



## FLASH MARCHÉS : LE RETOUR DU RISQUE GÉOPOLITIQUE

- La zone euro continue de souffrir des conséquences de la guerre en Ukraine et en particulier de la sensibilité des prix de l'énergie aux aléas climatiques.
- La pression s'accroît sur la BCE pour assouplir sa politique monétaire afin de freiner l'affaiblissement de la dynamique économique.
- Au Japon, les signaux restent mitigés quant à la capacité de la Banque centrale à durcir sa politique monétaire.

Reléguée au second plan ces derniers mois par le conflit au Moyen-Orient, la guerre en Ukraine connaît de nouveau une phase d'escalade. A quelques jours de son départ de la Maison Blanche, Joe Biden a finalement autorisé Kiev à utiliser les missiles américains à longue portée pour frapper le territoire russe, ce à quoi Moscou a réagi en confirmant le changement de sa doctrine en matière d'armement nucléaire et en utilisant pour la première fois des missiles balistiques pour frapper l'Ukraine. Les deux parties semblent ainsi engager toutes leurs forces pour être dans la situation la plus avantageuse avant une éventuelle phase de négociation qui pourrait débiter sous l'impulsion de Donald Trump. Ce dernier s'est en effet engagé à mettre un terme à ce conflit, ce qui a largement renforcé les anticipations dans ce sens comme en témoigne la surperformance des actifs liés à l'Ukraine depuis son élection, bien que les négociations s'annoncent particulièrement difficiles.

En attendant, la zone euro continue de souffrir des conséquences de ce conflit et en particulier de la sensibilité des prix de l'énergie aux aléas climatiques. La vague de froid couplée à une faible production éolienne en Allemagne notamment ont entraîné le prix du gaz européen à un point haut depuis octobre 2023 (à près de 49 €/MWh) et dans son sillage les prix de l'électricité. Le coût élevé de l'énergie continue ainsi de peser sur le secteur manufacturier européen, comme l'ont illustré les indices PMI de novembre (43.2 en France comme en Allemagne). Le principal enseignement de ces derniers réside toutefois dans la dégradation rapide du secteur des services qui lui aussi plonge en territoire de contraction (49,2 en zone euro), pénalisé par la faiblesse de la confiance des ménages. Celle-ci a reculé au mois de novembre, sur fond notamment d'incertitude économique, fiscale, géopolitique mais aussi politique avec la chute du gouvernement en Allemagne et les doutes quant à sa survie en France. Le budget du gouvernement Barnier n'a en effet pas été voté par l'Assemblée nationale et a été envoyé au Sénat où il devrait être amendé mais sans garantie que la mouture finale puisse être validée par les deux Chambres. Si le recours à l'article 49.3 semble très probable, la capacité de Michel Barnier à rester en fonction est plus que jamais incertaine alors que le Rassemblement National menace de voter la motion de censure qui s'en suivra.

Dans ce contexte, la pression s'accroît sur la BCE pour assouplir sa politique monétaire afin de freiner l'affaiblissement de la dynamique économique. Une baisse de 25 pb de ses taux directeurs à la réunion de décembre semble quasiment actée selon certains de ses membres, mais les marchés financiers attribuent une probabilité de plus de 50% à une baisse plus importante de -50 pb. Ces attentes ont pressuré les taux européens mais surtout l'euro à la baisse, ce dernier atteignant un nouveau point bas à 1 € = 1,042 \$. Le manque

**d'attractivité des actifs européens s'est également reflété dans la sous-performance des indices actions par rapport à leurs pairs américains, lesquels profitent à la fois de l'accalmie sur les taux américains mais aussi des espoirs d'une nomination d'une personnalité modérée à la tête du Trésor américain.**

**Enfin, mentionnons qu'au Japon, les signaux restent mitigés quant à la capacité de la Banque centrale à durcir sa politique monétaire, avec d'un côté des indicateurs d'activité décevants et de l'autre une inflation (hors éléments volatils) qui reste élevée. La probabilité d'une hausse des taux directeurs à la prochaine réunion a toutefois dépassé 60% désormais.**

**En termes d'allocation d'actifs, nous restons bien investis sur les marchés actions, en demeurant surpondérés sur les actions américaines de manière tactique. Nous préservons par ailleurs notre vue positive sur le portage, notamment sur les marchés crédit Investment Grade sur les maturités plus courtes. En revanche, nous avons dégradé notre vue sur la dette émergente de positive à neutre, en tenant compte notamment de l'effet négatif lié à la vigueur du dollar et l'incertitude commerciale.**

## ACTIONS EUROPÉENNES

Cette semaine, l'Europe a été marquée par une escalade du conflit russo-ukrainien, avec l'utilisation de missiles longue portée américains et britanniques ciblant le territoire russe. En réponse, le président russe a signé un décret élargissant l'utilisation potentielle de l'arsenal nucléaire, provoquant une augmentation de plus de 5 % du prix du gaz naturel en Europe.

Sur le front économique, plusieurs données ont influencé les marchés. Les salaires en Europe ont enregistré une nette accélération au dernier trimestre, progressant de 5,4 % contre 3,5 % au trimestre précédent. Cette augmentation s'explique principalement par une forte hausse en Allemagne, où les salaires ont bondi de 8,8 %. Par ailleurs, les indices PMI des principales économies européennes sont restés en zone restrictive, affichant des résultats inférieurs aux attentes. Le Stoxx 600 a clôturé la semaine sur une note stable, avec une surperformance des secteurs de l'énergie et des technologies de l'information, tandis que l'immobilier et l'automobile ont accusé une baisse notable.

Dans le domaine des technologies, l'entreprise française **Soitec**, spécialisée dans les semi-conducteurs hors intelligence artificielle, a été saluée par le marché après la publication de ses résultats. Bien que les résultats soient conformes aux attentes, la confirmation des objectifs annuels pour 2025 a été bien accueillie, surtout dans un contexte où de nombreuses entreprises du secteur ont récemment revu leurs prévisions à la baisse. Le segment Mobile a par ailleurs montré une reprise marquée, avec une croissance trimestrielle de 160 %.

Dans l'industrie automobile, plusieurs constructeurs ont annoncé des mesures de réduction des coûts face à la persistance des faibles ventes. **Ford** a ainsi déclaré son intention de supprimer 4 000 emplois en Europe d'ici 2027. Chez le constructeur allemand **Volkswagen**, les syndicats ont proposé à la direction de réduire les dividendes versés aux actionnaires et de suspendre certaines primes pour économiser 1,5 milliard d'euros supplémentaires.

Enfin, dans le secteur de la distribution de produits de beauté, **Sephora**, détenue par **LVMH**, intensifie son expansion au Royaume-Uni. Guillaume Motte, son directeur général, a annoncé son ambition de doubler la taille de l'entreprise en Grande-Bretagne en ouvrant au moins 20 nouveaux magasins et en renforçant les ventes en ligne, dans l'objectif de concurrencer des rivaux tels que **Boots** sur le marché britannique de la beauté.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés ont progressé cette semaine, après une légère baisse vendredi dernier. Le Nasdaq 100 a surperformé l'ensemble du marché, mais cette tendance s'est inversée de manière notable en fin de semaine. L'attention des investisseurs était tournée vers **Nvidia**, dont les résultats ont finalement peu influencé les marchés. Bien que ses prévisions pour le quatrième trimestre aient été légèrement supérieures au consensus, elles restent en dessous des attentes élevées. La demande excède toujours les capacités de production, et ce trimestre est perçu comme transitoire avant l'introduction de **Blackwell**.

La vedette a été volée par l'entreprise **Microstrategy**, qui, en émettant de la dette afin d'acheter le plus de Bitcoin possible, a brièvement atteint les 100 milliards de dollars de capitalisation boursière, alors que les ventes générées par son activité historique de conseil représentent environ 500 millions de dollars.

Dans le secteur du logiciel, **Snowflake** a bénéficié d'un regain d'optimisme. L'entreprise, qui affiche une forte croissance, a revu à la hausse ses prévisions pour 2025 et signé un contrat avec **Anthropic**, rival d'**OpenAI**.

Dans le secteur de la consommation, **Walmart** a publié de très bons chiffres de croissance grâce à un dynamisme dans les ventes en livraison, et des gains de parts de marché auprès des ménages aux revenus annuels supérieurs à 100 000 dollars. Ces gains affectent les concurrents tels que **Target**, dont le cours chute sévèrement suite à une révision à la baisse de ses prévisions pour 2025. **Williams Sonoma**, spécialisé dans la vente de meubles et fournitures de maison, a relevé ses prévisions de revenus et de marges pour 2025, tout en restant prudent quant à son activité pendant la période de Noël.

Le short-seller Carson Block, CEO de **Muddy Waters**, a révélé une position short sur l'entreprise **Elf**, spécialisée dans les cosmétiques, l'accusant d'avoir gonflé ses revenus de près de 200 millions de dollars, à travers des manipulations comptables liées aux stocks.

L'administration Trump a annoncé vouloir simplifier les réglementations concernant les véhicules autonomes, afin de favoriser leur déploiement à l'échelle nationale, ce qui a naturellement bénéficié à **Tesla**.

Enfin, le DoJ a officiellement demandé à **Google** de se séparer de Chrome. Bien que cette décision ne soit pas encore définitive, elle a contribué à alimenter le mouvement de rotation observé jeudi hors des grandes entreprises technologiques. **Netflix** a fait exception, continuant de profiter des retombées du combat de boxe Tyson vs Paul, diffusé en direct sur sa plateforme le week-end dernier.

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a terminé la semaine sur une note stable (à la clôture des marchés jeudi). La Corée a surperformé les autres régions (+2,8%) et la Chine a progressé de 0,7%. Taïwan et le Brésil ont nettement sous-performé, avec des replis respectifs de 1,6% et 1,5%, et l'Inde a cédé 0,7%.

En **Chine**, les taux LPR à 1 an et à 5 ans sont restés inchangés, à 3,1% et 3,6%. En octobre, le taux de chômage des jeunes est ressorti à 17,1%, après 17,6% en septembre. Les grandes villes de catégorie 1 ont encore assoupli leur politique immobilière. La Chine a réactivé l'exemption de visa pour les résidents japonais. Le président Xi Jinping a déclaré lors des sommets de l'APEC et du G-20 qu'il était prêt à travailler avec la nouvelle administration Trump et à

coopérer avec l'UE pour trouver un terrain d'entente sur les droits de douane applicables aux véhicules électriques. L'Administration nationale de la presse et des publications (NPPA) a annoncé l'approbation de 112 jeux nationaux en novembre. **Trip.com** a publié des résultats solides pour le troisième trimestre, avec un chiffre d'affaires et une marge supérieurs aux attentes. La croissance de **PDD** est restée soutenue au troisième trimestre, mais la direction a à nouveau fait mention d'une augmentation de ses investissements et de pressions concurrentielles accrues. Les résultats du troisième trimestre de **Baidu** n'ont toujours pas fait état d'une embellie de son activité publicitaire. **NIO** a annoncé des résultats modestes et des perspectives légèrement inférieures au consensus, malgré le solide potentiel de sa nouvelle gamme de véhicules en 2025.

À **Taïwan**, les commandes à l'exportation ont augmenté en octobre de 4,9% en glissement annuel, soit le niveau le plus élevé depuis septembre 2022

En **Inde**, l'autorité gérant le mécanisme des prix administrés du gaz a annoncé une réduction de 18 à 20% des allocations au transport du gaz, après une réduction de 20% en octobre. Des élections locales ont été organisées dans l'État occidental du Maharashtra. Le gouvernement est en passe d'autoriser des investissements directs étrangers (IDE) à hauteur de 100% dans le secteur de l'assurance, afin d'attirer des acteurs mondiaux et d'augmenter la couverture d'assurance. **Tata Electronics** a accepté d'acquérir une participation majoritaire dans la seule usine de fabrication d'iPhone du producteur taïwanais **Pegatron** en Inde. Gautam Adani a été inculpé par des procureurs américains d'un projet présumé de corruption de fonctionnaires indiens.

En **Thaïlande**, le PIB du troisième trimestre a augmenté de 3%, soit bien plus que les 2,4% attendus.

Au **Brésil**, tous les regards étaient tournés vers l'annonce du plan de réduction des dépenses, mais celle-ci a été reportée à la semaine prochaine.

Au **Mexique**, le budget 2025 présenté s'est révélé conforme aux attentes. Une demande a été envoyée au Sénat pour reporter le premier tour des élections des juges au suffrage universel.

En **Argentine**, la confiance des ménages est passée de 42% en octobre à 45% en novembre.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

Cette semaine, la dynamique positive du marché du crédit est restée solide, malgré divers facteurs macroéconomiques et géopolitiques. Les chiffres macroéconomiques aux Etats-Unis, les interventions des banquiers centraux, les derniers développements géopolitiques autour de l'Ukraine ainsi que les résultats de **Nvidia** et les PMI européens n'ont pas entamé cette tendance.

Depuis le début de l'année, l'Investment Grade et le High Yield européens culminent respectivement à 4,2% et 7,7%. En termes de rendements en Europe, les obligations souveraines allemandes à 5 ans ont affiché 2 %, l'Investment Grade a atteint 3,2 %, et le High Yield s'est établi à 5,4 %.

La résilience du marché est soutenue par des facteurs techniques favorables, notamment des flux positifs et une offre limitée. Cette semaine, l'Investment Grade a enregistré une collecte

positive de 340 millions d'euros (+37 milliards d'euros depuis le début de l'année) et le High Yield a attiré 560 millions d'euros (+12 milliards d'euros YTD).

Sur le front des nouvelles émissions, **Iberdrola**, **Abertis** et **Roquette Frères** ont profité de la dynamique du marché des dettes hybrides pour émettre. Du côté du High Yield, **Iliad** a émis une obligation B+, à maturité 2030 à 5,375%, pour refinancer une échéance 2026, tandis que **Tui Cruise** a émis une obligation BB- 2030 à 5% pour refinancer une échéance 2026.

Malgré le ralentissement économique observé dans certains secteurs d'activité comme l'industrie et la consommation discrétionnaire, les agences de notation et les stratégestes crédit s'accordent à dire que les taux de défauts resteront sous les moyennes historiques (en-deçà des 4%). La solidité des fondamentaux des entreprises, l'accès aux marchés des capitaux et les ratios de capitalisation des banques sont au plus haut, tout comme l'intérêt continu des investisseurs privés et des fonds de private equity.

Du côté des entreprises, l'émetteur non noté **Intermarché** a obtenu une notation Investment Grade (BBB-) par S&P, permettant à son obligation, récemment émise, d'intégrer les indices, et donc d'attirer plus d'investisseurs. L'obligation a bondi de deux points suite à cette annonce, et affiche une performance de 6,7% depuis son émission le 15 juillet dernier. En revanche, la société française **Cerba**, acteur de référence du diagnostic médical, a publié des résultats décevants en raison des évolutions réglementaires et de la baisse des tarifs en France, lesquelles devraient continuer à peser sur ses résultats. La dette subordonnée du groupe (CCC) a ainsi perdu 3 points, ce qui laisse présager une restructuration financière potentielle.

*Achevé de rédiger le 22/11/2024.*

## **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.
- 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.
- Les AT1 font partie d’une famille de titres de capital bancaire connus sous le nom de convertibles contingents ou «Cocos». Convertibles parce qu’elles peuvent être converties d’obligations en actions (ou dépréciées entièrement) et contingentes parce que cette conversion ne se produit que si certaines conditions sont remplies, comme la solidité du capital de la banque émettrice tombant en dessous d’un seuil de déclenchement prédéterminé.

## **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