



EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT

FLASH MARCHÉS : LA CRAINTE D'UNE « BULLE IA » REFAIT SURFACE

- Les bons résultats de Nvidia n'ont pas réussi à enrayer les prises de profits sur le Nasdaq et à apaiser certaines craintes autour de l'IA.
- L'incertitude concernant les perspectives d'une réduction des taux par la Fed en décembre a accru les inquiétudes du marché.
- V. Zelensky a indiqué être d'accord pour travailler sur le plan de paix proposé par les États-Unis et la Russie, ravivant les espoirs de cessez-le-feu.

Les bons résultats de Nvidia n'ont pas réussi à enrayer les prises de profits sur le Nasdaq et à apaiser certaines craintes autour de la bulle de l'IA, les flux vendeurs de la part des CTA entraînant des corrections des indices américains en fin de séance. L'euphorie initiale des actifs risqués à la suite de la publication des excellents résultats financiers de Nvidia a été de courte durée. Bien que le boom des dépenses d'infrastructures dans les datacenters devrait se poursuivre l'année prochaine, il est probable que nous nous dirigeons vers une phase plus mature du cycle d'investissement, ce qui pourrait entraîner un examen plus minutieux de la part des investisseurs. Les incertitudes autour de cette thématique justifient des primes de risque plus élevées : capacité à monétiser ces dépenses et à les financer (financement circulaire, détérioration de la génération de flux de trésorerie et des leviers d'endettement), approvisionnement des datacenters en énergie et en eau.

L'incertitude concernant les perspectives d'une réduction des taux par la Fed en décembre a accru les inquiétudes du marché. La publication des minutes de la Fed et les interventions des membres du FOMC plaident plutôt pour un statut quo en décembre (30 % de probabilité implicite des futurs de taux, contre 40 % la semaine dernière et près de 70 % en début de mois). La publication du rapport sur l'emploi de septembre (le seul sur lequel la Fed pourra s'appuyer avant le FOMC de décembre) va également dans ce sens. Contrastant avec les mauvais chiffres d'août, les créations d'emplois se sont accélérées en septembre (+119k contre +55k attendus), notamment dans la construction, la santé et la restauration, tandis que le taux de chômage a poursuivi sa hausse à 4,44 %, en raison d'une légère progression du taux de participation.

L'Europe fonctionne bien en tant que facteur de diversification. V. Zelensky a indiqué être d'accord pour travailler sur le plan de paix proposé par les États-Unis et la Russie, ravivant les espoirs de cessez-le-feu.

Au Japon, la signature d'un plan de relance budgétaire de 21,3 trillions de JPY (3,2 % du PIB du Japon) a entraîné une augmentation rapide des rendements des obligations d'État japonaises, en particulier des JGB à très longue échéance, ainsi qu'un affaiblissement du yen. L'émission de JGB devrait augmenter et le risque d'intervention sur le marché des changes est également à surveiller.

En Chine également, des rumeurs s'ébruient au sujet de soutiens fiscaux pour relancer un marché immobilier à la peine depuis 4 ans.

Si nous saluons positivement les signaux d'accalmie dans les tensions sino-américaines, la vigueur des économies développées et la bonne tenue des marges des entreprises, nous restons particulièrement vigilants à l'aspect massif du financement privé dans le secteur de l'IA et les risques que font peser les valorisations historiquement élevées sur les bourses mondiales, en particulier aux États-Unis. Le repli des marchés actions depuis plusieurs jours en raison des doutes quant à la capacité de la Fed à poursuivre l'assouplissement monétaire à court terme, permettent de renouer avec des valorisations plus en lignes avec les fondamentaux des entreprises.

En nous basant sur le mode *risk-management* de la Fed adopté depuis la fin de l'été, nous pensons que les chances d'un nouvel assouplissement monétaire l'emportent sur le risque d'un statu quo lors du prochain FOMC, ceci pouvant soutenir une nouvelle fois les marchés actions. Il nous semble donc opportun de réduire progressivement notre biais défensif sur les actions.

Cet environnement nous conduit à être également plus constructifs sur la duration. Si la partie longue de la courbe des taux reste encore en proie à la prochaine décision de la Cour Suprême sur le maintien des droits de douane, la partie courte US reste plus attractive et protectrice en cas d'une surprise négative sur la prochaine batterie de chiffres économiques.

ACTIONS EUROPÉENNES

Dans un contexte de montée des inquiétudes autour de l'IA et d'un possible début de rotation sectorielle au détriment des valeurs technologiques, la saison des résultats du Q3 touche à sa fin. Plus de 85 % des entreprises européennes ont publié leurs résultats, avec un taux de dépassement du consensus sur les BPA avoisinant les 55 %, en ligne avec les moyennes historiques.

Sur le plan macroéconomique, le Royaume-Uni concentre les préoccupations : le recul du gouvernement sur la hausse de l'impôt sur le revenu pèse sur la crédibilité budgétaire, mais la décélération de l'inflation d'octobre et le ralentissement du marché du travail offrent à la Banque d'Angleterre davantage de marge pour envisager une baisse de taux dès décembre. Dans la zone euro, les exportations vers les États-Unis continuent de progresser, soutenues par la chimie et la pharmacie, mais la dynamique de croissance demeure fragile.

Sur le front géopolitique, un regain d'espoir autour d'un accord de cessez-le-feu en Ukraine, porté par un projet américain encore peu détaillé et élaboré sans réelle concertation avec Kiev ou les Européens, a engendré des prises de profits sur les acteurs de la défense. Des rumeurs concernant l'intention de l'Ukraine de commander une centaine de Rafales ont néanmoins dynamisé **Dassault Aviation**.

Côté valeurs, **Airbus** a été au centre de l'attention lors du Dubaï Air Show : le groupe serait sur le point de recevoir une commande d'environ 150 A321neo de la part de Flydubai, qui n'utilisait jusque-là que des Boeing. **TotalEnergies** a, de son côté, annoncé la signature d'un accord pour acquérir 50 % d'un portefeuille d'actifs énergétiques européens pour 5,1 Mds€, afin de renforcer sa présence dans des centrales au gaz et à la biomasse. La thématique de la souveraineté européenne et numérique reste centrale, comme en témoigne **SAP**, qui a dévoilé une collaboration avec **Capgemini**, **Bleu** et **Mistral AI** pour développer un cloud souverain.

Enfin, la saison des résultats laisse progressivement place aux Capital Markets Days où les annonces se multiplient : **ABB** a confirmé son objectif de croissance organique de 5-7 %, **Siemens Energy** a présenté des perspectives solides dans le gaz et les réseaux grâce à un

carnet de commandes record, et **Renk** a réaffirmé une trajectoire de croissance portée par une exécution renforcée, avec l'essentiel de la création de valeur attendu à l'horizon 2027-2028.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés américains ont terminé en net retrait cette semaine : le S&P 500 a reculé de -2,9 % (USD) et le Nasdaq 100 de -3,8 %. Ce mouvement de correction s'inscrit dans un contexte de positionnement plus défensif du côté des investisseurs après plusieurs semaines de doutes croissants sur la durabilité du *rally* lié à l'IA et sur les valorisations des mégacaps technologiques. Le rapport sur l'emploi de septembre, publié avec retard, fait état de 119 000 créations de postes mais aussi d'une remontée du taux de chômage à 4,4 %, un niveau record sur les quatre dernières années. La probabilité d'une baisse de taux en décembre est retombée autour d'un tiers, repoussant les premières baisses de taux à 2026. En toile de fond, les prises de position de Donald Trump – ses critiques répétées contre Jerome Powell, ses appels virulents à l'encontre d'élus démocrates et l'instrumentalisation des dossiers Epstein – ravivent les interrogations sur l'indépendance de la Fed et le cadre institutionnel américain. Sur le plan géopolitique, le rapprochement avec l'Arabie saoudite se renforce (accords énergétiques d'environ 30 milliards de dollars, ventes de F-35, projets massifs de data centers et de cloud souverain avec **Microsoft** et des acteurs locaux, autorisation d'exportations de puces IA avancées dans le Golfe), sur fond de recomposition des flux de pétrole – la Chine augmentant fortement ses importations de brut russe et moyen-oriental.

Le secteur technologique est resté au centre de l'attention et de la nervosité. **Nvidia** a reculé de -5 % en dépit de résultats trimestriels spectaculaires, avec un chiffre d'affaires en hausse de 62 % sur un an. Outre le poids spécifique de Nvidia dans les indices (qui représente environ 8 % du S&P 500), un sentiment plus général de saturation sur le thème de l'IA continue de s'amplifier. Les interrogations croissantes sur la « circularité » des flux d'investissement, la rentabilité des capex massifs des *hyperscalers*, et les mises en garde contre un surinvestissement sectoriel pèsent sur le sentiment général. Dans le même temps, **Alphabet** (+4,7 %) a fortement progressé en début de semaine, soutenue par la révélation d'une participation de **Berkshire Hathaway** et par le lancement de Gemini 3, nouvelle génération de modèle d'IA. **Tesla** (-2,3 %) a demandé à ses fournisseurs d'éviter les composants fabriqués en Chine pour les véhicules destinés au marché américain, illustrant la reconfiguration en cours des chaînes d'approvisionnement. Dans la consommation et la distribution, **Walmart** (+4,6 %) a annoncé une solide progression de son chiffre d'affaires et une forte dynamique dans l'e-commerce. À l'inverse, **Target** (-7 %) a annoncé une baisse des ventes plus marquée que prévu et revu en baisse ses guidances. **Home Depot** (-8,2 %) a déçu : le distributeur a publié des résultats inférieurs aux attentes et abaissé ses perspectives annuelles, pénalisé par une demande plus faible que prévu et un marché de l'immobilier aux États-Unis toujours atone. Dans les financières, **Citigroup** (-2,7 %) poursuit sa vaste restructuration, avec la nomination d'un nouveau directeur financier et un plan de 20 000 suppressions de postes. Enfin, dans la santé, **Johnson & Johnson** (+3,6 %) a mis la main sur **Halda Therapeutics** qui développe des traitements innovants contre le cancer. Le secteur apparaît ainsi comme un refuge relatif dans un environnement toujours plus incertain.

MARCHÉS ÉMERGENTS

L'indice MSCI EM a reculé de 1 % cette semaine en USD. L'Inde et Taïwan ont progressé respectivement de 0,75 % et 0,22 %. La Chine, le Brésil, la Corée et le Mexique ont reculé respectivement de 3,10 %, 2,56 %, 1,22 % et 0,85 %.

En **Chine**, la PBoC a maintenu son taux de référence LPR inchangé pour le sixième mois consécutif, conservant le taux à un an à 3 % et le taux à cinq ans à 3,5 %. Le gouvernement envisagerait de nouvelles mesures pour soutenir le marché immobilier. Les tensions diplomatiques avec le Japon se sont intensifiées à la suite des déclarations du Premier ministre japonais concernant Taïwan. Le gouvernement néerlandais a suspendu ses pouvoirs sur le fabricant de puces **Nexperia**, rendant le contrôle à son propriétaire chinois. **Xiaomi** a publié des résultats conformes aux attentes, mais fait face à des pressions sur ses marges et sa croissance jusqu'en 2026 en raison de la hausse du coût des smartphones et de l'incertitude liée aux nouvelles capacités de production de véhicules électriques. **PDD** a publié un chiffre d'affaires pour le troisième trimestre légèrement supérieur aux attentes, mais la direction reste prudente quant à la concurrence et aux investissements à long terme. Le chiffre d'affaires et le bénéfice d'exploitation de **Trip.com** pour le troisième trimestre 2025 ont tous deux dépassé les prévisions. **Sony Pictures** aurait acquis les droits d'adaptation cinématographique de **Pop Mart** pour développer un long métrage LABUBU.

À **Taïwan**, les commandes à l'exportation du mois d'octobre ont augmenté de 25,1 % en glissement annuel, mais restent inférieures aux prévisions de 28 %. **Foxconn** a annoncé des partenariats avec OpenAI, Nvidia et Intrinsic d'Alphabet afin de renforcer son rôle dans la chaîne d'approvisionnement de l'IA. Le gouvernement a approuvé le projet de Nvidia visant à créer une filiale et à construire un nouveau bureau.

En **Corée**, les exportations ont augmenté de 8,2 % au cours des 20 premiers jours de novembre, tandis que les importations ont progressé de 3,7 % en glissement annuel. Les prix à la production ont augmenté de 1,5 % en octobre, sous l'effet de la hausse des coûts des ordinateurs et des équipements électroniques. La Corée du Sud et les Émirats arabes unis ont signé un accord-cadre pour une collaboration stratégique dans le domaine de l'intelligence artificielle. **Samsung** a annoncé un remaniement majeur de sa direction.

En **Inde**, la production des industries de base est restée stable en octobre par rapport à l'année précédente, enregistrant son rythme le plus lent en 14 mois. Le Premier ministre Modi, à la tête de la NDA (alliance démocratique nationale), a remporté une victoire retentissante aux élections dans l'État du Bihar. Le gouvernement a publié la 21e tranche du programme PM-KISAN, accordant 180 milliards de roupies à 90 millions d'agriculteurs à travers le pays. **TPG** s'est engagé à investir 1 milliard de dollars dans une coentreprise avec **TCS** pour la création d'un centre de données dédié à l'IA.

Au **Brésil**, l'activité économique a reculé de 0,24 % en glissement mensuel en septembre, soit un résultat légèrement inférieur aux prévisions (-0,2 %). Le Congrès a approuvé des réductions des dépenses et des plafonds de crédit d'impôt visant à économiser 15 milliards de reais d'ici 2026. **XP Inc.** a publié des résultats solides pour le troisième trimestre, avec un bénéfice net ajusté supérieur aux attentes.

Au **Mexique**, les investissements directs étrangers ont atteint un niveau record de 41 milliards de dollars au troisième trimestre, en hausse de 15 % par rapport à l'année précédente. Le procès-verbal de la réunion de la Banque centrale (Banxico) a révélé que la plupart des membres s'attendent à une croissance économique faible et à une nouvelle baisse des taux

en décembre. **SQM** prévoit d'investir 2,7 milliards de dollars entre 2025 et 2027, dans le cadre d'un plan qui comprend l'augmentation de la capacité de production au Chili.

DETTES D'ENTREPRISES

Le sentiment sur les marchés actions et l'appétit pour le risque ont été volatils, alors que les marchés obligataires ont fait preuve d'une plus grande résilience. Le faible bêta du crédit par rapport aux actions a d'ailleurs été particulièrement notable. Fait intéressant, cette volatilité semble davantage liée au sentiment des investisseurs qu'à l'actualité, qui est globalement positive: solides chiffres de l'emploi aux États-Unis, très bons résultats de **Nvidia**, et lancement réussi du modèle d'IA Gemini 3 par **Alphabet**.

Par ailleurs, l'un des thèmes récurrents sur les marchés du crédit est l'idée que les obligations d'entreprises apparaissent aujourd'hui plus sûres que les obligations souveraines. L'exemple le plus frappant cette semaine est celui de la **Banca Commerciale Romana**, qui a émis une obligation senior à un rendement inférieur à celui des obligations d'État. Si ce phénomène est relativement fréquent pour les entreprises non financières, il est en revanche beaucoup plus inhabituel pour une banque.

Les marchés primaires restent ouverts et dynamiques, en particulier sur la dette subordonnée. Les récentes opérations d'**Ardagh Metal Packaging** (émetteur HY), **Vivion** (émetteur HY dans l'immobilier), **Saturn** (assureur britannique) et **Banca Transilvania** (AT1) en témoignent. La demande reste bien orientée: les nouveaux émetteurs tels que **HASI**, **Spire** (hybrides) ainsi que NLB (AT1) et les signatures de qualité comme **Merck** (hybride) ont été bien accueillis.

Cette semaine, les rendements du marché du crédit sont restés stables. Les produits dérivés ont néanmoins sous-performé les obligations cash, les indices Itraxx et CDX s'étant légèrement élargis par rapport aux spreads cash qui sont restés stables. Les hybrides d'entreprises ont légèrement sous-performé, effaçant une partie de leur récente surperformance.

Du côté des émetteurs, le secteur de la chimie est resté sous pression: **Iron Mountain** est la nouvelle cible d'une campagne de vente à découvert. Enfin, les obligations de **Worldline** et **Ubisoft** ont rebondi simplement en raison de l'absence de mauvaise nouvelle supplémentaire.

Achevé de rédiger le 21/11/2025.

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).
- CTA : stratégie quantitative qui investit principalement via des contrats à terme (futures) dans une vaste palette d'actifs financiers : Indices Actions, Taux Courts, Taux Longs, Devises, Matières Premières
- 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.
- Les RT1 : souches obligataires perpétuelles avec un rappel anticipé possible à 10 ans. Le paiement des coupons est discrétionnaire et non cumulatif.

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