



FLASH MARCHÉS : ESPOIR D'UN ATTERRISSAGE EN DOUCEUR

- Après les chiffres d'inflation rassurants, les banques centrales et le marché veulent croire à un scénario de *soft landing* pour l'économie mondiale.
- La prime de risque géopolitique sur la situation au Moyen-Orient s'est fortement dégonflée, avec un retour du shekel israélien et du pétrole en-dessous des niveaux pré attaque terroriste du Hamas du 7 octobre.
- Dans un contexte de reflux de l'inflation et de pause monétaire de la Fed, nous avons rehaussé notre pondération sur les actifs risqués car le ralentissement de l'activité économique est très progressif.

Après les chiffres d'inflation rassurants, les banques centrales et le marché veulent croire à un scénario de *soft landing* pour l'économie mondiale.

Ainsi, les minutes de la Fed confirment que la Banque centrale opte pour une pause durable sur les taux avec une forte dépendance aux chiffres économiques pour justifier un nouvel ajustement. Bien que la désinflation se poursuive, la Fed souhaite être prudente avant d'ajuster ses taux directeurs à la baisse. En filigrane, la problématique semble plus être une question de timing et d'amplitude de baisse des taux qu'une incertitude sur leur direction.

Misant également sur une poursuite de la désinflation, le ministre des Finances anglais, Jeremy Hunt, se permet même le luxe de surprendre le marché en présentant un budget fiscal pro croissance, incluant une baisse des cotisations d'assurance maladie, et de taxes pour les entreprises. Selon les estimations, cela se traduirait par un surplus de croissance de 0,3% dès 2024, éloignant ainsi le spectre de la récession.

En revanche, la Commission européenne s'inquiète des dérapages budgétaires européens et prône un retrait rapide des mesures de réduction de la facture énergétique. Elle menace d'ouvrir une procédure de déficit excessif à l'encontre de quatre pays dont la France. Mais l'appel à l'orthodoxie budgétaire de la Commission européenne risque d'être inaudible puisque l'Allemagne vient d'annoncer qu'elle suspendrait pour la 4ème année consécutive, le plafond sur sa capacité d'emprunt. Ainsi, l'Allemagne va probablement réviser à la hausse son budget de dépenses pour soutenir la croissance.

Par ailleurs, la prime de risque géopolitique sur la situation au Moyen-Orient s'est fortement dégonflée, avec un retour du shekel israélien et du pétrole en-dessous des niveaux pré attaque terroriste du Hamas du 7 octobre. Le report inattendu du meeting de l'OPEP+ du 26 au 30 novembre, sur fond de désaccord temporaire sur les coupes de production, a même exagéré ce mouvement de normalisation.

La semaine a été très calme sur les marchés, avec une note d'optimisme sur la possibilité d'un *soft landing*.

Dans ce contexte de reflux de l'inflation et de pause monétaire de la Fed, nous avons rehaussé notre pondération sur les actifs risqués car le ralentissement de l'activité économique est très progressif. Sur les taux, nous restons positifs sur la durée qui nous

paraît attractive et protectrice en phase de baisse du mix inflation/croissance et d'instabilité géopolitique au Moyen-Orient.

ACTIONS EUROPÉENNES

La semaine se termine dans le vert, avec des indicateurs macro-économiques montrant, enfin, un ralentissement de l'inflation, contribuant à alimenter l'optimisme des investisseurs.

Le report de la réunion de l'OPEP+ aura été un événement marquant provoquant une baisse supplémentaire du prix du pétrole. En effet, l'Arabie Saoudite semble voir d'un mauvais œil la baisse du Brent et souhaite une coupe organisée dans la production de pétrole, jugeant trop élevée la production de certains de ses confrères.

Toutefois, la publication des indices PMI européens en légère contraction ainsi qu'une remontée des taux souverains provoquée notamment par la suspension de la règle du « frein à l'endettement » en Allemagne viennent ternir le tableau.

En conséquence, les marchés ressortent en hausse, même si celle-ci se fait plus disparate que la semaine précédente. Les secteurs cycliques semblent tirer leur épingle du jeu, notamment les médias, avec des acteurs comme **Relx**, **Wolters** et **Kluwer** en tête de peloton. En revanche, le secteur automobile éprouve des difficultés à cause de la faiblesse de la demande et de l'arrivée de la concurrence chinoise.

Côté publications, **Bayer** se retrouve fortement sanctionné suite à l'annonce de l'arrêt de l'étude de Phase III, baptisée Oceanic-AF, évaluant son nouvel anticoagulant Asundexian chez les patients à risque d'AVC avec fibrillation auriculaire. Le groupe échoue à démontrer sa supériorité par rapport à l'anticoagulant concurrent commercialisé par **BMS**, faute d'efficacité de son médicament. Les ambitions de chiffre d'affaires étaient élevées concernant ce produit, ce qui ne manque pas de décevoir les investisseurs qui sanctionnent le titre à la Bourse de Francfort.

Autre son de cloche chez **Novo Nordisk** : le groupe annonce prévoir d'investir 2,1 milliards d'euros sur son site de production à Chartres dans l'optique de répondre à l'augmentation de la demande autour de son médicament à succès Wegovy contre l'obésité. Au total, le groupe investit près de 10 milliards d'euros dans le monde pour renforcer sa production de Wegovy, signe de son succès.

En France, **Laurent Perrier** publie de solides résultats au premier semestre 2023/2024, avec un chiffre d'affaires à 158,4 millions d'euros, un EBITA à 57,4 millions d'euros (+8,1%) ainsi qu'une marge d'EBITA à 37,4%, soit +4,3 points. Si les volumes sont en fort retrait de -12,8%, le groupe parvient à compenser par un effet prix de +9,6 points, améliorant sa rentabilité même si le résultat net se retrouve impacté par la hausse des frais financiers.

La société **freelance.com**, proposant comme son nom l'indique la mise en relation de clients avec des consultants, fait état d'un 3^{ème} trimestre compliqué avec une croissance ralentie, accusant une baisse en France de la demande de ses clients dans tous les secteurs d'activité. Ainsi, le chiffre d'affaires au 3^{ème} trimestre 2023 ressort ainsi à 198,6 millions d'euros (stable). Toutefois, le management se montre confiant pour retrouver en 2024 un niveau de croissance plus conforme aux attentes du groupe.

Kingfisher, détenteur pour rappel des enseignes **Castorama** et **Brico Dépôt**, se retrouve impacté par la faiblesse des dépenses des consommateurs, annonçant une nouvelle fois un

abaissement de ses prévisions de bénéfices, citant une dégradation du marché de l'habitat en France. Le titre est lourdement sanctionné en Bourse.

ACTIONS AMÉRICAINES

La semaine est écourtée par les fêtes de Thanksgiving aux États-Unis. Elle a néanmoins été marquée par de nombreux rebondissements du côté de l'intelligence artificielle.

Sam Altman va donc finalement reprendre ses fonctions de Directeur Général chez **OpenAI** et un nouveau conseil d'administration composé de Bret Taylor (CEO de **Salesforce**) et Larry Summers (ex-Secrétaire d'Etat au Trésor) va être nommé. Ces décisions font suite à la menace d'une démission générale de la plupart des employés de la société. En parallèle, le Directeur Général de **Microsoft**, Satya Nadella, presse le nouveau conseil d'administration d'**OpenAI** de procéder rapidement à des changements importants de gouvernance.

Du côté macro, le compte-rendu de la dernière réunion de la Fed a montré sans surprise une approche prudente à adopter sur le resserrement de la politique monétaire.

À noter que les ventes de logements anciens au mois d'octobre sont revenues sur les plus bas depuis août 2010, en repli de 40% depuis le pic atteint en janvier 2022.

Les cours du pétrole continuent de reculer (WTI -1% à 76.40\$) alors que la réunion virtuelle de l'OPEC+ est décalée en raison de désaccords entre les pays membres sur les actions à mener sur les quotas de production.

Du côté des entreprises, **Nvidia** reculait de 1% malgré la publication de résultats au-dessus des attentes et une prévision au 4^{ème} trimestre en ligne avec le consensus. Les commentaires sur les ventes en Chine ont suscité des inquiétudes. **Nvidia** a ensuite précisé que les restrictions sur les exportations vers la Chine n'auraient pas d'impact pour la société, celle-ci trouvant des débouchés ailleurs pour ses produits.

Selon Reuters, des plans de restructuration se préparent dans le secteur des financières. **Citigroup** travaillerait à un plan de restructuration comprenant la suppression de plusieurs milliers de postes et un remaniement de sa direction. **Barclays** prévoirait aussi de son côté près de 2000 suppressions de postes.

ACTIONS JAPONAISES

Les indices NIKKEI 225 et TOPIX ont grappillé quelques gains au cours de la semaine (+0,08% et +0,40%, respectivement). Les marchés actions japonais ont évolué dans une fourchette étroite à l'approche des vacances au Japon et aux États-Unis, et le Nikkei 225 a renoué avec son plus haut annuel. La volatilité de la parité USD/JPY a suscité l'inquiétude des investisseurs.

Les secteurs du Transport maritime et de la Pâte à papier ont progressé de 5,71% et de 3,38%. Les investisseurs sont revenus sur les grandes entreprises de ces secteurs car ils les considèrent comme sous-évaluées (titres value) et résistantes à l'appréciation du yen. Le secteur de l'Assurance a gagné 2,69% sous l'impulsion de **Tokio Marine Holdings Inc.**, le plus grand assureur non-vie du Japon, qui a revu à la hausse ses prévisions de bénéfice net pour 2023, déjà à un niveau record, et a annoncé un programme de rachat d'actions. En revanche, les secteurs des Équipements de transport et des Produits en caoutchouc ont chuté

respectivement de 4,23% et de 1,55% en raison de prises de bénéfices, le yen s'étant apprécié par rapport aux principales devises. Le secteur du Commerce de gros a cédé 1,70% en raison de prises de bénéfices sur les grandes entreprises de négoce qui avaient été prisées par les investisseurs la semaine précédente.

Panasonic Corp., fabricant de produits électroniques, a progressé de 12,79%. Sa décision de vendre une partie de sa division automobile a en effet été appréciée par les investisseurs qui la jugent comme une restructuration positive de son portefeuille d'activités. **Nitori Holdings Co, Ltd.**, spécialiste des meubles et des produits d'intérieur, s'est adjugé 10,62% en raison de l'intérêt manifesté par les investisseurs pour les entreprises bénéficiant de l'appréciation du yen. **Tokio Marine Holdings Inc.** a gagné 6,25% pour la raison expliquée ci-dessus. **Asahi Group Holdings Ltd.**, producteur d'alcools, de boissons et de produits alimentaires, a perdu 6,58%. Neuf institutions financières ont annoncé leur intention de vendre de vastes quantités d'actions à des investisseurs étrangers afin de réduire leurs participations croisées. **Suzuki Motor Corp.** et **Toyota Motor Corp.**, deux constructeurs automobiles, ont reculé de 6,46% et 5,23% en raison de prises de bénéfices, le yen s'étant raffermi par rapport aux principales devises.

Sur le marché des changes, le taux USD/JPY a commencé par chuter brusquement pour se rapprocher du seuil de 147 yens, en raison de l'anticipation d'un pic temporaire des taux d'intérêt américains et du débouclage des positions courtes sur le yen à l'approche des vacances japonaises et américaines. Le dollar s'est ensuite apprécié pour atteindre 149,5 yens après la hausse des taux d'intérêt américains et la fin potentielle de l'ajustement des positions sur le yen.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a gagné 1,2% au cours de la semaine (à la clôture des marchés jeudi). La Chine a surperformé les autres régions à la faveur d'un rebond de 2,8% qui fait suite à la correction subie la semaine précédente. L'Inde a grappillé 0,2% et Taïwan et la Corée ont progressé respectivement de 1,3% et 0,9%. Le Brésil a également gagné 1,5% (performance totale) grâce aux distributions de dividendes de Vale et de Petrobras.

En **Chine**, le secteur immobilier bénéficie toujours de mesures de soutien : les autorités dressent actuellement une liste de 50 sociétés immobilières éligibles au financement, où figurerait **Country Garden. Shenzhen** a annoncé une réduction des exigences concernant l'apport à verser pour l'achat d'un deuxième logement, qui va passer de 70-80% à 40%. **Mastercard** a été autorisé à lancer une activité de traitement des paiements en Chine via une joint-venture. Les autorités chinoises ont également approuvé l'acquisition de **VMware** par **Broadcom**. Pékin a pris de nouvelles mesures pour ouvrir le pays et faciliter les échanges en supprimant les règles de visa pour les voyageurs en provenance de France, d'Allemagne, d'Espagne, des Pays-Bas et de Malaisie pour des séjours de 15 jours maximum.

Sur le front des entreprises, **Baidu** a annoncé des résultats supérieurs aux prévisions pour le troisième trimestre 2023, avec de premiers signes de monétisation de l'IA générative, tout comme **Trip.com**, qui a bénéficié d'une reprise plus forte que prévu des voyages intérieurs. Le trust familial de **Jack Ma** a renoncé à la vente des actions d'**Alibaba**, dont le cours est jugé très inférieur à sa valeur réelle. **CATL** a annoncé son intention de s'introduire en Bourse à Hong Kong pour financer son expansion à l'international.

À **Taïwan**, la coalition entre le KMT et le TPP pour se présenter contre le DPP, le parti sortant et leader des sondages, a volé en éclats, les deux partis ayant décidé de se lancer chacun de leur côté dans la course à la présidence. Terry Gou, le fondateur milliardaire de **Foxconn**, a retiré sa candidature, car sa proposition d'intervenir en tant qu'interlocuteur entre Washington et Pékin n'a pas enthousiasmé les électeurs.

En **Inde**, **Tesla** a annoncé la construction d'une usine d'ici deux ans. **Tata Consultancy Services** a signé un pacte avec la société australienne ASX pour la mise en place d'une plateforme de compensation et de règlement. 27 entreprises ont été approuvées dans le cadre du nouveau programme de relance de la production dans le secteur du matériel informatique, lequel devrait investir 30 milliards de roupies et créer 200 000 emplois. **Adobe** a racheté la start-up indienne d'IA générative **rephrase.ai**. Les autorités fiscales ont adressé des notifications à **Zomato** et **Swiggy** relatives à la taxe sur les produits et services concernant leurs frais de livraison. Lors de sa Journée analystes, **Axis Bank** a réaffirmé que ses initiatives visant à accroître les dépôts portaient leurs fruits. La qualité des actifs est stable et le rendement des capitaux propres (18%) semble viable. Les statistiques d'octobre relatives aux cartes de crédit confirment le dynamisme de l'activité lors des dernières vacances, avec des dépenses en hausse de 38% en glissement annuel et de 25% d'un mois sur l'autre.

Au **Brésil**, **Anima** a confirmé son offre non contraignante sur **Universidade Sao Judas**. **Bradesco** a changé de Directeur général. En annonçant une augmentation de 31% de son plan d'investissement quinquennal, **Petrobras** a décidé de délaisser sa stratégie de contrôle des coûts.

Au **Mexique**, les données de novembre ont fait état d'une nouvelle baisse de l'inflation sous-jacente. **Fibra Uno** a annoncé la scission et l'introduction en Bourse de son fonds d'investissement immobilier Fibra Next et a renforcé ses initiatives de relocalisation.

En **Argentine**, la victoire de Javier Milei lors de l'élection présidentielle a fait grimper les cours de Bourse. Le nouveau président a affirmé que le pays avait besoin d'une thérapie de choc sur le plan budgétaire. Toute l'attention se porte désormais sur la composition du gouvernement.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Semaine relativement stable sur le crédit de bonne qualité avec des primes Investment Grade toujours autour de 145 points de base. A contrario, le segment du haut rendement continue de bien performer avec des primes qui gagnent encore 10 points de base au cours de la semaine pour s'établir à 430 points de base. L'indice Crossover, après avoir cassé les 400 points de base en milieu de mois, continue sur sa lancée et atteint 375 points de base au cours de la semaine, point le plus bas de l'année. Sur les taux, le rally entamé fin octobre semble marquer une légère pause avec des taux 5 et 10 ans allemands qui reprennent 5 points de base au cours de la semaine à 2,62% et 2,66% respectivement.

Malgré l'approche de Thanksgiving, l'activité sur le marché du crédit aura été soutenue sur le front des émissions non financières. Les émetteurs profitent des baisses récentes de taux et primes pour se financer en euros dans un contexte porteur : **Ford** 5,12% 2029 BBB- pour 750

millions, **IHG** (Intercontinental Hotels) 4,375% 2029 BBB- pour 600 millions, **Ericsson** 5.375% 2028 BBB- pour 500 millions.

Côté financières, la semaine a commencé sous les meilleurs auspices, avec la stabilisation surprise de la perspective sur la notation souveraine italienne par **Moody's** ainsi que le double rehaussement pour le souverain portugais. S'en sont suivis de multiples rehaussements des notations bancaires qui ont porté les valorisations. La semaine s'est ensuite poursuivie par l'annonce de call par **Santander** de son AT1 € qui n'avait pas été callé en septembre. Cela fait suite au refinancement avec succès opéré la semaine précédente avec une double tranche 5 ans / 10 ans émises à 9,625%. Ce marché porteur a donc tiré les spreads CoCo à la baisse d'environ 30 points de base, avec un marché primaire qui est resté plus calme à l'approche de Thanksgiving par rapport aux semaines précédentes. À noter néanmoins la sortie de Eurobank 2029 en senior preferred à 5,87% de coupon.

Les signatures de qualité perdent -0,16% au cours de la semaine en raison de la respiration observée sur les taux (+4,05% depuis le début de l'année). A contrario, le haut rendement a davantage été porté par la bonne tenue des primes de crédit, s'inscrivant à +0,31% (+7,9% depuis le début de l'année). À ce jour, le rendement des marchés obligataires Investment grade s'établit à 4,3% et 7,3% pour le marché obligataire du haut rendement, ce qui continue d'être de bons points d'entrée en termes de portage.

CONVERTIBLES

Après deux semaines de fort rebond, le marché des convertibles a été relativement calme, affichant une performance légèrement positive au cours de la semaine.

Le fait marquant de la semaine a été l'activité primaire qui fut très forte avec plus de trois milliards d'émission en début de semaine.

Aux Etats-Unis, la société **Uber Technologies** a refinancé son obligation convertible 2024 en émettant un montant de 1,5 milliard de dollars de maturité 2028 avec un coupon à 0,875% et une prime de 32,5%. L'opération a été bien accueillie par les investisseurs.

En zone EMEA, nous avons eu trois opérations. Le premier deal provenait de **Schneider Electric** pour un montant de 650 millions d'euros de maturité 2030 avec un coupon de 1,97% et une prime de 42,5%. La société a dû revoir ses ambitions à la baisse à la fois en termes de taille - 650 millions d'euros au lieu de 750 millions d'euros initialement prévus - et améliorer les conditions de prix pour satisfaire aux exigences des investisseurs.

Nous avons assisté aussi à une nouvelle émission échangeable **Rag-stiftung** en **Evonik** pour 500 millions d'euros avec une maturité 2030 « *puttable* » en 2028 au pair avec un coupon de 2,25% et une prime de 20%. Dans le même temps, la société a racheté pour 450 millions de sa convertible 2024 à 97% et 50 millions de la souche 2026 à 94%.

Enfin, la société sud-africaine **Sybanie Stillwater**, spécialisée dans l'extraction de l'or et des métaux précieux, essentiellement le palladium et le platine, a émis pour 500 millions de dollars de maturité 2028 avec un coupon de 4,25% et une prime de 32,5%. Le cours de l'action a fortement corrigé à l'annonce du deal avant de rebondir le lendemain.

Achévé de rédiger le 24/11/2023

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.
- Coco (contingent convertible bonds) : format de dette subordonnée.
- Mortgage : une hypothèque est un instrument financier de garantie d'une dette.

AVERTISSEMENT**Ceci est une communication marketing.**

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

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