



## FLASH MARCHÉS : LA BCE OPTÉ POUR UN RECALIBRAGE

- *La démission surprise du premier ministre japonais a ravivé le marché*
- *En Chine, des autorités déterminées à réguler sévèrement leur économie*
- *La Banque d'Angleterre parle déjà de sortie de crise*

*Au Japon, la démission surprise du premier ministre a ravivé le marché japonais qui anticipe désormais un nouveau stimulus pour relancer l'économie. Le gouverneur de la banque du Japon a indiqué qu'il maintiendrait une politique monétaire très accommodante au-delà de la crise du Covid, tant que l'objectif d'inflation de 2% n'aura pas été atteint. L'indice japonais Nikkei progresse ainsi de plus de 5% en une semaine.*

*C'est une toute autre approche qui prévaut en Chine, avec des autorités déterminées à réguler sévèrement leur économie. Elles saisissent l'opportunité d'une liquidité externe particulièrement abondante pour déployer des mesures réglementaires et orienter le secteur privé en fonction des objectifs du parti qui souhaite un capitalisme plus inclusif. La sévère correction du marché actions couplée à l'amélioration de la situation sanitaire suscite un retour encore timide des investisseurs internationaux. Avec des élections prévues l'an prochain, l'effet de base devrait être favorable pour un rebond ultérieur de l'activité.*

*Outre Atlantique, le Beige Book de la Federal Reserve fait état d'une amélioration structurelle de l'économie, en dépit des effets locaux du variant Delta. Le rapport pointe également les tensions sur le marché du travail et les contraintes d'approvisionnement, deux facteurs inflationnistes qui pèsent sur les entreprises. Les derniers chiffres d'ouverture de postes « Job openings » représentent d'ailleurs un surplus historique de 2.5 millions de postes supplémentaires à pourvoir par rapport au nombre total de personnes au chômage.*

*En Europe, la BCE se montre plus prudente sur les perspectives économiques, et sa communication est plus feutrée, avec un « recalibrage à un rythme modéré » des achats du programme d'urgence « PEPP », sans pour autant parler de « tapering ».*

*La Banque d'Angleterre est beaucoup plus vocale en parlant déjà de sortie de crise et de la nécessité de remonter les taux à terme. L'Angleterre est d'ailleurs le premier pays développé à vouloir financer une partie des dépenses liées au Covid en réduisant son déficit budgétaire par une hausse de la fiscalité. Elle vient ainsi de valider une taxe additionnelle sur l'assurance maladie de £12 milliards, soit environ 0.6% du PIB.*

*Dans cet environnement, les taux d'intérêt remontent, surtout en Europe. Nous conservons donc une position neutre sur les actions, tout en privilégiant l'Europe et le Japon. Sur les taux, nous restons sous-pondérés en duration et préférons le crédit.*

## ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés actions européens ont évolué dans l'attente de la communication de la BCE jeudi. Celle-ci a évoqué un léger ralentissement du rythme des achats d'actifs dans le cadre du PEPP par rapport au rythme des deux derniers trimestres, se gardant de la flexibilité en évitant de parler de montants ou de tapering (réduction des achats jusqu'à zéro). La Banque d'Angleterre a par contre évoqué la sortie de crise et ouvert la voie à une remontée des taux. L'optimisme de la **BCE** quant aux perspectives de croissance, en dépit de la dégradation cet été de la situation sanitaire, est encourageant pour les résultats des entreprises et le potentiel haussier des indices européens. La dynamique reste néanmoins liée à la maîtrise du risque épidémique.

De nouvelles estimations concernant la fin de la pénurie de semi-conducteurs ont été annoncées par plusieurs entreprises du secteur automobile. **BMW** a déclaré s'attendre à ce que les chaînes d'approvisionnement restent tendues pendant encore 6 à 12 mois. **Daimler** avait tablé sur des pénuries allant jusqu'en 2023, mais qui devraient s'atténuer d'ici là. **Renault** estime de son côté que le troisième trimestre sera plus difficile que prévu mais que le quatrième viendra sûrement le compenser. Le cours de la société d'aluminium **Norsk Hydro** a bénéficié du coup d'Etat d'une unité de l'armée guinéenne qui a alimenté les inquiétudes quant à l'approvisionnement en bauxite, la matière première nécessaire à la production d'aluminium. Malgré les avertissements de **PPG** et **Sherwin Williams** liés aux perturbations de l'approvisionnement et à l'augmentation du coût des intrants, l'activité au T3 d'**AkzoNobel** n'a pas subi de choc majeur et le groupe a démontré son *pricing power*.

Sur le front des opérations en capital, **Sampo** a continué de réduire sa participation dans **Nordea** à l'occasion d'un placement de 745 M€ sur des niveaux proches des plus hauts historiques. Le produit de la cession financera un programme de rachat d'actions. D'autres opérations de ce type sont à prévoir d'ici août 2022, Sampo ayant vocation à sortir du capital de Nordea. **Assa Abloy** a annoncé l'acquisition pour 4,3Mds\$ de **Hardware and Home Improvement** auprès de Spectrum Brands aux États-Unis, renforçant de manière significative sa présence dans le secteur résidentiel américain.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Encore une semaine qui se finit dans le rouge pour les marchés américains : -1.23% pour le Dow Jones, -0.68% pour le S&P 500, -0.40% pour le Nasdaq.

Le rapport sur l'emploi du mois d'août, qui a montré la plus faible progression de l'emploi en sept mois, a alimenté les inquiétudes quant à l'impact du variant Delta sur la reprise économique, tout en soutenant l'idée que la **Fed** pourrait attendre d'autres données avant de commencer à réduire ses mesures de relance. D'autant plus que la publication du Livre Beige de la Fed témoigne d'une modération de la croissance économique américaine en raison de la progression du variant Delta et des problèmes de ruptures d'approvisionnement de composants. Néanmoins, plusieurs membres d'antennes régionales de la **Fed** ont montré leur impatience pour commencer le tapering d'ici la fin de l'année, voire le plus tôt possible.

Les cours du pétrole **WTI** reculent à 68.50\$ après l'annonce par l'administration chinoise de la mise sur le marché de réserves stratégiques de pétrole brut afin d'atténuer la pression des coûts élevés sur les raffineurs nationaux.

Du côté des sociétés, **Apple** annonce la tenue d'une « keynote » le 14 septembre. A cette occasion, le groupe devrait présenter son nouveau modèle d'Iphone ainsi que des nouveaux écouteurs AirPods et potentiellement la nouvelle Apple Watch Series 7.

**Nvidia** reculait de 0.8% après un article du Financial Times indiquant que la Commission européenne ne verrait pas d'un bon œil le rachat du spécialiste britannique de l'architecture en semi-conducteurs ARM. L'UE s'inquiéterait notamment du maintien d'une libre concurrence suite à la conclusion de cette opération.

**Match Group**, maison mère de Tinder, progressait de 7.5% jeudi suite à l'annonce de l'inclusion de la société dans l'indice S&P 500.

La SEC menace la plateforme **Coinbase** de poursuites si elle permettait à ses clients de toucher des intérêts sur leurs avoirs détenus en cryptomonnaies. Le **bitcoin** plongeait d'ailleurs de plus de 9% à 46 900\$ (-17% en séance) au moment où la cryptomonnaie vient de devenir une monnaie légale au **Salvador**. Cette annonce s'est accompagnée de plusieurs problèmes techniques qui font planer le doute sur la capacité du bitcoin à devenir une monnaie d'échange dans d'autres pays.

L'éditeur de jeux vidéo **Gamestop** reculait de 4% en après-marché suite à la publication de résultats sous les attentes. Les investisseurs attendent désormais les détails du plan de restructuration du nouveau CEO en provenance d'Amazon, Matt Furlong.

## ACTIONS JAPONAISES

Les actions japonaises se sont nettement appréciées au cours de la semaine. Les indices Nikkei 225 et TOPIX se sont inscrits en hausse de 5,13% et 4,10%. Après l'annonce de la décision du Premier ministre **Yoshihide Suga** de quitter le pouvoir, le marché a progressé en raison du recul des inquiétudes entourant les incertitudes politiques et des attentes à l'égard de la mise en œuvre d'éventuelles mesures économiques. Par ailleurs, la baisse du nombre de cas de Covid-19 a contribué à la performance du marché.

Le transport maritime, la communication ainsi que la sidérurgie ont gagné 8,86%, 7,12% et 5,91% respectivement. Tous les secteurs se sont appréciés durant la semaine. La papeterie (+0,77%), le textile et l'habillement (+1,64%) ainsi que les autres branches de l'industrie manufacturière (+1,68%) ont compté parmi les secteurs les moins performants. Les secteurs cycliques ont enregistré une performance relativement inférieure.

**Japan Exchange Group** a bondi de 10,89% et a atteint un sommet sur l'année en cours, anticipant une hausse du volume de trading. **Sumitomo Realty & Development** a progressé de 9,50%, à la faveur de bénéfices record et de son nouveau service axé sur l'énergie solaire. **KDDI** s'est apprécié de 9,41% suite à l'annonce de la démission du Premier ministre japonais, lequel était favorable à une baisse des tarifs de communication.

Deux candidats ont d'ores et déjà annoncé leur intention de briguer la direction du parti libéral-démocrate (Fumio Kishida, ancien ministre des Affaires étrangères et Sanae Takaichi, ancienne ministre des Affaires intérieures). Par ailleurs, Taro Kono, le ministre de la Réforme administrative et réglementaire, devait officiellement annoncer sa candidature le 10 septembre.

## MARCHES EMERGENTS

L'indice MSCI Emerging Markets a reculé au cours de la semaine (-1,15%, cours de jeudi à la clôture). La Chine et l'Inde se sont repliées de 0,38% et 0,37% respectivement. Le Brésil a sous-performé les autres régions et s'est inscrit en baisse de 3,54% sur fond de craintes à l'égard des tensions politiques.

En **Chine**, la croissance des exportations s'est envolée et a atteint de nouveaux sommets en août, à la faveur d'une forte demande aux États-Unis et en Europe malgré les perturbations qu'a connues le deuxième plus grand port du pays (+25,6%). L'inflation totale s'est établie à seulement +0,8% sur un an en août en raison de la baisse des prix des produits alimentaires. L'indice des prix à la production a progressé, passant de +9% en glissement annuel en juillet à +9,5% sur un an en août, sous l'effet de la hausse des prix du charbon, des produits chimiques et des produits sidérurgiques. Les nouveaux prêts en yuans se sont inscrits légèrement en deçà des attentes en août, alors que les financements ont connu une hausse saisonnière sous l'effet de l'accélération des émissions obligataires de collectivités locales.

Xi Jinping et Joe Biden se sont entretenus par téléphone pour la première fois en sept mois. Les autorités chinoises ont annoncé la mise sur le marché d'une partie des réserves de pétrole brut afin de réduire la pression sur les coûts pour les raffineries, dans un contexte marqué par la hausse des prix des matières premières. Le vice-premier ministre Liu He s'est engagé à continuer de soutenir les entreprises privées après la mise en œuvre récente d'une série de mesures de répression réglementaire. Les autorités chinoises ont assigné les sociétés de jeux vidéo pour leur ordonner d'abandonner leur « objectif unique » de générer des bénéfices, afin de prévenir la dépendance des mineurs aux jeux vidéo. 10 géants de l'Internet, dont Tencent, Alibaba, Meituan, Eleme et Didi ont été appelés par les autorités à améliorer leur mécanisme de protection des droits du travail. Le Comité chinois de stabilité financière et de développement, le principal organe de réglementation financière du pays, a approuvé la proposition d'Evergrande visant à renégocier les dates limites de paiement avec les banques et les autres créanciers.

À **Taiwan**, les exportations ont bondi de 26,9% sur un an en août pour s'établir à un plus haut, à la faveur de la demande de composants électroniques, notamment de circuits intégrés, ceux-ci représentant 90,2% de la valeur totale des exportations.

En **Corée du Sud**, les autorités financières envisageraient d'autoriser la vente réglementée de produits financiers sur les plateformes Internet. **Naver** et **Kakao** ont vu le cours de leur titre s'effondrer, sur fond de craintes grandissantes à l'égard du durcissement des réglementations visant les géants de l'informatique, dont l'influence dans divers domaines ne cesse de croître, de la mobilité au commerce en passant par la finance.

En **Inde**, l'indice PMI des services s'est envolé à un plus haut sur 18 mois en août à 56,7, contre 45,4 en juillet, à la faveur d'un meilleur accès de la population aux vaccins (8 millions de doses sont désormais administrées chaque jour). Le PMI manufacturier s'étant établi à 52,3 en août, l'indice composite s'inscrit de nouveau en territoire expansionniste à 55,4, contre 49,2 le mois précédent. **HDFC Life**, la plus grande compagnie d'assurances indienne, a racheté **Exide Life Insurance** pour un montant de 915 millions de dollars américains, afin d'accroître son réseau de distribution. **Reliance** a annoncé avoir pris une participation majoritaire dans **Strand Life Science**, une société spécialisée dans les tests génomiques. La décacorne de l'e-learning **Byju** envisagerait d'avancer son introduction en bourse au deuxième trimestre 2022 du fait de l'intérêt prononcé pour les entrées en bourse des sociétés technologiques indiennes.

Au **Brésil**, l'inflation s'est envolée en août sur fond de hausse des prix des produits alimentaires et du carburant. Le taux d'inflation de l'IPCA a progressé de 0,87% en août, un chiffre supérieur aux prévisions des analystes (+0,71%), ce qui porte l'inflation sur 12 mois à près de 10%. La production de véhicules a de nouveau reculé en août (-7,9%) en raison de la pénurie d'intrants. Un nouveau mouvement de grève national des chauffeurs de poids lourds a effrayé le marché. Toutefois, contrairement à la dernière fois, les grévistes ont su obtenir un accord qui leur convenait plus rapidement.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

La semaine fut principalement rythmée par la réunion de la Banque centrale européenne qui a publié sa feuille de route pour réduire les achats d'obligations réalisés dans le cadre du Programme d'achats d'urgence pandémique (PEPP) et opéré une révision à la hausse de sa prévision de croissance pour la zone euro en 2021 à 5%. La tendance a donc été positive alors que le marché était relativement attentif à une potentielle inflexion plus significative de la politique monétaire. Les rendements des obligations du Trésor américain ont poursuivi leur repli sur la partie longue de la courbe après la publication du Livre Beige de la Fed alors que les taux sont restés stables en zone euro. Les spreads des indices CDS se sont resserrés de 1pb pour le Main et de 4pbs pour le Xover. Les spreads des obligations cash se sont resserrés de 1pb pour l'Investment Grade et de 3pbs pour le High Yield conduisant à des performances de -0.02% et de 0,08% respectivement.

La classe d'actifs des obligations d'entreprises continue de bénéficier d'une tendance favorable sur les publications des émetteurs. En particulier, la firme de messagerie polonaise **Inpost** a publié des métriques pour le deuxième trimestre de l'année 2021 en avance sur le consensus avec un chiffre d'affaires en croissance de 30% sur 1 an et une amélioration de ses marges. En plus de bénéficier de l'accélération du e-commerce, Inpost a également réalisé en juillet dernier l'acquisition de **Mondial Relay**, fort de 15.000 points de retrait sur le Vieux Continent, consolidant ainsi son implantation notamment en Europe de l'Ouest.

Le secteur des jeux d'argent est également ressorti en hausse avec la publication du conglomérat de jeux tchèque **Sazka** qui continue de bénéficier de la réouverture du réseau de vente au détail physique, en plus d'une croissance élevée sur les canaux numériques. Ainsi, le chiffre d'affaires au premier semestre est ressorti à €1.26Md soit une hausse de 96% comparativement à l'exercice précédent. L'opérateur de casinos ibérique **Cirsa** a également tiré profit d'une dynamique de rattrapage liée à la réouverture de l'économie avec des revenus en hausse de +485% en deuxième trimestre et un retour de l'Ebitda en territoire positif à +€81Mn. La société demeure positive en termes de flux de trésorerie disponible et prévoit de maintenir des niveaux élevés de génération de trésorerie au second semestre. Ainsi, l'effet de levier est désormais de 12,1x (contre 36,8x en mars 2021).

Toujours au sein du même secteur, la firme grecque **Intralot SA** a vu sa note révisée à la hausse par Moodys à Caa1 (contre Caa2 précédemment). Le groupe avait effectué une restructuration de sa dette et de son capital en août dernier, permettant ainsi de refinancer les obligations à échéance septembre 2021 et de réduire de 163 millions d'euros le total de ses dettes.

Le marché primaire a été relativement dynamique au cours de la semaine avec l'émission de l'opérateur d'infrastructures de télécommunication espagnol **Cellnex** de €1.85Md en deux tranches de maturité 2027 et 2032. La firme profite ainsi des conditions favorables du marché pour maintenir le coût moyen de sa dette à un niveau raisonnable tout en allongeant la maturité de ses échéances. **Danone** a émis une obligation hybride pour €500Mn à 1% afin d'optimiser sa structure financière. Le produit sera notamment alloué au refinancement anticipé de titres actuellement en circulation. Sur ce même segment de la dette hybride, **Energias de Portugal** (EDP) a placé €1.25Md au travers de deux souches. Sur les financières, nous avons assisté à une nouvelle semaine riche en émissions. Entre autres, la firme batave **ING Groep** a émis 2 Md\$ d'AT1 en deux tranches égales à respectivement 3.785% et 4.250% et **Eurobank** a placé 500 M€ de dette senior préférée à 2.25%. Le marché libellé en GBP a également été très actif avec notamment une émission RT1 sustainable de l'assureur **Just Group** (£300M à 5%), des Tier 2 d'**Utmost Group** et **National Australia Bank** (NAB) et les banques françaises **BNPP** et **BFCM** qui ont émis respectivement une senior non préférée et une senior préférée.

## CONVERTIBLES

Le marché primaire des obligations convertibles continue d'être relativement bien orienté avec pas moins de \$3.4Mds de nouvelles émissions.

**Sea Ltd** fait son retour sur le gisement des obligations convertibles au travers d'une émission de \$2,875Mds. La firme singapourienne a connu une croissance fulgurante de son activité pendant la pandémie propulsant son cours de bourse de +600% sur les 18 derniers mois. La société a rapidement accru sa part de marché dans le commerce électronique et les jeux, grâce à des titres à succès comme le jeu de tir Free Fire et son application d'achat en ligne Shopee.

Enfin, aux États-Unis, nous avons noté les émissions de **Radius Global** pour \$230Mn, alors qu'au Japon, le fabricant de dispositifs médicaux **Nipro Corporation** a émis \$270Mn.

*Achevé de rédiger le 10 septembre 2021*

## **GLOSSAIRE**

- Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's).
- Les titres « High Yield » sont des obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.
- La dette senior bénéficie de garanties spécifiques. Son remboursement se fait prioritairement par rapport aux autres dettes, dites dettes subordonnées.
- La dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers.
- Tier 2 / Tier 3 : segment de la dette subordonnée.
- La duration correspond à la durée de vie moyenne d'une obligation actualisée de tous les flux (intérêt et capital).
- Le spread désigne l'écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité.
- Les valeurs dites « Value » sont considérées comme sous-évaluées.
- Markit publie l'indice Main iTraxx (125 principales valeurs européennes), le HiVol (30 valeurs à haute volatilité), et le Xover (CrossOver, 40 valeurs liquides et spéculatives), ainsi que des indices pour l'Asie et le Pacifique.
- EBITDA est l'acronyme de Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (en français : résultat d'exploitation avant intérêts, impôts et amortissement). Il mesure donc la création de richesse avant toute charge calculée. Il trouve son équivalent français en l'EBE (Excédent brut d'exploitation).
- Le terme "Quantitative Easing" désigne un type de politique monétaire dit non conventionnel auquel peuvent avoir recours les banques centrales dans des circonstances économiques exceptionnelles.
- Un « stress test » est une technique destinée à évaluer la résistance d'institutions financières.
- L'indice PMI, pour "Purchasing Manager's Index" (indice des directeurs des achats), est un indicateur permettant de connaître l'état économique d'un secteur.

## **AVERTISSEMENT**

Le présent support est émis par le groupe Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information.

Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction.

Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment du groupe Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés.

Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité du groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses.

Le groupe Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment du groupe Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change.

Source d'informations : à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles du groupe Edmond de Rothschild.

Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild.

Copyright © groupe Edmond de Rothschild – Tous droits réservés