



FLASH MARCHÉS : L'INFLATION CONFIRME SON REFLUX

- Le Beige Book publié par la Fed souligne les risques croissants d'un ralentissement de l'activité. L'inflation confirme son reflux. Le PCE, indice privilégié par la Fed, affiche sa plus faible progression en octobre depuis début 2021 : 3% sur un an contre 7% au pic en juin 2022.
- En Europe également, l'inflation surprend à la baisse en novembre. Le reflux de l'inflation se voit dans tous les pays, et dans toutes les composantes (alimentation, énergie, biens et services), ce qui permettra de relâcher la pression de la politique monétaire européenne en 2024.
- Nous conservons à l'heure actuelle une vue positive sur la détention d'obligations d'Etat en raison des baisses de taux que nous voyons pour 2024. Sur le crédit, nous maintenons notre appétit pour le portage offert sur cette classe d'actifs tandis que sur les actions, nous conservons notre relèvement de score avec une orientation plus constructive.

La croissance américaine au 3^{ème} trimestre, qui avait surpris par l'ampleur de son rebond, a été révisée à la hausse dans les chiffres du produit intérieur brut. À noter toutefois que la mesure de la croissance par le produit national brut diverge de manière significative au cours de chacun des trois derniers trimestres, ce qui souligne les fragilités de l'appareil statistique américain. Les signes du ralentissement se multiplient : les dépenses de consommation ont ralenti, tandis que les inscriptions hebdomadaires au chômage ont progressé. Le *Beige Book* publié par la Fed souligne également les risques croissants d'un ralentissement de l'activité.

L'inflation confirme son reflux. Le PCE, indice privilégié par la Fed, affiche sa plus faible progression en octobre depuis début 2021 : 3% sur un an contre 7% au pic en juin 2022. Cette désinflation est d'abord le fait de la baisse des prix de l'énergie et de la stabilisation des prix des biens et il est rassurant de voir depuis quelques mois les prix des services, en particulier les loyers, prendre la direction d'un retour vers la cible de 2%. Cela permet aux membres de la Fed, même les plus faucons d'entre eux comme Christopher Waller, d'envisager des baisses de taux en 2024, non pas pour soutenir l'économie, mais pour accompagner le reflux de l'inflation par des taux directeurs « cohérents avec les règles de politique monétaire ». Cela conforte notre prévision selon laquelle la Fed a probablement fini d'augmenter ses taux dans ce cycle monétaire et que ses marges de manœuvre sont désormais suffisantes pour ouvrir la voie à des baisses de taux en 2024.

En Europe, l'inflation surprend également à la baisse en novembre. Le reflux de l'inflation se voit dans tous les pays, et dans toutes les composantes (alimentation, énergie, biens et services), ce qui permettra de relâcher la pression de la politique monétaire européenne en 2024. Seul le Japon voit encore son inflation progressée : les prix à la consommation accélèrent en octobre à 3,3%, les prix à la production des services de 2,3% (un record de trois ans). Même si les niveaux de l'inflation japonaise sont sans commune mesure avec l'inflation dont ont souffert les États-Unis et la zone euro, la pression est de plus en plus forte pour

que la BOJ sorte de sa politique de taux directeurs négatifs. Cette crainte nourrit le rebond du Yen depuis mi-novembre.

La réunion de l'OPEP+ souligne les divergences entre ses membres : l'Arabie Saoudite prolonge ses coupes de production de 1 million de barils par jour jusqu'en mars 2024 et a réussi à fédérer dans cette direction d'autres membres mais aucun accord officiel du cartel n'a été établi.

Le reflux de l'inflation permet aux banques centrales d'être davantage pro-actives avec des marges de manœuvre retrouvées, accompagné d'une baisse conjoncturelle de l'activité économique allant dans le sens d'un ralentissement de « milieu de cycle ». Toutes les classes d'actifs nous semblent être porteuses à moyen terme (taux, crédit, action). Nous avons réduit le cash dans nos portefeuilles au sortir du FOMC de début novembre pour saluer l'inflexion vers plus de souplesse de la Fed, et ce au profit des actions et des taux.

Nous conservons à l'heure actuelle une vue positive sur la détention obligations d'Etat en raison des baisses de taux que nous voyons pour 2024. Sur le crédit, nous maintenons notre appétit pour le portage offert sur cette classe d'actifs tandis que sur les actions, nous conservons notre relèvement de score avec une orientation plus constructive. Deux préférences se dégagent d'un point de vue géographique : les actions américaines et émergentes dans leur ensemble pour traduire le fait que la hausse des actions sera plus généralisée que par le passé, sous l'effet d'une stimulation fiscale en Chine plus importante et d'une résilience de la croissance des pays avancés. Les valorisations se sont fortement renchériées sur le mois, mais des opportunités demeurent dans des secteurs/zones encore en retard.

ACTIONS EUROPÉENNES

Le marché des actions européennes termine la semaine en hausse, soutenu par la baisse des taux longs, alors que le discours des membres des banques centrales en Europe et outre-Atlantique se veut plus accommodant vis-à-vis de la politique monétaire, et ce dans la lignée de chiffres d'inflation favorablement orientés : pour le mois de novembre en Europe, l'inflation totale a ralenti plus fortement que prévu (+2,4% contre +2,7% attendu). Le cours du pétrole s'est lui montré volatil au cours de la semaine, d'abord en hausse en vue de la réunion de l'OPEP jeudi, qui n'a finalement pas statué sur un compromis global, bien que l'Arabie Saoudite ait confirmé le prolongement de sa coupe de production d'1 million de baril par jour.

Du côté des messages de sociétés, le groupe de spiritueux français **Rémy Cointreau** annonce un bénéfice sous les attentes sur fond de baisse importante de la demande américaine et de guerre promotionnelle. La compagnie aérienne **Easyjet**, elle, renoue avec les bénéfices grâce à une demande dynamique, mais reste cependant prudente vis-à-vis de l'instabilité au Moyen-Orient qui a contraint à supprimer les vols vers Israël et la Jordanie.

Changement inattendu de gouvernance pour le groupe français de services IT **Capgemini**, qui a annoncé un changement de CFO à compter de 2024 : Carole Ferrand sera remplacée par Nive Bhagat, ancienne CEO de Capgemini Cloud Infrastructure Services.

La dynamique sur les émissions de capital se poursuit en Europe notamment avec **Ubisoft** qui émet environ 500 millions d'obligations convertibles à échéance 2031. Les frères Guillemot ont indiqué leur intention de participer au placement accéléré simultané. L'objectif de cette opération pour le groupe français de jeux vidéos est de s'octroyer une flexibilité

financière et refinancer sa dette existante. Enfin, le fabricant de matériaux de semi-conducteurs français **Soitec** a placé 430 000 titres (1,2% de son capital) pour un montant total de 72 millions d'euros.

ACTIONS AMÉRICAINES

En novembre, les trois principaux indices américains ont enregistré leur plus forte progression mensuelle en plus d'un an avec une hausse de 8,7% pour le Dow Jones (plus forte hausse depuis octobre 2022), +8,9% pour le S&P 500 et +10,7% pour le Nasdaq (plus forte hausse depuis juillet 2022 pour les deux derniers indices).

Les chiffres de la croissance américaine au 3^{ème} trimestre ont confirmé la bonne tenue de l'activité avec une révision à la hausse du PIB à +5,2% sur un an (au plus haut en 2 ans) contre +4,9% en première lecture.

Les prix des logements aux États-Unis ont également surpris par leur résilience au mois de septembre à +0,6% sur un mois et +6,1% sur un an. L'indice de confiance des consommateurs s'est apprécié pour la 1^{ère} fois en quatre mois à 102 contre 99.1 le mois précédent.

Les ventes du black Friday ont dépassé les prévisions avec 9,8 milliards de dollars, soit une hausse de 7,5% par rapport à l'année précédente. Les acheteurs américains ont dépensé 12,4 milliards de dollars lors du Cyber Monday, soit +9,6% par rapport à l'année précédente, ce qui en fait la plus grande journée d'achat en ligne, selon **Adobe Inc.** qui compile les données. La remise moyenne est de 30%, contre 24% l'année dernière.

La détente sur les attentes de la Fed a bien aidé le marché ce mois-ci. Ainsi, les futures sur les Fed funds anticipent désormais à 45% la probabilité d'une baisse des taux d'au moins 25 points de base au mois de mars contre 21% seulement en début de semaine.

Les prix du pétrole ont reculé de 2,4% à 75.90\$ sur le WTI suite à l'absence de conférence de presse et de décision commune par les pays producteurs de pétrole sur une baisse supplémentaire de la production.

Du côté des sociétés, le fabricant de processeurs **Micron** reculait de 1,8% suite à l'abaissement de ses prévisions en raison d'un dérapage de ses coûts opérationnels. Les valeurs de software étaient bien orientées suite au relèvement de prévisions de **Salesforce** (+9,3%) et à la publication de résultats meilleurs qu'attendu du spécialiste dans la gestion de données dans le cloud, **Snowflake** (+6,9%).

Ford reculait jeudi de 3,1% après avoir évalué à 8,8 milliards de dollars, soit 1,7 milliard de dollars de plus que pour **GM**, le coût de son nouvel accord social aux États-Unis.

Le laboratoire **ImmunoGen** spécialisé dans les traitements contre le cancer s'est apprécié de 82% jeudi suite à l'annonce de son rachat pour 10,1 milliards de dollars par **AbbVie**.

Disney réinstaure un dividende de 30 cents par titre pour le 2nd semestre 2023.

Tesla annonce ses deux cybertrucks : la version la moins onéreuse (61.000 dollars, plus de 50% au-dessus du prix indiqué par Musk en 2019) ne sera disponible qu'en 2025.

ACTIONS JAPONAISES

Les indices NIKKEI 225 et TOPIX n'ont guère évolué sur la période, avec respectivement un gain de 0,10% et une légère baisse de 0,14%. Les marchés actions japonais ont semble-t-il été influencés par la trajectoire du yen. Ils ont d'abord progressé sur fond de dépréciation temporaire du yen par rapport aux principales devises, avant de perdre du terrain sous l'effet du rebond de la devise nippone.

L'indice NIKKEI 225 a brièvement atteint un nouveau sommet annuel au cours de la semaine, mais il a fini par pâtir de prises de bénéfices à l'approche des fêtes de fin d'année.

Les secteurs des produits en caoutchouc et des métaux ont progressé de 2,63% et de 1,61%, respectivement. En effet, les investisseurs se sont repositionnés sur les grandes entreprises de ces secteurs car ils estiment qu'elles bénéficient de l'appréciation du yen. Le secteur du transport maritime a gagné 1,41% en raison de la forte hausse de l'indice des prix du transport maritime de vrac sec (Baltic Dry Index) et de l'intérêt manifesté par les investisseurs pour les actions décotées (value). En revanche, le secteur du papier et de la pâte à papier a perdu 2,82%, une grande société de courtage ayant révisé à la baisse ses recommandations à l'égard des principales entreprises du secteur. Le transport aérien a reculé de 2,28% en raison de prises de bénéfices sur les titres du secteur. Le secteur des machines a cédé 1,35% sous l'effet de la baisse de l'action de **Daikin Industries Ltd.**, société essentiellement active dans la fabrication et la vente de climatiseurs et de réfrigérateurs, qui a pâti de la révision à la baisse de la recommandation d'une grande société de courtage.

Chugai Pharmaceutical Co, Ltd. a encore séduit les investisseurs et a progressé de 5,63%, une grande société de courtage internationale ayant recommandé l'achat de son titre.

Recruit Holdings Co., Ltd., société essentiellement présente dans les technologies liées aux ressources humaines et le recrutement, a gagné 3,83%. **ValueAct Capital Management**, une société d'investissement américaine, a en effet pris une participation dans la société, témoignant du caractère attractif de sa valorisation. **Tokyo Gas Co., Ltd.** a progressé de 3,53% à la faveur de la baisse du prix du gaz et de l'appréciation du yen. **Shiseido Co. Ltd.** a chuté de 9,20% en raison de l'impact de la détérioration de l'économie chinoise sur ses derniers résultats. **Daikin Industries Ltd.** a perdu 6,32% pour la raison expliquée ci-dessus. **Panasonic Corp.**, fabricant de produits électroniques, a reculé de 4,40% en raison de prises de bénéfices, le yen s'étant renforcé par rapport aux principales devises.

Sur le marché des changes, le taux USD/JPY a fortement chuté, passant d'environ 149,5 à près de 147,2. Cette tendance s'explique principalement par la confirmation d'un pic des taux d'intérêt américains par le gouverneur de la Fed Christopher Waller, qui a aussi fait allusion à de premières baisses de taux plus tôt que prévu par le marché.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a gagné 0,7% (en USD) au cours de la semaine (à la clôture des marchés jeudi). La Corée et le Brésil ont globalement fait jeu égal avec les marchés émergents. Avec des progressions respectives de 1,88% et de 1,86%, l'Inde et Taïwan ont surperformé les autres pays, tandis que la Chine a sous-performé, avec un repli de 1,3% par rapport à la semaine précédente.

En Chine, l'indice PMI officiel du secteur manufacturier de novembre est resté en zone de contraction à 49,4, un niveau légèrement inférieur aux attentes (49,8). L'indice PMI calculé par Caixin, axé sur le secteur privé, est ressorti à 50,7 contre 49,5 le mois dernier. Les bénéfices du secteur industriel ont augmenté pour le troisième mois consécutif (+2,7%), un rythme toutefois plus lent qu'en septembre (+11,9%). La visite de Xi Jinping à Shanghai a été considérée comme favorable au secteur privé et au marché. Shenzhen a pris plusieurs nouvelles mesures pour promouvoir les VEN (véhicules à énergie nouvelle), notamment une réduction des taxes à l'achat et diverses exonérations. Sur le plan géopolitique, les négociateurs du Congrès américain vont probablement abandonner leur projet visant à renforcer les contrôles sur les investissements américains dans les technologies chinoises. Les États-Unis envisagent également de modifier les règles qui limitent les crédits d'impôt pour les véhicules équipés de matériaux chinois. La Chine réexamine actuellement les droits de douane appliqués aux importations de vin australien, en vigueur depuis le début 2021. Du côté des entreprises, **PDD** a annoncé des résultats nettement supérieurs aux attentes pour le 3^{ème} trimestre, grâce à la croissance soutenue de **Temu** à l'étranger. Les résultats du 3^{ème} trimestre de Meituan ont été légèrement supérieurs aux estimations grâce à des réductions de coûts, mais les prévisions ont déçu le marché.

À **Taïwan**, **TSMC** prévoit de construire une troisième usine au Japon pour ses puces de 6 nanomètres. En **Corée**, les exportations ont augmenté de 7,8% en glissement annuel en novembre, dépassant les prévisions (5%), tandis que les importations ont chuté de 11,6%, soit plus que le recul de 8,6% attendu.

En **Inde**, la croissance du PIB au 3^{ème} trimestre 2023 est ressortie à 7,6%, au-delà des estimations (6,8%). La production du secteur industriel a crû de 12,1% en glissement annuel en octobre, après 9,2% en septembre. Le gouvernement a validé une prolongation de cinq ans du programme de distribution gratuite de nourriture à 800 millions de personnes. Le crédit bancaire a encore enregistré une solide croissance en octobre (+19,7% en glissement annuel). Les investissements de portefeuille étrangers sur le marché de la dette domestique ont atteint un plus haut depuis 27 mois. L'Inde est en pourparlers avec **Boeing** et **Blue Origin** pour des partenariats dans le domaine spatial. **Tata Electronics** envisage de multiplier par deux la taille de son usine de fabrication de boîtiers pour iPhone à Hosur. **Alipay** a cédé sa participation de 3,4% dans **Zomato**. **JSW Group** va acquérir une participation de 35% dans **MG Motor** India.

Les pays d'Amérique latine ont bien résisté à la hausse des taux d'intérêt. Au **Brésil**, le taux de chômage est retombé à 7,6%, conformément aux attentes. Le gouvernement a augmenté le déficit budgétaire, qui s'élève désormais à 177,4 milliards de réaux. Plus de 190 000 emplois ont été créés le mois dernier, dépassant les estimations des analystes qui tablaient sur 135 000. Au **Mexique**, le taux de chômage a également baissé en octobre, à 2,75%. Le taux de chômage national de la **Colombie** est retombé à 9,2% en octobre, son plus bas niveau depuis novembre 2018.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Une semaine solide concernant les obligations privées largement portées par l'écrasement des taux. Les bons chiffres continus de l'inflation - avec un CPI européen ressorti à 2,4% le

30/11 - confirment la fin de la hausse des taux : le 5 et 10 ans Allemand respectivement perdent 28 points de base et 22 points de base à 2,34% et 2,42% (à vendredi matin). Dans le même temps, les primes de crédit sur l'Investment grade restent plutôt stables avec 145 points de base sur les bonnes notations et 430 points de base sur le segment haut rendement.

L'activité sur le marché primaire tant sur les *corporates* que sur les financières s'est calmée après des semaines marquées par des volumes d'émissions exceptionnels. À noter cependant quelques primaires notables comme **Piraeus Bank** en senior preferred à 6,75% 2029 pour 500 millions d'euros, ainsi que **Phoenix Assurance** en T2 30NC10 à 7,75% pour 350 millions de livres. Côté industriel, **EDF** a émis un green bond 2027 à 3,75% pour 1 milliard d'euros, et sur le segment haut rendement, nous avons assisté de la part de **Crown Holdings** à une émission BB+ à 4,75% 2029 pour 500 millions d'euros. La fin de l'année approchant, le primaire devrait graduellement s'assécher pour rouvrir en début d'année prochaine.

Les signatures de qualité gagnent +1,11% au cours de la semaine, largement portées par la dynamique sur les taux (et s'inscrivent à +5,1% depuis le début de l'année). Le haut rendement profite également de ce trend avec +0,78% (+8,9% depuis le début de l'année). À ce jour, le rendement des marchés obligataires Investment grade s'établit à 4,1% et 7,2% pour le marché obligataire du haut rendement, ce qui continue d'être de bons points d'entrée en termes de portage.

CONVERTIBLES

Le mois de novembre se termine bien pour le marché des obligations convertibles avec une troisième semaine consécutive positive pour les indices. En effet, les derniers commentaires des banquiers centraux ont permis une nouvelle détente du marché des taux, un nouveau resserrement du crédit et une poursuite du rebond du marché des actions.

Dans ces conditions favorables de marché, les émetteurs continuent d'être actifs avec plus de 4 milliards de nouvelles émissions. La principale opération nous vient des États-Unis avec le distributeur d'électricité et de gaz **PG&E Corporation** pour un montant de 1,9 milliard de dollars de maturité 2027 avec un coupon de 4,25% et une prime de 35%.

En Europe, nous avons eu deux opérations : **Bechtle AG** et **Ubisoft** pour un total de 800 millions d'euros. La société d'éditeur de jeux vidéo est revenue pour un montant de 500 millions d'euros maturité 2031 avec un coupon 2,875% et une prime de 47,5%. La société a aussi racheté pour 250 millions de sa convertible 2024.

En Asie, l'activité continue d'être focalisée au Japon avec trois nouveaux deals au cours de la semaine : **Kobe Steel** 2028 et 2030, **Sosei** 2028 et **Sanrio** 2028.

Achévé de rédiger le 01/12/2023

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