



---

# FLASH MARCHÉS : DEMARRAGE ENCOURAGEANT DE LA SAISON DES RESULTATS

---

LE 20 JUILLET 2018

## Sur les marchés

La période de publication des résultats a débuté et se déroule pour l'heure globalement très bien mais il faudra attendre la fin de la semaine prochaine pour avoir un recul plus circonstancié. Dans ce contexte, les dernières statistiques économiques :

- ont confirmé la poursuite de la reprise américaine et le maintien d'une croissance chinoise à bon rythme,
- ont manqué d'informations majeures permettant de confirmer ou d'infirmer la poursuite du ralentissement européen.

Cela étant, le tassement rapide de la dynamique du crédit en Chine pose question à l'heure où la faiblesse du Yuan se poursuit. Dans la mesure où cette dernière se manifeste avec l'aval implicite ou explicite des autorités, les analystes s'interrogent sur le sens à accorder à ce mouvement, d'autant plus que la banque centrale chinoise multiplie les mesures techniques d'assouplissement de la politique monétaire. S'agit-il de se prémunir contre le risque de ralentissement orchestré par la politique de stabilisation financière visant à rentrer dans le rang le *shadow banking* et/ou celui lié à la mise en place de la remontée des droits de douane aux Etats-Unis ?

Ou alors s'agit-il d'un message à destination de la Maison Blanche indiquant que la Chine n'hésiterait pas à déprécier sa devise en cas de montée du protectionnisme ? Nous doutons fortement du fait que la Chine utilise sa devise comme outil dans les négociations commerciales. En effet, la Chine vient d'ouvrir son marché obligataire aux non-résidents et a besoin de ces capitaux, il lui est donc difficile de décourager ces nouveaux investisseurs avec des pertes sur les changes. Ensuite, la précédente dépréciation du yuan s'était accompagnée de sorties massives de capitaux qui avait inquiété les autorités, alors pourquoi courir à nouveau ce risque ? En tout état de cause, la baisse du yuan a indéniablement un impact négatif sur les devises émergentes et plus globalement sur l'aversion au risque.

La semaine a également été dominée par une floraison de déclarations du Président Trump concernant la Russie, l'Union Européenne mais également la Fed. La critique sur le durcissement de la politique monétaire qui fait remonter le dollar rompt avec la tradition présidentielle qui consiste à ne pas émettre une opinion qui remettrait en cause implicitement ou explicitement l'indépendance de la banque centrale. Le dollar, en phase d'affermissement avec la baisse du yuan, s'est replié sur ces éléments.



## ▶ ACTIONS EUROPEENNES

Semaine de rebond sur les marchés actions européens dans de faibles volumes. Le secteur de la technologie continue d'être en tête, porté par les excellents résultats d'ASML, suivi par le rebond des secteurs cycliques tels que l'auto, la chimie et les industrielles. Thyssen Krupp a fortement rebondi suite à la démission de son Président du Conseil de Surveillance qui semble ouvrir la porte à des possibilités de cession de plus grande ampleur. SAP affiche une bonne dynamique en cloud mais le titre est pénalisé par un recul plus important qu'attendu dans les ventes de licences. Les médias, pourtant en rebond depuis le début de l'année, ont affiché le plus fort recul de la semaine, accéléré par la correction de 9% de Publicis suite à une baisse de son CA au T2, très marquée en France et en Allemagne. Les télécoms et les utilities demeurent les pires performances. La bonne nouvelle pourtant est venue du rebond d'Iliad, qui a recruté 1 million d'abonnés en Italie depuis son lancement fin mai. La saison des résultats s'ouvre juste en Europe et semble de bonne facture, moins pénalisée par le change qu'au premier trimestre. Le marché des valeurs moyennes est particulièrement sensible à la moindre déception, comme l'illustre la baisse de 9% de Zooplus, de 9% de Babcock International, de 6% de Software AG, -19% Dormakaba, Huskvarna -18%, Leontec -11%, Rieter -15%. A l'inverse, le secteur des paris en ligne a affiché de belles performances, comme Evolution Gaming +17% ou LeoVegas +6%.

## ▶ ACTIONS AMERICAINES

Légère progression pour le marché US, le S&P s'adjuge 0.2% et se situe à moins de 3% de son record historique (atteint en janvier). La semaine a été rythmée par les publications trimestrielles et le Beige Book de la Fed. Du côté de la macro, on retiendra l'effondrement des mises en chantier au mois de juin (-12% contre -2% attendu), le recul des permis de construire (-2%) et la bonne tenue des ventes au détail qui progressent de 0.5% en base séquentielle (juin vs mai).

Le Beige Book a délivré le message idéal pour le marché. Celui-ci confirme la bonne tenue de l'activité domestique, mais il tempère le « risque » d'accélération (i.e de surchauffe). La raison à cela étant un manque de capacité sur certaines ressources (comme les salariés qualifiés) freinant ainsi la croissance. Il pointe également les dégâts que pourraient causer une guerre commerciale sur l'économie US. Cette posture actant des perspectives économiques solides mais faisant face à plusieurs freins a été logiquement lue de façon « dovish » par le marché. Jerome Powell a également pris la parole pour affirmer que le marché de l'emploi peut encore progresser, et que les risques sur les objectifs inflationnistes sont équilibrés.

Donald Trump a toutefois fait part de son agacement au sujet de la politique de la Fed, lui reprochant ses hausses de taux et la vigueur du dollar, tout en précisant qu' «il les laisse faire ce qui leur semble bon». Peu de chance que ces déclarations aient un impact sur la stratégie de la Fed, Donald Trump n'ayant aucune autorité pour remplacer Jerome Powell avant la fin de ses quatre années de mandat.

Pour l'heure, 75 sociétés ont publié leurs résultats du T2, l'agrégat fait ressortir un EPS 21% au-dessus du T2 2017. On retiendra les bonnes publications d'IBM (+3%) qui arrive à publier une croissance positive de ses ventes de +2%, portée par une accélération de ses nouveaux business (Strategic Imperatives) de +13%. eBay dévise de 10% après avoir coupé ses guidances annuelles. Microsoft a publié un chiffre d'affaires en hausse de 17%, dopé par Azure (cloud) qui progresse de 85%, LinkedIn (+34%) et Office (+38%).

Au cours des cinq derniers jours, les valeurs industrielles et financières signent les plus fortes performances. Les valeurs de télécommunications et de l'énergie enregistrent les plus forts reculs.

## ▶ ACTIONS JAPONAISES

Le marché actions japonais a rebondi cette semaine, porté par les rachats effectués par les investisseurs de court terme. L'indice TOPIX a achevé la semaine en hausse de 1,13%.

Les valeurs exportatrices restaient sur une performance en demi-teinte en raison de l'inquiétude



suscitée par la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine depuis des mois. Néanmoins, face à l'écart de valorisation grandissant entre les titres tournés vers la demande extérieure et ceux tournés vers la demande intérieure (qui sont désormais relativement chers), certains investisseurs ont opéré une rotation ciblée au profit des valeurs exportatrices survendues, notamment celles exposées aux États-Unis, en raison de la bonne santé de l'économie américaine et de l'appréciation du dollar. Toutefois, l'engouement des investisseurs s'est limité aux titres affichant des fondamentaux sains qui profitent de la demande soutenue en provenance des États-Unis. En revanche, les valeurs exposées à la Chine, issues notamment du secteur des machines-outils, sont restées à la traîne en raison des craintes suscitées par le ralentissement de la croissance de l'économie chinoise.

Les secteurs du transport aérien (+3,75%), des produits du pétrole et du charbon (+3,48%) et du transport maritime (+3,19%) ont surperformé le marché. Japan Airlines s'est adjugé 4,61%. En outre, les secteurs du transport terrestre (+2,66%) et des produits du caoutchouc (+3,01%) se sont relativement bien comportés. Les constructeurs automobiles Suzuki et Isuzu Motor ont progressé de 6,40% et 4,08%, respectivement. Le numéro un de la livraison de colis Yamato Holdings a vu son cours bondir de 7,1%, les investisseurs anticipant une amélioration de ses bénéfices grâce à une hausse marquée de ses tarifs.

En revanche, les secteurs de la verrerie et de la céramique (-0,26%), de l'exploitation minière (-0,21%) et de l'alimentation (-0,09%) ont sous-performé. Tout comme les valeurs centrées sur la demande intérieure, celles exposées à la Chine ont été à la peine. Keyence et Fanuc ont cédé 4,21% et 3,20% respectivement. En outre, Shiseido (-6,10%) a été pénalisée par des prises de bénéfices.

## ▶ MARCHES EMERGENTS

La croissance du PIB au deuxième trimestre en Chine reste élevée : +6,7%. La production industrielle au mois de juin était de +6%, légèrement au-dessous de l'attente du marché à 6,5%. Le marché chinois reste volatil en raison des tensions liées à la guerre commerciale et la devise CNY s'est dépréciée de plus de 1% par rapport au dollar US durant la semaine. Les signaux des mesures de soutien se sont multipliés :

augmentation des liquidités au travers de MLF (medium-term lending facility), accord de crédits ciblés aux PME et des restrictions assouplies de la nouvelle réglementation des WMPs (Wealth Management Product) pourraient être annoncés durant le weekend à venir. TSMC a publié une hausse de 9,1% des revenus et des profits en TWD avec une légère baisse de marge brute.

Le CEO a donné une vue plus prudente sur la croissance de 2018 à cause de la baisse des demandes des applications de crypto-monnaie, le montant total de CAPEX pour 2018 a été aussi réduit de 1,5 mds USD à 10-10,5 mds USD. Le progrès sur le procédé de 7nm reste très encourageant. Sur le marché chinois local, les résultats publiés sont solides : les chiffres d'affaires de Kweichow Moutai ont augmenté de 37% pour les premiers six mois de l'année et les bénéfices ont progressé de 40% durant la même période. Hikvision a aussi publié d'excellents résultats pour le premier semestre: +27% de croissance des revenus et +26% de croissance des bénéfices. Le Gouvernement indien a augmenté la charge maximale des camions de 15 à 35%, ce qui a affecté très négativement le cours d'Ashok Leyland. Les résultats d'Infosys sont légèrement sous les attentes avec une croissance annualisée de 6.8% en USD de son chiffre d'affaires et un résultat opérationnel de 5%, ce qui est moins bon que son concurrent TCS. Les résultats d'Hindustan Unilever sont excellents : +21% porté par une croissance des volumes de 6%. Cette forte croissance des volumes est aussi la conséquence de l'application de la GST qui a permis d'uniformiser la fiscalité aux petits acteurs, qui auparavant ne la respectaient pas à la lettre... Le résultat brut opérationnel de Zee est en hausse de 17% porté notamment par des revenus publicitaires en hausse de 19%. Les résultats de Kotak Bank sont légèrement en dessous des attentes, en hausse toutefois de 17% avec des commentaires très prudents sur le segment des PME. Les résultats des banques thaïes sont satisfaisants : +21.5% pour Kasikornbank et +14% pour Bangkok Bank mais avec une qualité des résultats moindre car le coût du risque monte. En Indonésie, Bank Mandiri a publié des résultats en hausse de 17% et une baisse du coût du risque. En Thaïlande, PTTEP a annoncé la vente de sa participation dans le champ de Montara (champ d'échéance avec rendements décroissants) et d'actifs connexes. Au Mexique, Banco del Bajío a déclaré un



bénéfice au T2 2018 plus élevé que prévu (en hausse de 43%a/a), en raison de la croissance des prêts et de la baisse des provisions. Walmex a annoncé une acquisition (1% de la capitalisation boursière), petite mais convaincante au Costa Rica. Au Brésil, le marché a réagi positivement au fait que les partis du centre ont annoncé une nouvelle alliance et un soutien à Geraldo Alckmin, le candidat le plus *business friendly*. Avec ce soutien, Alckmin a considérablement accru son soutien politique et recevra 40% du temps de la campagne télévisée disponible. CBD a enregistré une croissance de 10% du chiffre d'affaires du T2 2018, supérieure aux attentes du marché.

## ▶ MATIERES PREMIERES

Les prix du pétrole ont perdu plus de 2% cette semaine avec un Brent à 72,6\$ et un WTI à 69,5\$ alors que le marché demeure toujours inquiet de la perspective d'une baisse de la demande, en raison des mesures de protectionnistes, d'une reprise des exportations libyennes ainsi que des discussions autour d'une réduction des réserves stratégiques aux US.

Après avoir « sommer » l'OPEP d'augmenter leur production via son arme favorite - le tweet -, Trump souhaiterait réduire les réserves stratégiques de pétrole, le « SPR » afin de faire baisser les prix de l'essence à la pompe avant les élections de mi-mandat. Le SPR est un stock à disposition des USA en cas d'interruption temporaire des approvisionnements qui s'élève aujourd'hui à 660 millions de barils soit l'équivalent d'approximativement 30 jours de demande domestique ou 90 jours d'importation. Selon Bloomberg, Trump voudrait écouler jusqu'à 30 millions de barils, ce qui n'aurait qu'un impact très temporaire sur les prix du WTI.

Les marchés ont également réagi négativement à la publication des données hebdomadaires du département de l'énergie (DOE) américain qui font état d'une hausse des stocks de brut aux US principalement expliquée par une forte hausse des importations de la semaine dernière et une baisse des exportations.

En fin de semaine, Russie et Arabie Saoudite ont tenté de rassurer le marché. Le ministre de l'Energie Russe a indiqué que le groupe OPEP/non-OPEP pourrait revenir à ses niveaux de production précédant

l'engagement pris le 22-23 juin dernier si nécessaire. Le royaume a également stipulé que « *ses exportations n'excéderaient pas la demande de ses clients* » et a même précisé que « *ses exportations resteraient stables en juillet par rapport à juin, et devraient chuter de 100k b/j en août* ». La consommation domestique de l'Arabie Saoudite est très forte durant l'été, tirée par la production d'électricité (besoin en climatisation). Ces annonces devraient réduire le risque de surabondance à court terme.

Les matériaux de bases ont fortement corrigé cette semaine, principalement à cause de la hausse du dollar et d'un durcissement des tensions commerciales qui pourraient entraîner un ralentissement de la croissance en Chine, principal consommateur de métaux industriels. Le cuivre se traite aux alentours de 6.000\$ la tonne, soit son plus bas niveau depuis juillet 2017. L'once d'or a également fortement chuté cette semaine à 1223\$/once, son plus bas niveau depuis juillet 2017, impactée par les commentaires de Powell et la hausse du dollar.

## ▶ DETTES D'ENTREPRISES

### CREDIT

Le marché a été assez calme cette semaine, avec de faibles volumes en raison du début des vacances d'été et de l'attentisme des investisseurs face à l'ouverture de la saison des résultats. Le discours optimiste de Powell n'a pas eu d'impact significatif sur les spreads, mais les craintes d'une guerre commerciale continuent néanmoins de peser sur le marché. Les groupes de jeux italiens (Gamenet, IGT, SNAI) ont sous performé cette semaine face au nouveau décret du gouvernement italien qui leur est défavorable (interdiction de publicité/ augmentation des taxes sur les machines à sous). Illiad, opérateur télécom, qui a récemment lancé son offre mobile en Italie, a annoncé avoir déjà atteint 1 million d'abonnés. Moody's a d'ailleurs estimé que ce nouvel arrivant, pourrait intensifier la concurrence au sein du secteur télécom italien (possible impact sur Wind Tre, Telecom Italia).

Il y eu quelques annonces de résultats. Casino (Ba1/BB+) affiche des chiffres satisfaisants, le CA progresse de 5.2% en organique (hausse des prix alimentaires) et les objectifs annuels ont été confirmés.



Netflix annonce, cependant, des résultats décevants, affichant moins de nouveaux abonnés que prévu. Du côté des financières, les résultats opérationnels peu satisfaisants de Danske Bank et les incertitudes autour d'amendes liées à des affaires de blanchiment d'argent ont pesé sur les titres.

L'opérateur danois, TDC (B1+/B+), va céder ses activités en Norvège à l'opérateur Telecom suédois Telia pour 2,1 mds de NOK (12.1x l'EBITDA). TDC indique qu'une partie des produits de cette cession sera allouée au remboursement de sa dette afin de maintenir son rating. Si les obligations TDC ont réagi positivement à l'annonce (environ +1 point), celle de Telia ont réagi négativement.

Au niveau du primaire, Altice France (B1/B) a émis 1.75 milliard de dollars et 1 milliard d'euros à 9 ans avec des coupons de 8.125% et 5.875%. L'émission s'est bien déroulée pour l'émetteur qui a pu augmenter les tailles annoncées initialement, et servira à rembourser ses obligations 2022. Techem, prestataire de services dans la facturation de l'eau et de l'énergie, a émis 465 millions d'euros à 8 ans (coupon de 6%).

## CONVERTIBLES

L'activité reste soutenue sur le marché des obligations convertibles, avec quatre nouvelles émissions aux États-Unis. La société de services immobiliers Redfin Corporation a émis pour 125 millions USD d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 1,75%, dont le produit sera affecté à son fonds de roulement. Arbor Realty Trust, une société de financement immobilier, a placé pour 130 millions USD d'obligations convertibles à 3 ans assorties d'un coupon de 5,25% à des fins de refinancement. Encore Capital, une société spécialisée dans la restructuration de crédits à la consommation, a émis pour 150 millions USD d'obligations convertibles à 5 ans assorties d'un coupon de 4,5% pour financer l'acquisition de Janus Holdings. CalAmp, une société technologique spécialisée dans les solutions pour une économie connectée, a émis pour 200 millions USD d'obligations convertibles à 7 ans assorties d'un coupon de 2% afin de refinancer sa dette et de financer un programme de rachat d'actions. Enfin, en Chine, JP Morgan a émis pour 350 millions USD d'obligations échangeables synthétiques sans coupon à 2,5 ans, liées à des actions de l'assureur chinois Ping An. Dans le

reste de l'actualité, Dassault a annoncé un chiffre d'affaires et un EBIT inférieurs de 10% aux attentes. En revanche, son bénéfice net s'est avéré légèrement supérieur. L'avionneur a confirmé ses prévisions pour le reste de l'année sur fond d'une belle dynamique du marché de l'aviation d'affaires. Vendredi matin, Bekaert (un fabricant belge de fils et câbles en acier) dévissait de près de 20% en bourse après avoir revu à la baisse ses prévisions pour 2018 en raison de la volatilité des prix du fil machine, d'un climat des affaires difficile en Amérique latine et de la demande poussive sur les marchés du pétrole et du gaz. Lors d'un point avec les investisseurs, Steinhoff a indiqué que plus de 90% de ses créanciers avaient accepté le précédent plan de restructuration. Le groupe a également confirmé le refinancement de la dette de Hemisphere (nouveau prêt garanti de premier rang à 3 ans de 750 millions EUR assorti d'un coupon de 10% PIK). En Asie, LG Chem (Corée du Sud) prévoit d'investir près de 2 milliards USD dans la construction d'une deuxième usine de batteries de voitures électriques en Chine.

*Achévé de rédiger le 20/07/2018*



**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](http://www.edram.fr)**