



EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT

FLASH MARCHÉS : LES MARCHÉS RENOUENT AVEC UNE CERTAINE NERVOUSITÉ

- Les discours divergents des membres de la Fed sur les baisses de taux accentuent la nervosité des marchés.
- Le « *shutdown* » du gouvernement américain, désormais le plus long de l'histoire, pousse les partis vers un dialogue susceptible d'aboutir prochainement à un compromis.
- Dans la zone euro, le PMI Composite est confirmé en hausse et les données économiques surprennent positivement depuis fin octobre.

Le mois de novembre débute avec un peu de nervosité sur les marchés. Les investisseurs ont été surpris par le discours moins accommodant de Jerome Powell la semaine précédente remettant en cause la baisse de taux prévue au mois de décembre. Les prises de parole de membres de la Fed soufflent le chaud et le froid. Tous les avis ont été exprimés à l'instar de ceux de Stephen Miran et Mary Daly qui évoquaient plus de baisses de taux dues à la fragilité du marché de l'emploi, ou ceux de Lorie K. Logan et Beth M. Hammack opposées à cela, mettant en avant la vigueur et la persistance de l'inflation.

Le « *shutdown* » du gouvernement américain est maintenant le plus long de l'histoire, dépassant celui de fin 2018 - début 2019 qui avait duré 35 jours. Cependant, les possibles conséquences négatives sur l'économie américaine poussent les partis à se reparler et un compromis paraît aujourd'hui plus probable dans les prochains jours. La plupart des données économiques ne sont toujours pas publiées et cela complique la tâche de la Fed et des investisseurs. Pour autant, les indicateurs avancés ISM et PMI continuent d'être publiés et l'ISM Manufacturing est ressorti en légère baisse, toujours sous le niveau de 50, montrant la difficulté du secteur industriel. Cependant, la composante prix s'est inscrite en baisse et les nouvelles commandes et l'emploi en hausse, sur des niveaux assez faibles (respectivement 49,4 et 46). Du côté des services, l'environnement est meilleur avec des indicateurs PMI et ISM au-dessus de 50 (respectivement 54,8 et 52,4). La composante « nouvelles commandes » de l'ISM des services est bien meilleure passant de 50,4 à 56,2 et largement au-dessus des attentes. L'emploi est en légère hausse aussi. En revanche, la composante prix est elle aussi plus élevée et au plus haut depuis fin 2022, montrant la pression inflationniste actuelle.

Côté emploi, les chiffres de la semaine donnent des vues un peu contradictoires : l'enquête ADP a montré une légère création d'emplois pour le mois d'octobre alors que le « *Challenger Job Cuts* » indique une forte remontée des licenciements. Bien que limitées, ces statistiques ont néanmoins eu des effets sur les marchés de taux américains. Ces derniers ont progressé sur les ISM Services et sont repartis à la baisse sur le chiffre du Challenger et d'autres données alternatives alertant sur le ralentissement de l'emploi. Le dollar a réagi de façon similaire.

En Europe, les PMI montrent un fort secteur des services en Espagne, en Italie et en Allemagne, avec la France toujours à la traîne. Globalement pour la zone euro, le PMI Composite est confirmé en hausse à 52,5 et les données économiques surprennent positivement depuis fin octobre. Au Royaume-Uni, la BoE a tenu sa réunion et a laissé ses taux stables en ouvrant la porte à une prochaine baisse. Le vote a cependant été très serré pour cette décision, alors que le dernier chiffre d'inflation était meilleur que prévu. Le risque se trouve du côté de la croissance économique avec la volonté de Rachel Reeves de mettre en place une politique budgétaire plus restrictive.

Sur le volet géopolitique, on peut noter une détente des relations Chine - États-Unis. La Chine a réduit de 24 % ses droits de douane sur les produits américains pour un an, en réponse à la réduction des droits de douane américains liés au fentanyl. La Chine a également suspendu les contrôles sur les exportations de certaines terres rares. Aux États-Unis, la Cour Suprême a commencé l'examen du recours contre la mise en place des taxes douanières et son premier avis montre que les juges ne sont pas alignés avec la vision de Donald Trump sur l'utilisation de la loi d'urgence. Le chemin est encore long avant d'avoir une décision définitive.

Dans ce contexte, des déclarations de certains responsables de grandes banques américaines et du FMI mettant en garde contre une correction des actions en raison, entre autres, de leurs fortes valorisations, ont été un argument supplémentaire pour des prises de profits, particulièrement sur les actions technologiques liées à l'intelligence artificielle.

Nous conservons notre vue prudente sur les actifs risqués, notamment sur les actions américaines. Nous avons une vue neutre sur la duration et préférons les obligations des pays émergents ainsi que les obligations d'entreprises les mieux notées.

ACTIONS EUROPÉENNES

Ces derniers jours, l'aversion pour le risque est réapparue en raison de l'absence de catalyseurs positifs, avec des banques centrales qui temporisent et des tractations géopolitiques au point mort. Les attentes d'une nouvelle baisse des taux directeurs par la BCE d'ici la fin d'année semblent diminuer, à la suite de la réunion de la semaine dernière et de la publication de l'inflation en zone euro, qui a légèrement baissé pour s'établir à + 2,1 %, se rapprochant de l'objectif attendu.

La saison des résultats continue d'influencer les arbitrages sectoriels, à l'instar de la surperformance du secteur de l'automobile après la publication de **BMW**, porté par une demande supérieure aux attentes pour le premier modèle de sa nouvelle génération de véhicules. De même, du côté du tourisme avec **Ryanair**, qui a fait état d'un bénéfice net supérieur aux attentes et a revu à la hausse sa prévision de trafic de passagers. **Rheinmetall** a publié un chiffre d'affaires légèrement au-dessus des attentes et a annoncé une hausse de la demande de l'armée allemande, lui permettant d'atteindre une croissance exceptionnelle. Dans le secteur de l'énergie, **GTT** a relevé ses prévisions après un troisième trimestre supérieur aux attentes confirmant la solidité de son activité principale et la poursuite de prises de commandes records compte tenu des besoins de nouveaux navires. **Veolia** a également publié des résultats confirmant ses objectifs à court et moyen terme.

A contrario, le secteur de la santé a été pénalisé par les résultats de **Novo Nordisk** qui a revu à la baisse ses prévisions pour la quatrième fois cette année en raison du ralentissement des ventes de ses médicaments phares. **Biomérieux** a également légèrement abaissé sa prévision de croissance en raison d'une saison grippale plus tardive, sans remettre en cause ses perspectives à moyen terme.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés américains ont lourdement corrigé cette semaine, le S&P 500 reculant de -1,8 % et le Nasdaq 100 de -2,8 %, mettant fin à plusieurs semaines de progression. Sur le plan macroéconomique, les données sur l'emploi ont semé le doute sur la solidité du cycle américain. Sur les dix premiers mois de l'année, plus d'un million de licenciements ont été annoncés. Ces chiffres contrastent avec le rapport ADP, qui fait état de +42 000 créations d'emplois dans le privé, mais suffisent à raviver la crainte d'un ralentissement marqué du marché du travail. La prudence s'est aussi renforcée dans un contexte politique et budgétaire particulièrement tendu. Parallèlement, plusieurs juges conservateurs de la Cour suprême ont exprimé leur scepticisme quant à la légalité des droits de douane imposés par Donald Trump, ouvrant la voie à un éventuel assouplissement futur des barrières commerciales.

Les prises de bénéfices se sont accentuées dans les secteurs les plus exposés à la technologie et à l'intelligence artificielle, après les mises en garde répétées de dirigeants de grandes banques américaines sur le risque de surchauffe des marchés. Le secteur a subi un repli marqué, notamment du côté de **Nvidia** (-7,1 %), **AMD** (-7,2 %) et **CoreWeave** (-20 %). En parallèle, **Amazon** s'est distingué après l'annonce d'un partenariat d'une valeur de 38 milliards de dollars avec **OpenAI**. **Microsoft** (-4 %) a indiqué que la principale limite à sa croissance dans l'IA n'était plus le manque de puces, mais les contraintes physiques et énergétiques de ses data centers, tandis qu'**Alphabet** prépare un vaste plan d'investissement dans les infrastructures et les énergies vertes en Allemagne.

Dans la consommation, **Tesla** (-2,3 %) a une nouvelle fois occupé le devant de la scène avec le vote du gigantesque plan de rémunération d'Elon Musk, qui pourrait lui permettre de porter sa participation à 25 %.

Les valeurs de la santé ont évolué de manière contrastée : **Amgen** (+5,8 %) a bondi après de bons résultats. **Pfizer** (+1 %) et **Novo Nordisk** (- 2,8 %) restent engagés dans une bataille d'offres sur **Metsera**, une biotech spécialisée dans les traitements contre l'obésité, un segment toujours très porteur.

Les financières ont mieux résisté, profitant de la détente obligataire. **Berkshire Hathaway** (+3,3 %) a publié un bénéfice net en hausse de 17 % et dispose désormais de 382 milliards de dollars de liquidités. Warren Buffett a confirmé que Greg Abel lui succéderait à la tête du groupe d'ici la fin de l'année.

MARCHÉS ÉMERGENTS

L'indice MSCI EM a reculé de 0,53 % en USD cette semaine. Le Brésil, la Chine et le Mexique ont néanmoins progressé respectivement de 2,78 %, 1,55 % et 0,2 %. À l'inverse, la Corée, Taïwan et l'Inde ont reculé respectivement de 3,34 %, 2,33 % et 0,50 %.

En **Chine**, les exportations d'octobre ont reculé de 1,1 %, enregistrant leur première baisse depuis mars 2024, sous l'effet d'une chute de 25 % des exportations vers les États-Unis. Le gouvernement a augmenté les subventions afin de réduire de moitié les factures énergétiques de certains des plus grands data centers du pays, à condition qu'ils utilisent des puces produites localement. Par ailleurs, à compter du 10 novembre, l'administration suspendra les droits de douane de 24 % sur certains produits américains pour une durée d'un an. Les autorités locales envisagent également d'acheter du blé américain pour la première fois depuis un an. Les États-Unis, de leur côté, suspendront les frais portuaires sur les navires liés à la Chine pour un an également. Sur le plan international, le président Xi Jinping a rencontré le

Premier ministre russe à Pékin afin de faire avancer les discussions sur la coopération dans les secteurs traditionnels tels que l'énergie, l'agriculture et l'aérospatiale. En octobre, le GGR de Macao (secteur des casinos) a bondi de 15,9 % en glissement annuel et de 31,7 % en glissement mensuel, soit bien mieux que les estimations du marché qui tablaient sur une hausse de 11 %. Enfin, **Starbucks** a vendu 60 % de sa filiale chinoise à **Boyu** pour un montant de 4 milliards de dollars.

À **Taïwan**, les exportations ont bondi de 49,7 % en octobre par rapport à l'année précédente, dépassant les prévisions de 31,5 %, tandis que les importations ont enregistré une hausse de 14,6 % par rapport à l'année précédente, en dessous des 25 % prévus. **Accton** a par ailleurs publié des résultats solides.

En **Corée**, les exportations ont augmenté de 3,6 % en octobre, tandis que les importations ont reculé de 1,5 %. **Samsung SDI** est en pourparlers pour fournir des cellules de batterie ESS à **Tesla** dans le cadre d'un accord qui pourrait atteindre 2,1 milliards de dollars, le contrat de fourniture serait de 10 GWh par an pour une période de trois ans.

En **Inde**, les indices PMI du secteur manufacturier et des services ont accéléré en octobre, passant respectivement de 58,4 et 59,9 à 59,2 et 60,4. La croissance du crédit bancaire en septembre a quant à elle augmenté de 10,4 % en glissement annuel. **Larsen & Toubro** a décroché un contrat de 3,4 milliards de dollars pour développer l'énergie éolienne avec **Hitachi Energy** au large des côtes des Pays-Bas et de l'Allemagne. **Mahindra** a enregistré un trimestre solide et a relevé ses prévisions de ventes de tracteurs. La banque **SBI** a annoncé des résultats supérieurs aux attentes, tant en termes de croissance que de marges. Les résultats de **Sun Pharma** ont été globalement conformes à la bonne croissance enregistrée en Inde et aux États-Unis dans le secteur des produits spécialisés. Cependant, **Amber** a déçu en raison de la faiblesse de ses marges due à la hausse du prix du cuivre, à la faiblesse de la demande en climatisation et à l'impact de la réduction de la GST (*Goods and Services Tax*) sur les stocks.

Au **Brésil**, la banque centrale a maintenu le taux Selic inchangé à 15 %. En octobre, l'indice PMI manufacturier s'est établi à 48,2 contre 46,5 et l'indice PMI des services à 47,7 contre 46,3. La production industrielle de septembre a augmenté de 2 % en glissement annuel, dépassant les prévisions de 1,9 %. Les résultats de **Rede d'Or** ont dépassé les attentes de 16 % grâce à une forte augmentation de la capacité et à la résilience de l'activité d'assurance. **Itau** a publié des résultats solides, avec une qualité des actifs stable et une rentabilité élevée. **Eletrobras** a affiché des résultats au-dessus des prévisions au troisième trimestre grâce à la hausse des prix réalisés. **Renner** a toutefois déçu les attentes avec des ventes au détail en berne. **Raia** a surperformé ses pairs grâce à une croissance des ventes. **Ternium** a augmenté sa participation dans **Usiminas**. Enfin, **Nubank** et **Amazon** ont annoncé un partenariat visant à intégrer **NuPay** dans le système de paiement d'Amazon.

Au **Mexique**, l'indice PMI manufacturier s'est établi à 49,5 en octobre, contre 49,6 en septembre. Les résultats de **Banorte** ont été conformes au consensus, avec des prévisions revues à la baisse pour la croissance des prêts et des dividendes supérieurs aux attentes. Le partenariat entre **Amazon** et **Rappi** a pris de l'ampleur avec le lancement d'Amazon Now.

DETTES D'ENTREPRISES

Cette semaine, les indices de crédit sont orientés à la baisse (-0,24 % pour l'Investment Grade et -0,19 % pour le High Yield), avec des écartements de spreads respectifs de 4 et 6 points de base. En parallèle, les taux européens ont légèrement augmenté sur fond de bonne résilience

des données économiques. L'indice ICE COCO, couvert en euros, affiche une performance négative de -0,21 %.

Sur le marché du High Yield, le flux d'émissions reste dynamique avec **Schaeffler**, **New Immo** (l'entité immobilière du groupe Auchan) et **Picard**. À noter que Picard constitue la deuxième émission Euro CCC de l'année dans un contexte difficile pour les émetteurs de cette catégorie et celle-ci se tient bien en secondaire.

Le marché primaire du segment des hybrides reste très actif, avec des émissions de **Verizon** (double tranche en euros et GPB au format PerpNC5,5¹) et de **NextEra** (double tranche euros aux formats PerpNC5,5 et PerpNC8,5). La demande pour les transactions en euros est particulièrement solide, avec des carnets d'ordre 4 fois couverts.

Dans le secteur financier, les résultats continuent d'être satisfaisants, et le marché primaire reste actif avec des émissions d'AT1 en euros par **Eurobank** et **BBVA**. De plus, **Standard Chartered** a émis un AT1 PerpNC10 en dollars, avec un carnet d'ordre sursouscrit à 5,5 fois.

Achévé de rédiger le 07/11/2025.

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).

¹ PerpNC « *Perptual Non-Callable* » : cela indique que l'obligation n'a pas de date d'échéance finale et qu'elle ne peut être rachetée ou appelée par l'émetteur dans les 5,5 premières années.

- 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 techniques 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