



FLASH MARCHÉS : DIVERGENCES PERSISTANTES ENTRE LES DEUX CÔTÉS DE L'ATLANTIQUE

- **En Europe, les dernières nouvelles n'ont pas offert de meilleure visibilité politique.**
- **Aux Etats-Unis, la croissance reste toujours résiliente.**
- **Nous maintenons notre vue tactiquement positive sur les actions, américaines et chinoises en particulier, comme notre vue stratégique sur le crédit Investment Grade.**

En Europe, les dernières nouvelles n'ont pas offert de meilleure visibilité politique. Alors que Moody's dégrade la notation souveraine de la France, la nomination de M. Bayrou n'offre pas de certitude sur l'élargissement à gauche du gouvernement. Les socialistes ont annoncé refuser de participer au gouvernement pour proposer un pacte de non censure en échange de l'engagement à ne pas utiliser le 49.3 et de concessions réciproques. Par contre, la loi spéciale permettant la reconduction du budget 2024 mois par mois sur 2025 a été votée à l'unanimité. En Allemagne, la confirmation de la perte du vote de confiance par M. Scholz ouvre la voie à des élections en février. La CDU, parti en tête dans les sondages, contrairement aux dernières déclarations de son candidat Merz en faveur d'une réforme du frein à l'endettement, a publié un programme réfractaire à une réforme comme à de l'endettement supplémentaire au niveau national comme européen. Ceci limite de fait cette réforme à une monnaie d'échange dans les négociations de coalition et pour laquelle un large accord tripartite avec le SPD et le Verts serait nécessaire pour changer la constitution.

Cette faiblesse se reflète dans les indicateurs d'activité manufacturiers des deux pays qui continuent à baisser à 41,9 pour la France et 42,5 pour l'Allemagne, tandis que celui de la Zone Euro est stable à 45,2. Côté services, une légère amélioration peut être notée à 48,2 pour l'indicateur français et 51 pour l'allemand, ce qui reste en-deçà des 51,4 au niveau européen, et encore plus nettement du niveau de l'indicateur composite de la Zone Euro hors France et Allemagne en rebond à 52,6 versus 50,6 en novembre. Le climat des affaires allemand IFO est décevant à 84 versus les 87,5 attendus.

En réponse à cette conjoncture, la Banque centrale européenne est susceptible d'accélérer l'assouplissement de sa politique monétaire pour soutenir l'économie en 2025, à l'inverse de son homologue d'outre-Atlantique.

Aux Etats-Unis, la croissance reste toujours résiliente avec une divergence qui s'est accrue, du fait de la perception de l'impact de l'élection de Trump, entre un indicateur manufacturier en ralentissement à 48,5 et un indicateur de services en hausse à un plus haut niveau depuis trois ans à 58,5. Les ventes au détail se portent mieux que prévu à +0,7% tandis que la production industrielle ressort en deçà des attentes à +0,3%.

La Fed a décidé de réduire ses taux directeurs de 25 pb, accompagné d'un discours prudent sur ses futures baisses de taux : la banque centrale américaine a révisé ses attentes d'inflation et de taux directeurs à la hausse, anticipant désormais seulement deux baisses de taux en 2025 (contre quatre lors de la dernière publication), ce qui a conduit à un renforcement des taux américains et du dollar, tout en impactant les marchés actions. Une

partie de ses membres anticipe l'impact potentiellement inflationniste des mesures sur l'immigration ou les tarifs douaniers prévues par Trump.

Parallèlement, la Banque du Japon comme la banque d'Angleterre ont maintenu leurs taux inchangés. La première privilégie le soutien à la croissance et repousse ainsi une éventuelle hausse de taux à 2025 tandis que la seconde renonce à une nouvelle baisse du fait d'une croissance des salaires soutenue.

En Chine, la reprise de la demande intérieure stagne, comme le montre la faible augmentation des ventes au détail, ceci devrait inciter les autorités chinoises à des interventions budgétaires plus substantielles, d'autant plus face aux menaces protectionnistes.

Nous maintenons notre vue tactiquement positive sur les actions, américaines et chinoises en particulier, comme notre vue stratégique sur le crédit Investment Grade.

ACTIONS EUROPÉENNES

À l'instar de la Banque centrale européenne la semaine dernière, la Réserve fédérale américaine a réduit ses taux directeurs de 25 points de base. Cependant, le ton prudent des banquiers centraux américains concernant la poursuite de cette politique monétaire a attiré l'attention, ce qui a conduit à une ouverture en baisse des marchés européens suite à ces annonces. Sur le plan économique en Europe, on note une légère amélioration du PMI composite de la zone euro, passé de 48,3 à 49,5 au mois de décembre. Sur la semaine, le marché européen a globalement reculé, influencé principalement par les tendances du marché américain, à l'exception du secteur de la santé, qui a démontré son caractère défensif et a affiché une performance positive.

L'entreprise française de défense, **Exosens**, nouvellement cotée en bourse depuis juin 2024, a récemment annoncé la confirmation d'une importante commande de tubes intensificateurs d'images destinée à l'Allemagne. La livraison est prévue pour 2026, et cette commande n'était pas pleinement anticipée par les analystes, ce qui a entraîné une hausse de plus de 10 % du titre suite à cette annonce.

Dans le secteur bancaire, **UniCredit** a déclaré avoir renforcé sa participation dans **Commerzbank** en utilisant des instruments dérivés. La banque italienne détient désormais 28% du capital de Commerzbank, dont 9,5% via des actions directes. Cette situation a entraîné une réaction du gouvernement allemand, actionnaire de Commerzbank, qui a demandé à UniCredit de céder sa part, exacerbant ainsi les tensions entre ces deux principaux actionnaires. Par ailleurs, UniCredit poursuit son projet de fusion avec **Banco BPM**, sa rivale italienne, dans le cadre de ses ambitions d'élargissement européen, confirmant que ces opérations restent d'actualité.

Dans le secteur aéronautique, la Commission européenne et l'Agence spatiale européenne ont signé un accord portant sur le projet de constellation de satellites en orbite basse, visant à concurrencer Starlink. Ce projet, d'une valeur supérieure à 10 milliards d'euros, bénéficie de financements publics mais aussi privés. La société française **Eutelsat** investira 2 milliards d'euros à elle seule dans le projet et a choisi **Airbus** pour la construction de 100 satellites, avec une livraison prévue pour la fin 2026. D'autres sociétés font également partie du projet à savoir **Deutsche Telekom**, **Thales** et **Orange**.

ACTIONS AMÉRICAINES

Première semaine de correction sur les marchés depuis la victoire de Donald Trump à la présidence, alimentée par la posture prudente de J. Powell concernant l'évolution de l'inflation et la dynamique future de baisse des taux, plus modérée en raison de la force de l'économie. Alors que les marchés anticipaient une volatilité très faible à l'occasion du FOMC, l'inverse s'est produit : c'est la plus forte baisse du S&P500 en un jour engendrée par un discours de la FED depuis mars 2020. Le S&P500 et le Nasdaq 100 corrigent de près de 3%, et le Russell 2000 de 5%. Le mouvement de hausse récent des indices, tiré par les grosses capitalisations de la tech, masquait un mouvement de vente déjà amorcé dans certaines parties du marché : l'indice S&P500 Value notamment, n'a connu que des jours de baisse durant le mois de décembre. Le mouvement de mercredi soir a été alimenté par une hausse de la volatilité, tandis que le positionnement des investisseurs sur le marché est à un niveau extrême. Le fondateur et Chairman d'**Interactive Brokers** partageait ses inquiétudes la semaine dernière sur le niveau record de marges de ses clients, alors que le marché est à un niveau élevé. Le secteur de l'immobilier a été particulièrement touché par ce mouvement, en raison de l'impact de la remontée des taux longs. Les résultats du constructeur de maison **Lennar** témoignent du ralentissement des commandes sur le quatrième trimestre, nécessitant une activité promotionnelle plus élevée : leurs marges en pâtissent. Au sein des semi-conducteurs, **Micron** corrige en raison de dépenses en CAPEX plus élevées que prévues pour 2025, ayant un impact négatif sur leurs marges. Au sein de l'alimentation, **General Mills** abaisse ses prévisions 2025 en termes de rentabilité, en raison d'une activité promotionnelle plus élevée que prévue. **Lamb Weston**, un des principaux fournisseurs de restaurants en alimentation surgelée, abaisse également ses prévisions pour 2025. Dans la santé, **Merck** se lance à son tour à la conquête du marché de l'obésité, avec l'annonce d'un GLP 1 oral à venir.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a corrigé de 1,05% cette semaine à la clôture de mercredi. Taïwan a surperformé les autres régions, en hausse de 1,07%, tandis que la Chine et la Corée ont légèrement baissé de 0,52 % et 0,82 %, respectivement. Le Brésil a reculé de 6% au cours de la semaine, tandis que l'Inde a également perdu 2,04%.

En **Chine**, les ventes au détail de novembre sont ressorties à +3%, en dessous des attentes (+5%) et +4,8% en octobre, reflétant les effets des retours liés à un début précoce de la fête du shopping. La croissance de la production industrielle a légèrement augmenté à 5,4% en glissement annuel en novembre, contre 5,3% précédemment, en partie en raison d'une croissance plus rapide de la production automobile. La croissance des investissements en actifs fixes a ralenti à 2,4% en glissement annuel en novembre, toujours tirée par les dépenses d'investissement des entreprises d'État. Le taux de chômage chez les jeunes s'est établi à 16,1% en novembre, en hausse par rapport au 17,1% en octobre. Les données à haute fréquence suggèrent que la reprise du marché immobilier s'est poursuivie en décembre, avec des ventes de maisons neuves dans 30 grandes villes en hausse de 17% en glissement annuel au cours des 15 premiers jours de décembre. Le gouvernement étend les séjours de transit sans visa de 6 jours à 10 jours. CATL fournira un soutien financier à ses fournisseurs pour stabiliser la chaîne d'approvisionnement. La société envisage une deuxième cotation à Hong Kong pour lever au moins 5 milliards de dollars.

À **Taïwan**, Hon Hai commencera à produire des AirPods en Inde à partir du 1^{er} trimestre 2025. La société serait en pourparlers avec Renault pour racheter ses 35% de Nissan.

En **Corée**, l'équipe de transition de Trump chercherait à réduire le soutien aux véhicules électriques et à imposer des droits de douane sur les matériaux des batteries.

Le déficit commercial de **l'Inde** est passé de 27 milliards de dollars en octobre à 37,8 milliards de dollars en novembre, en raison de la faiblesse des exportations et de l'augmentation des importations d'or. Dixon signe un accord avec la société chinoise de téléphonie mobile Vivo pour fabriquer des smartphones. JSW Energy est en pourparlers avec LGES pour établir une coentreprise de 1,5 milliard de dollars pour fabriquer des batteries EV/ESS.

Au **Brésil**, le régulateur ANS a présenté des études et une proposition de modifications réglementaires. Eletrobras a retardé la date d'un accord avec le gouvernement fédéral sur le droit de vote.

Au **Mexique**, le PIB réel s'est accéléré à 1,08% en glissement trimestriel au 3eme trimestre 2024. La Cofece a imposé une amende de 5 millions de dollars à Walmex et ordonné l'arrêt de certaines clauses de négociation avec les fournisseurs.

En **Argentine**, le PIB du 3eme trimestre a surpris positivement à 3,9% en glissement trimestriel et -2,1% en glissement annuel, contre 3,4% et -2,6% attendus. L'Argentine a enregistré un autre excédent nominal en novembre. Depuis le début de l'année, l'excédent primaire est de -2,0% du PIB, l'excédent nominal étant de 0,6%. Le taux de chômage continue également de s'améliorer (de 7,6% au 2eme trimestre 2024 à 6,9% au 3eme trimestre 2024).

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Noël approche à grand pas, mais la Fed est venue réveiller un marché un peu trop tiré par les éléments techniques de fin d'année : inventaires des traders légers et souscriptions dans les classes d'actifs obligataires. Si le chemin de la politique monétaire européenne semble aujourd'hui plus ou moins tracé, les incertitudes se concentrent sur les Etats-Unis où l'élection de Trump a brouillé les signaux, et le Royaume Uni qui a maintenu son taux à 4,75% avec 3 gouverneurs sur 9 soutenant une baisse. Ces incertitudes ont été confirmées ce mercredi, quand Jérôme Powell, gouverneur de la banque centrale américaine, a annoncé que la Fed entrait dans un nouveau chapitre de son assouplissement monétaire. Des données économiques plus probantes seront nécessaires pour déclencher des baisses de taux.

En conséquence, l'indice Crossover s'écarte de 11pb à 310pb et les marchés n'anticipent plus qu'environ 35pb de baisse de taux en 2025 pour la Fed! Dans ce contexte, le réassureur français **Scor** a eu la clairvoyance d'émettre une RT1 en tout début de semaine, profitant des éléments techniques mentionnés plus haut et attirant un carnet d'ordre de près de 3 milliards €, pour une souche de 500 millions € assortie d'un coupon de 6%. Il s'agit probablement de la dernière émission notable de 2024. Le cash se porte toujours bien malgré tout. On note qu'il y a peu de flux vendeurs en cette période de fin d'année.

Achevé de rédiger le 19/12/2024.

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 durée 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.
- Cocos (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