



## EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT

### FLASH MARCHÉS : LA FED OUVRE LE BAL DES RÉUNIONS DE BANQUES CENTRALES

- La Fed a baissé ses taux de 25 points de base pour la troisième fois d'affilée entraînant une progression des marchés actions.
- En Europe, l'annonce de M. Zelensky d'envisager un référendum sur le contrôle de certains territoires ukrainiens renforce la probabilité d'un accord avec la Russie et a porté les actions de la zone euro.
- En Chine, les exportations ont rebondi en novembre, tandis que les importations n'ont pas progressé, signe d'une demande intérieure toujours faible.

Semaine cruciale avec la réunion de la Fed dans un environnement économique toujours incertain compte tenu du manque de statistiques publiées depuis le *shutdown* du gouvernement américain. Si la baisse des taux de 25 points de base était attendue, les investisseurs pensaient que le discours de M. Powell aurait un ton plus restrictif. Même s'il est possible qu'une pause soit amorcée, J. Powell a fait état du marché de l'emploi fragilisé pour guider cette décision et d'une inflation toujours élevée mais impactée par l'effet transitoire des droits de douane. Concernant l'emploi, il considère que les chiffres actuels du NFP surestiment les créations d'emplois et que potentiellement, il y aurait des destructions d'emplois aux États-Unis depuis plusieurs mois. De plus, la Fed a annoncé relancer ses achats d'actifs dès cette semaine pour maintenir un niveau de réserves suffisant et réinjectera ainsi des liquidités sur le marché. Les achats d'obligations se feront sur les titres à court terme à un rythme initial de 40 milliards de dollars par mois. Sur un ton plus optimiste, les attentes de croissance économique ont été relevées pour l'année 2026 passant de 1,8 % à 2,3 %. À la suite de cette réunion, les taux d'emprunt d'état américains ont baissé, actant le ton moins « *hawkish* » que prévu et les marchés actions ont repris le chemin de la hausse. Tous les indices ne progressent cependant pas de la même façon. Si les petites et moyennes valeurs américaines bénéficient d'un environnement économique attendu en amélioration pour 2026 et de la baisse des taux, les valeurs technologiques ont souffert. En effet, la publication des résultats d'Oracle avec des prévisions plus faibles qu'anticipées a pesé sur tout le secteur et le Nasdaq. Il en est de même des résultats de Broadcom qui n'ont pas convaincu les investisseurs. En fin de semaine, la Fed a réélu 11 présidents sur 12 des banques régionales, diminuant ainsi une incertitude sur l'indépendance de la politique monétaire américaine en 2026. L'éventualité d'élections de présidents des Fed régionales plus accommodants en raison de pressions politiques n'existant plus, les taux américains ont légèrement progressé sur cette nouvelle.

En Europe, l'annonce de M. Zelensky d'envisager un referendum sur le contrôle de certains territoires ukrainiens renforce la probabilité d'un accord avec la Russie et a porté plus haut les actions de la zone. Le chancelier Merz s'est dit « relativement optimiste » sur l'avancée des négociations.

**En France, le budget de la sécurité sociale a été adopté d'une courte majorité en seconde lecture à la faveur de négociations de dernière minute avec les différents partis politiques. Sauf imprévu, il devrait être adopté définitivement la semaine prochaine. Cela n'a eu que peu de conséquence sur l'écart de taux entre la France et l'Allemagne qui s'était déjà bien resserré. Les taux européens ont connu un nouveau rebond cette semaine avec des déclarations de Mme Schnabel laissant entendre que le prochain mouvement de la BCE pourrait être une hausse. Même si celle-ci n'est pas pour tout de suite, les investisseurs ont pris acte de cette position plus restrictive.**

**En Chine, les exportations ont rebondi en novembre, progressant de +5,7 % sur un an après une baisse de 0,8 % en octobre. Les flux commerciaux sont moins orientés vers les États-Unis, mais plus vers le reste du monde. Les exportations vers l'Union européenne ont notamment augmenté de 14,8 % en glissement annuel en novembre. Dans le même temps, les importations n'ont pas autant progressé, signe que la demande intérieure reste faible.**

**Dans cet environnement, nous conservons notre vue légèrement plus prudente sur les actifs risqués. Nous avons un score tactique positif sur la duration, et préférons les obligations des pays émergents ainsi que les obligations d'entreprises les mieux notées.**

## ACTIONS EUROPÉENNES

Dans un climat de marché encore hésitant où les investisseurs poursuivent leurs ajustements avant la fin d'année, la semaine a une nouvelle fois été rythmée par les trois grands thèmes de 2025 : Banques centrales, IA et négociations de paix en Ukraine.

Pendant que la Fed procédait à sa troisième baisse de taux consécutive de 25 points de base, le ton a été plus ferme en Europe : Isabel Schnabel, désormais considérée comme une candidate potentielle à la succession de Christine Lagarde, a laissé entendre que les taux de la BCE avaient probablement atteint un plancher et s'est déclarée à l'aise avec des anticipations de marché intégrant une prochaine hausse.

En France, le gouvernement a consolidé son équilibre politique avec l'adoption du budget de la Sécurité sociale. En revanche, l'absence d'économies significatives laisse présager un déficit public supérieur à 5 % du PIB en 2026. En Allemagne, la production industrielle a surpris positivement, portée par la construction et les équipements, tandis que l'Union européenne prépare un « *Affordable Housing Act* » afin de mettre fin à la crise du logement en Europe ; ce plan de relance serait un soutien indéniable pour les secteurs de la construction et des matériaux.

D'un point de vue microéconomique, l'actualité a été dominée par plusieurs annonces stratégiques. **Exosens** a remporté un contrat de 500 M€ auprès de l'OCCAR (Organisation conjointe de coopération en matière d'armement) pour des équipements de vision nocturne, remplissant ainsi son carnet de commandes jusqu'en 2029. **Nexans** a rassuré le marché en démentant toute annulation du projet *Great Sea Interconnector* (GSI), grand chantier d'interconnexion électrique entre la Grèce et Chypre, et en confirmant que l'exécution se poursuivait normalement. Bénéficiant de l'essor de l'IA, de la multiplication des data centers et de besoins énergétiques croissants, **Schneider Electric** a, lors de son *Capital Market Day*, présenté des ambitions renforcées avec une trajectoire de croissance annuelle de 7 à 10 % d'ici 2030 et une amélioration progressive de la rentabilité. **Brunello Cucinelli**, porté par une dynamique soutenue en Asie, a envoyé un message rassurant pour l'ensemble du secteur du luxe en augmentant sa guidance annuelle. De son côté, **L'Oréal** a renforcé sa présence dans la dermatologie en doublant sa participation dans **Galderma** à 20 %. Enfin, le spin-off de la

division Ice Cream d'**Unilever**, activité qui diluait la rentabilité du groupe, a eu lieu cette semaine et permettra donc aux investisseurs de se repositionner sur le dossier.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés américains ont clôturé la semaine proches de leurs récents sommets : le S&P 500 affiche une légère hausse de +0,45 %, tandis que le Nasdaq 100 reste quasi inchangé à -0,02 %. La hausse s'est principalement appuyée sur la baisse de 25 points de base des taux directeurs par la Fed. Jerome Powell a toutefois indiqué qu'après une probable pause, les prochaines décisions dépendraient des données, dans un contexte d'inflation encore élevée. Le message reste contrasté, avec une Fed divisée, des projections qui intègrent encore une baisse en 2026, et le lancement d'achats de *Treasury bills* pour maintenir un niveau de réserves confortable. Sur le plan politique et commercial, la question de l'indépendance de la Fed reste en toile de fond, Donald Trump accentuant la pression autour de la succession de Jerome Powell - décision attendue en janvier, avec Kevin Hassett en figure centrale -. Par ailleurs, Washington a abaissé ses tarifs sur la Suisse et a ravivé les tensions énergétiques en saisissant un tanker vénézuélien tandis que les marchés ont continué de suivre les discussions de paix Russie-Ukraine.

Du côté des entreprises, la semaine a été dominée par le débat sur l'IA et les investissements d'infrastructure. **Oracle** (-8,6 %) a décroché après une publication jugée décevante ainsi qu'un relèvement massif des capex malgré un FCF fortement négatif, ravivant des craintes sur la rentabilité à court terme de la course à l'IA. Dans son sillage, les semi-conducteurs ont été plus hésitants. Sur les mégacaps, **Alphabet** (-2,7 %) a été pénalisé par le lancement de GPT 5.2 par **OpenAI**. **Nvidia** (-0,8 %) est restée au cœur des enjeux géopolitiques : l'administration Trump a confirmé l'autorisation d'exporter les puces H200 vers des clients approuvés (avec contraintes de sécurité), dans un contexte où Pékin envisagerait des mesures restrictives. Dans les médias et le contenu, **Disney** (+5,9 %) a progressé après l'annonce d'un investissement de 1 milliard de dollars dans OpenAI avec l'intégration annoncée de personnages Disney dans Sora. **Netflix** (-6,1 %) a annoncé un accord pour racheter une grande partie des actifs de **Warner Bros. Discovery** (+13 %), ce qui a immédiatement ravivé les débats sur les risques de concentration et d'antitrust, Donald Trump soulignant qu'un tel rapprochement pourrait poser un problème compte tenu de la part de marché de la plateforme. Dans la foulée, **Paramount Skydance** (+5,7 %) a lancé une offre hostile concurrente sur **Warner**, relançant la surenchère au prix de 30 dollars par action, valorisant l'entreprise à 108,4 milliards de dollars.

Les financières ont nettement surperformé, portées par les valeurs de paiement, à l'image de **Visa** (+4,4 %) et **American Express** (+3,9 %).

Enfin, la santé a été portée par les traitements contre l'obésité et par l'innovation, qu'il s'agisse d'**Eli Lilly** ou de **Pfizer** qui a annoncé un accord avec **YaoPharma**, filiale de **Shanghai Fosun Pharmaceutical**, pour développer et commercialiser une pilule contre l'obésité.

## MARCHÉS ÉMERGENTS

L'indice MSCI EM a reculé de 0,54 % cette semaine en USD. Le Mexique, le Brésil, Taïwan et la Corée ont progressé respectivement de 3,17 %, 0,63 %, 0,35 % et 0,10 %. La Chine et l'Inde ont reculé respectivement de 2,27 % et 1,36 %.

En **Chine**, les exportations ont augmenté de 5,9 % en novembre, portant pour la première fois l'excédent commercial annuel à plus de 1 000 milliards de dollars, et ce malgré la baisse des exportations vers les États-Unis. Les voitures, les puces électroniques et les navires sont restés les principaux moteurs de la croissance. Sur le plan domestique, la croissance de l'IPC s'est accélérée en novembre (0,7 %), avec une forte hausse des coûts alimentaires, tandis que la déflation dans le secteur manufacturier s'est accentuée, avec un IPP en baisse de 2,2 %. Par ailleurs, la Conférence centrale sur le travail économique, chargée de définir les priorités pour 2026, s'est achevée cette semaine : la politique monétaire devrait continuer à soutenir l'activité mais s'abstiendra de renforcer les mesures de relance et la demande intérieure a été mise au premier plan dans un contexte d'apaisement des risques géopolitiques externes. Sur le front commercial, l'administration américaine a autorisé H200 à exporter vers la Chine, avec une taxe sur les revenus prévue à 25 % contre 15 % précédemment. Dans le même temps, le Mexique introduira des droits de douane pouvant atteindre 50 % sur de nombreux produits chinois, en plus des nouveaux droits de douane sur d'autres importateurs. De son côté, la Chine exigera des licences d'exportation pour certains produits sidérurgiques à partir du 1er janvier. Au niveau microéconomique, plusieurs grands producteurs chinois de polysilicium ont créé une coentreprise visant à réduire la surcapacité dans la chaîne d'approvisionnement solaire. Le groupe **CATL** prévoit d'émettre jusqu'à 10 milliards de yuans d'obligations, alors que **Vanke** a réuni ses créanciers obligataires afin de discuter d'un plan de prolongation de la dette sur un billet à ordre onshore de 2 milliards de yuans arrivant à échéance cette année.

À **Taiwan**, les exportations ont bondi de 56 % en glissement annuel en novembre, dépassant largement les estimations de 42 % et accélérant par rapport aux 49,7 % enregistrés en octobre. Les importations ont également bondi de 45 %, bien au-dessus des prévisions de 16,7 % et en hausse par rapport aux 14,6 % précédents. **TSMC** a annoncé une hausse de 24,5 % de son chiffre d'affaires en novembre 2025 par rapport à l'année précédente. **Delta Electronics** a enregistré une hausse de 38 % de ses ventes en novembre par rapport à l'année précédente.

En **Corée**, les données commerciales de décembre ont montré une progression de 17,3 % des exportations en glissement annuel au cours des dix premiers jours, soit une accélération considérable par rapport aux 6,4 % enregistrés au cours de la période précédente. La ministre des Affaires étrangères a cherché à accélérer la coopération avec les États-Unis dans le domaine de l'énergie atomique et des sous-marins à propulsion nucléaire. Moody's a relevé la note d'émetteur et la note senior non garantie de **SK hynix** de Baa2 à Baa1.

En **Inde**, la RBI a réduit son taux directeur de 25 points de base, conformément aux attentes. Le président russe Vladimir Poutine s'est entretenu avec le Premier ministre Narendra Modi lors du 23e sommet Russie-Inde, et ils ont convenu de diversifier leurs relations économiques mutuelles. Le représentant américain au commerce a déclaré que les États-Unis avaient reçu « les meilleures offres jamais proposées » par l'Inde au cours des deux jours de négociations. Les données quotidiennes sur le trafic passagers intérieur ont commencé à se redresser. **Amazon** a annoncé un investissement record de 35 milliards de dollars en Inde d'ici 2030 dans l'ensemble de ses activités, visant la numérisation basée sur l'IA et la croissance des exportations. **Microsoft** s'est engagé à investir 17,5 milliards de dollars entre 2026 et 2029 pour développer l'infrastructure cloud et IA de l'Inde, en plus des 3 milliards de dollars annoncés en janvier 2025. **JioHotstar** s'est engagé à investir 445 millions de dollars dans l'économie créative du sud de l'Inde sur cinq ans.

Au **Brésil**, les prix à la consommation ont augmenté de 0,18 % en novembre par rapport au mois précédent, soit légèrement en dessous des estimations qui tablaient sur une hausse de 0,19 %. Les ventes au détail d'octobre ont dépassé les prévisions, avec une hausse de 1,1 %

par rapport au mois précédent. La banque centrale a maintenu le taux Selic stable à 15 %, conformément aux attentes. Selon la Confédération nationale de l'industrie (CNI), l'augmentation des droits de douane au Mexique pourrait affecter 1,7 milliard de dollars d'exportations brésiliennes. **Sanepar** a approuvé un plan d'investissement pour 2026-2030 d'un montant total de 13,08 milliards de reais.

Au **Mexique**, l'inflation de novembre a été plus forte que prévu, l'IPC ayant augmenté de 0,66 % en glissement mensuel, contre 0,56 % attendu. La production et les exportations de véhicules ont toutes deux diminué en novembre. Le Congrès a approuvé des hausses tarifaires pouvant atteindre 50 % sur plus de 1 400 produits provenant de Chine et d'autres pays sans accord de libre-échange, visant principalement les automobiles, les textiles et les appareils électroménagers. Grupo Aeroportuario a finalisé l'acquisition d'**URW Airports** pour 295 millions de dollars. **Banorte** a reçu l'autorisation des autorités antitrust pour vendre **Bineo** à **Klar**.

En **Argentine**, l'inflation s'est accélérée en novembre pour atteindre 2,5 %, sous l'effet des prix des denrées alimentaires reflétant la volatilité des taux de change avant les élections de mi-mandat. En revanche, la croissance de l'activité en septembre a surpris positivement à 0,5 % en glissement mensuel. **Carrefour** a annoncé le lancement de ses activités en Argentine. Le gouvernement a officialisé une réduction des droits d'exportation pour la chaîne des céréales et des sous-produits. Le gouvernement a soumis la réforme du travail au Congrès. Enfin, J. Milei souhaite définir des règles de base en matière de gouvernance avec un « *Fiscal Stability Bill* », limitant les dépenses.

## DETTES D'ENTREPRISES

Le dernier comité de la Fed a ravivé le scénario « *Goldilocks* » sur les marchés du crédit. La banque centrale a en effet révisé à la hausse ses prévisions de croissance pour 2026 à 2,3 % (contre 1,8 % précédemment), tout en anticipant une inflation ramenée à 2,4 % (vs 2,6 %). Une croissance en légère progression, combinée à une inflation maîtrisée, constitue un environnement idéal pour les actifs de crédit.

Dans ce contexte, les indices iTraxx Crossover et Main se sont respectivement resserrés de 5 et 1 pb, atteignant leurs plus bas niveaux depuis 2022.

Depuis le début de l'année, les performances des segments Investment Grade (IG) et High Yield (HY) s'établissent à 2,8 % et 5,2 %. Les rendements actuels, à 3,2% pour l'IG et 5,0% pour le HY, se situent toujours autour du 60<sup>e</sup> percentile sur les dix dernières années, suggérant des niveaux de portage encore attractifs.

La saisonnalité de fin d'année est historiquement favorable et le contexte technique reste solide. JP Morgan fait ainsi état de 135 M€ de collecte sur l'IG et 148 M€ sur le HY sur la dernière semaine.

Sur le marché primaire, l'opération marquante de la semaine est le refinancement de l'aciériste espagnol **Celsa**, qui a émis une obligation notée B+ de 750 M€, échéance 2030, avec un coupon de 8,25 %. L'émission a rencontré une forte demande et affiche déjà une performance de plus de 2 % sur le secondaire.

Du côté des émetteurs, l'opérateur de satellites français **Eutelsat** a finalisé une première augmentation de capital de 670 M€ dans le cadre d'un projet global de 1,5 Md€. Une opération de refinancement de l'ensemble de sa structure de capital est attendue dans un second temps.

*Achevé de rédiger le 12/12/2025.*

## **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