiplient. Cette semaine, les relations entre les Etats-Unis, la Chine, la Russie, l'Iran et la Turquie se sont à nouveau tendues. Par ailleurs, le conflit entre le Canada et l'Arabie Saoudite prend un tour inattendu. Mais précisément, cette perception du risque est déjà historiquement élevée et s'est traduite par une baisse inhabituelle du niveau de valorisation des marchés d'actions à ce stade du cycle.

La croissance économique est attendue en accélération au second semestre partout dans le monde. Ceci nous conduit à rester surpondérés en actions américaines et de la zone euro tout en ayant des protections optionnelles partielles.

▶ ACTIONS EUROPEENNES

Les publications du deuxième trimestre s'achèvent en Europe avec notamment les financières. L'accélération de la croissance organique est confirmée, mais la croissance des bénéfices reste en ligne, sans réelle révision à la hausse, en particulier compte tenu de l'effet négatif du change. L'euro touche un point bas annuel face au dollar, alors que la faiblesse persistante de la livre turque et la situation précaire du pays soulèvent des craintes de la part de la BCE sur l'exposition en particulier de trois banques européennes (**BBVA**, **UniCredit**, **BNP**).

Les assureurs affichent des résultats plus solides que les valeurs bancaires, dont les ratios de solvabilité cessent globalement leur amélioration tandis que l'investissement dans le digital continue de peser.

Si les banques italiennes sont impactées par le contexte politique instable et l'écartement des spreads, **UniCredit** a néanmoins affiché des résultats trimestriels positifs, surpassant les attentes concernant les bénéfices nets. Elle tient ses objectifs et poursuit sa restructuration avec l'amélioration de la qualité de ses actifs. **Commerzbank**, le deuxième groupe bancaire allemand, a affirmé avoir renoué avec les bénéfices plus franchement que prévu au deuxième trimestre. Mais la banque, qui poursuit sa transformation, a revu légèrement à la hausse son objectif de charges pour l'année, tout en restant convaincue qu'elle pourra de nouveau distribuer un dividende. Elle prévoit la réduction de ses coûts d'au moins 200 millions d'euros d'ici à 2020, après avoir cédé son pôle Dérivés et gestion d'actifs à la **Société Générale** en juillet dernier.



HSBC a présenté des résultats conformes aux attentes et soutenus par les activités de la banque en Asie, avec un profit en hausse de 2,5% par rapport au premier semestre 2017. La direction avait présenté un plan à horizon 2020, prévoyant un investissement de 15 à 17 milliards de dollars, notamment dans la technologie et les principaux marchés de la banque en Asie, Chine en tête. Le groupe renoue ainsi avec une stratégie d'expansion après des années de compression des coûts. Notons aussi la très bonne publication d'**ABN Amro** avec une belle perspective de retour à l'actionnaire.

Par ailleurs, les publications de **Deutsche Telekom** et **Ahold Delhaize** ont confirmé une tendance plutôt atone sur la *top line* dans les secteurs de la distribution alimentaire et des télécoms. **Novo Nordisk** a déçu sur sa *guidance* 2019 et la dynamique prix, mais la croissance organique au deuxième trimestre demeure robuste pour le secteur de la santé dans l'ensemble.

Atos a subi une forte baisse après une note d'analyste mettant en cause la façon de calculer le *free cash flow*. Enfin, **Adidas** a fortement grimpé, réitérant sa *guidance* annuelle et soulageant les investisseurs tant sur la croissance organique que sur l'EBIT.

▶ ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés actions américains ont continué leur progression au cours d'une semaine relativement calme sur le plan domestique. On notera au cours de la semaine la publication de chiffres de l'inflation (côté prix à la production) en ligne avec les attentes. La saison de publications de résultats se poursuit et reste dans l'ensemble particulièrement robuste. 84% des sociétés ont publié leurs résultats et le chiffre d'affaires est en agrégé en progression de 9% tandis que les profits sont en hausse de plus de 10% dans la quasi-totalité des secteurs hormis l'immobilier. Le chiffre de 25% de croissance des bénéfices pour le S&P500 est fortement influencé par le secteur de l'énergie (+120%) et la réforme fiscale doit donc être relativisée.

L'actualité des entreprises fut marquée par le tweet d'Elon Musk sur le retrait potentiel de la cote de **Tesla**.

Nous avons quelques réserves sur la faisabilité d'une telle opération financière. Les emportements du dirigeant charismatique se multiplient et il est possible que ce tweet en soit un et risque de déclencher une enquête de la SEC, la Security & Exchange Commission, le gendarme de la Bourse américain. Le secteur de la technologie s'est quant à lui fortement repris après le trou d'air des dernières semaines et des valeurs comme **Amazon** côtoient de nouveau leurs plus hauts niveaux historiques.

Au cours des cinq derniers jours, les secteurs des télécommunications et de la consommation discrétionnaire signent les plus fortes hausses. La consommation de base et l'énergie enregistrent un recul significatif.

▶ ACTIONS JAPONAISES

Le marché actions japonais a fait du surplace cette semaine, avec un faible volume de transactions. L'indice TOPIX a fini en légère baisse (-0,14%). L'escalade des frictions commerciales entre les États-Unis et la Chine a encore miné le moral des investisseurs.

Après le léger ajustement de la politique monétaire de la Banque du Japon à la fin juillet, les valeurs financières qui avaient surperformé la semaine dernière ont sous-performé cette semaine. L'attention des marchés était concentrée sur la saison de publications des résultats trimestriels pour la période avril/juin, qui bat désormais son plein.

Le secteur information et communication a été le plus performant (+4,75%), porté par les titres **SoftBank Group** et **NTT Group**. **SoftBank Group** a vu son cours bondir de 13,63% après avoir annoncé un bénéfice record grâce à la belle performance de son fonds d'investissement stratégique doté de 10.000 milliards de yens. **NTT DOCOMO** et **NTT** se sont adjugés respectivement 5,01% et 4,27% à la faveur d'informations faisant état d'une restructuration de leurs activités. Par ailleurs, **Rakuten** (+4,49%) et **Keyence** (+6,88%) ont été portés par la solide croissance de leurs bénéfices.



En revanche, les secteurs de la construction (-4,06%), du textile et de l'habillement (-2,73%) et de l'alimentation (-2,70%) ont sous-performé. **Daiwa House Industry** a cédé 7,15% et le brasseur **KIRIN Holdings** a vu son cours de Bourse baisser de 7,23% en raison de ses résultats décevants.

▶ MARCHES EMERGENTS

La **People's Bank of China** (PBoC) a annoncé son intention d'imposer un dépôt de 20% sur la négociation de contrats de change à terme devant l'affaiblissement continu de la devise locale : ne serait-ce que cette semaine, 40 points de base de dépréciation supplémentaire par rapport au dollar. L'investissement des Chemins de fer Chinois se montera à 800 milliards de renminbi - RMB (contre 732 milliards auparavant) en 2018 en soutien de la croissance intérieure. En outre, les autorités financières chinoises ont également annoncé leur intention de promouvoir un développement stable et sain des marchés de capitaux, de nouvelles mesures d'ouverture étant prévues prochainement.

L'excédent du compte courant du deuxième trimestre était de 5,8 milliards de dollars ; les réserves de change du mois de juillet se sont établies à 3118 milliards, soit un peu plus que le consensus de juin et du marché. La Chine bénéficie toujours d'une croissance de ses exportations de 12,2% en glissement annuel et des importations de 27,3%, tandis que la balance commerciale a baissé à 176 milliards de yuans contre 262 milliards en juin. L'IPC de juillet a légèrement progressé de 2,1% alors que le PPI restait à +4,6%.

Les sociétés Internet ont continué à publier de bons résultats : **Weibo** a enregistré une croissance du chiffre d'affaires de 68% en glissement annuel au deuxième trimestre 2018 et une croissance du bénéfice net de 80% en glissement annuel, dépassant les estimations. **Hengrui Medecine** a dévoilé une augmentation de 22% du chiffre d'affaires et une progression de 21% de son bénéfice au premier semestre 2018, en amélioration par rapport aux +17% du premier trimestre 2018.

Le fabricant indien de biscuits **Britannia Industries** a communiqué son chiffre d'affaires et son bénéfice pour le premier trimestre de l'exercice 2019 : la croissance des revenus / EBITDA / profit after tax s'affiche à 14%/19%/20% en glissement annuel grâce à la croissance du volume intérieur. **Eicher Motor** a enregistré une croissance de son EBITDA de 30%, supérieure à ses prévisions, au premier trimestre de l'exercice 2019. L'opérateur de commerces de proximité thaïlandais **CPALL** a enregistré une croissance de son bénéfice net de 3% en glissement annuel au deuxième trimestre 2018, inférieur au premier trimestre 2018, en raison de la hausse des dépenses de personnel et de services.

En Amérique latine, **Meli** a enregistré une forte croissance de la valeur brute de la marchandise (hausse de 53% en glissement annuel). Au Brésil, elle a progressé de 44%, loin devant les +12% du marché, malgré un manque estimé à 12 points du fait de la grève et de la Coupe du monde. Au Brésil, les résultats de **BVM&F** (opérateur boursier) sont solides dans l'ensemble, affichant une croissance de 28% en glissement annuel. La marge d'EBITDA de 76% est en hausse d'environ 690 points de base en glissement annuel. Les bénéfices récurrents de **Banco do Brasil** ont augmenté de 22% en glissement annuel et de 7% en glissement trimestriel, à 3,24 milliards de dollars, soit 3% de plus que nos prévisions et le consensus du marché. Le rendement des capitaux propres s'est amélioré de 1% en glissement annuel et de 0,6% d'un trimestre à l'autre, à 12,7%. La qualité des actifs s'est également améliorée.

48% des entreprises ayant déjà publié des chiffres au titre du deuxième trimestre ont annoncé des résultats meilleurs que prévu, tandis que 16% ont affiché des résultats plus faibles que prévu. L'amélioration des marges d'exploitation (avec des sociétés davantage sensibilisées au contrôle des coûts), une reprise (enfin) de la croissance des ventes et de meilleurs résultats financiers (stimulés par la baisse des taux d'intérêt et le désendettement) expliquent la tendance.

Au Pérou, le résultat net de **Credicorp** est inférieur de 5% aux attentes, en raison de la baisse des profits de trading.



Sans tenir compte de ces pertes, les gains d'exploitation auraient augmenté de 19% en glissement annuel. Les prêts, frais et la marge nette d'intérêts ont augmenté d'un trimestre à l'autre. De plus, la direction a révisé à la hausse les prévisions pour 2018 en raison de la croissance plus élevée des prêts et de la réduction du coût du risque.

En Russie, les marchés des changes, des obligations et des actions ont été sous pression cette semaine suite à l'introduction d'un nouveau projet de loi (Defending American Security from Kremlin Aggression Act) au Sénat américain. Par ailleurs, mercredi, le département d'Etat américain a annoncé qu'il imposerait des sanctions à la Russie en vertu de la loi sur le contrôle des armes chimiques et biologiques et l'élimination de la guerre qui entrera en vigueur le 22 août. Le rouble russe a corrigé, en baisse d'environ 5% par rapport au dollar.

▶ MATIERES PREMIERES

Avec le risque que représente la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine sur la croissance globale, il est rassurant de constater que l'activité en Chine reste pour le moment soutenue, portée par une demande intérieure et extérieure satisfaisante. Les derniers chiffres de commerce extérieur sur les matières premières montrent en effet une poursuite de l'augmentation des importations de **minerai de fer** (+4% sur 1 an, +5% sur 1 mois, -1% depuis le début de l'année), de **cuivre** (+16%, -2% et +16% respectivement) et de **pétrole** (+3,6% sur 1 an, +1,4% sur 1 mois).

Les autorités chinoises sont par ailleurs actives pour continuer à stimuler leur économie, non pas via un grand ensemble de mesures comme par le passé mais de façon plus ciblée, comme l'augmentation des dépenses d'infrastructure sur le rail ou en augmentant la liquidité. Pour rappel, dans le cadre de son opération « Ciel bleu », la Chine prévoit de fermer à nouveau une partie significative de ses capacités de production pendant la période hivernale, la rendant davantage dépendante de ses importations.

Une épée de Damoclès pèse toujours sur le marché du cuivre : les mines chiliennes d'Escondida, Chuquicamata, El Teniente and Caserones (2,2 millions de tonnes soit 11% de la capacité mondiale) sont à risque d'interruption de production alors que leurs salariés sont toujours en période de négociations salariales.

En réponse à la hausse des droits de douane, de 10 à 25% sur 200 milliards de dollars de produits, annoncée par l'administration américaine la semaine dernière, l'administration chinoise a annoncé une liste de 16 milliards de dollars de produits importés taxés à 25%. Le pétrole brut a été exclu de cette liste. La Chine importe environ 400.000 barils par jour de pétrole brut américain contre 700.000 barils par jour en provenance d'Iran. Les produits pétroliers (essences, gasoils...) ont été inclus, faisant craindre une baisse de la demande en Chine. Il faut cependant noter que le pays est exportateur net de produits pétroliers.

L'environnement anxieux, combiné à des données hebdomadaires de mouvements des stocks de pétrole aux Etats-Unis moins bons qu'attendu (moindre baisse des stocks de pétrole, hausse des stocks de produits), ont entraîné une baisse des cours du pétrole (entre -2 et -3%), tout en restant au-dessus des 70 dollars le baril pour le Brent, que nous estimons être le bas de la fourchette (70-80\$/b). A noter par ailleurs que l'agence américaine sur l'énergie (EIA) a revu ses attentes de croissance de la production de pétrole américaine à la baisse pour 2018 (10,7Mb/j contre 10,79Mb/j précédemment attendu et à comparer à 9,4Mb/j en 2017) et 2019 (11,7Mb/j contre 10,8Mb/j précédemment attendu).

▶ DETTES D'ENTREPRISES

CREDIT

Le marché a été assez calme cette semaine, avec de faibles volumes dus à la période estivale. Les quelques flux acheteurs ont cependant contribué à un léger resserrement des spreads entre lundi et mercredi (-5 points de base pour l'indice Xover) malgré de nouvelles incertitudes autour du Brexit.



Jeudi, la tendance s'est inversée face à la hausse des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. Ce mouvement à la baisse s'est accéléré vendredi, notamment sur le segment des financières ; selon le FT, la BCE s'inquiéterait de l'exposition de certaines banques à la Turquie (**BBVA**, **UniCredit** et **BNP Paribas** sont particulièrement concernées).

Les actions et les obligations **Casino/Rallye** ont particulièrement souffert cette semaine, suite à la note du bureau d'étude Bernstein qui a fortement abaissé son objectif de cours évoquant notamment l'impact négatif des relations de Casino avec ses franchisés français. Casino a par la suite réfuté l'impact de ces opérations sur son cash-flow.

Les obligations de l'émetteur **New Look** (Ca/CCC), détaillant mondial en habillement, ont enregistré une forte hausse suite à la publication de résultats en amélioration (baisse du chiffre d'affaires de 2,7% mais l'EBITDA progresse de 1,5% grâce aux économies de coûts). Au sein du secteur télécom, **SoftBank** (Ba1/BB+), opérateur japonais, a publié de bons résultats (chiffre d'affaires et EBITDA en hausse de 4% et 2,8%) tandis que **UPC Holdings** a déçu le marché avec un chiffre d'affaires et un EBITDA qui chutent de 6,9% et 14,8% du fait de la pression concurrentielle en Suisse. **Schaeffler** (Baa3/BB+), fabricant de composants automobiles et industriels, affiche des résultats satisfaisants. Le chiffre d'affaires et l'EBITDA s'améliorent de 2,1% et 2,6% mais subissent des effets de change négatifs. Enfin, le *profit warning* de **AP Moller-Maersk** (Baa2/BBB) consistant en une baisse des prévisions 2018 face à l'inflation du prix du carburant et à la baisse des taux de fret n'a que peu impacté les spreads de **CMA CGM** et **Hapag Lloyd**. Hapag Lloyd a publié un chiffre d'affaires et un EBITDA en hausse mais gonflés par la fusion avec **UASC**. Le résultat net s'affiche à -110 millions d'euros.

CONVERTIBLES

L'activité est assez atone sur le marché des obligations convertibles alors que la saison des résultats et les vacances d'été battent leur plein. Sur le marché primaire, nous avons souscrit à une seule émission :

celle de l'éditeur de logiciels **Rapid7**, qui a placé pour 200 millions de dollars de titres à 5 ans assortis d'un coupon de 1,25%. Cette émission est affectée au fonds de roulement et aux besoins généraux de l'entreprise.

Dans le reste de l'actualité, en Europe, le groupe de chimie industrielle allemand **Brenntag** a annoncé une progression de son chiffre d'affaires de 12,2% sur un an, à 3,2 milliards d'euros (légèrement supérieure à la prévision du consensus) grâce à la contribution de ses trois principaux marchés (Amérique du Nord, Asie Pacifique et UE) et de toutes les principales branches industrielles. Le groupe suisse **Glencore** (exploitation minière et négoce de matières premières) a enregistré un premier semestre 2018 historiquement bon, avec une progression de 23% de son EBITDA, à 8,3 milliards de dollars (toutefois inférieure à la prévision du consensus) et un assainissement de son bilan (dette nette réduite de 16% par rapport à la fin 2017).

Aux États-Unis, Elon Musk a indiqué sur Twitter qu'il envisageait de retirer Tesla de la cote sur une base de 420 dollars par action. Le constructeur de voitures électriques a vu son cours de Bourse bondir de 10%. Auparavant, le *Financial Times* avait indiqué que le fonds souverain d'Arabie saoudite avait pris une participation de 2 milliards de dollars au capital de Tesla. Le titre a terminé la semaine à 352 dollars, avec une progression de 1,23% au cours des cinq dernières séances.

Enfin, en Asie, le promoteur immobilier **China Evergrande Group** a vu son cours de Bourse bondir de 36% après avoir indiqué tabler sur un accroissement de son bénéfice net après impôts de plus de 125%. Par ailleurs, il a annoncé qu'il envisageait de verser un dividende spécial de 50% sur les bénéfices distribuables accumulés depuis 2016. Au Japon, **Kansai Paint** a déçu les investisseurs en faisant état d'une diminution de son bénéfice récurrent de 14% en glissement annuel, à 9,3 milliards de yens, imputable à la hausse des coûts de ses intrants. Le titre a cédé 5%.

Achévé de rédiger le 10/08/2018



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