



FLASH MARCHÉS : LE RETOUR EN GRACE DES OBLIGATIONS

- Le Congrès américain est parvenu à un accord pour éviter le *shutdown* du gouvernement.
- Le président chinois Xi Jinping, au cours de sa première visite aux États-Unis en six ans, a convenu avec le président américain Joe Biden de mieux gérer les tensions entre les deux premières puissances mondiales.
- La pause de la Fed annoncée en début de mois nous avait conduits à rehausser tactiquement nos pondérations sur les actions. Le reflux de l'inflation américaine, en particulier du secteur immobilier (un tiers du CPI, qui tardait à refluer) et la baisse des taux sont de nature à prolonger le rebond des actifs risqués.

Le Congrès américain est parvenu à un accord pour éviter le shutdown du gouvernement. Le plan du nouveau Speaker républicain Mike Johnson consiste à étendre les financements jusqu'au 19 janvier et au 2 février selon les ministères. Cette bonne nouvelle ne doit pas éluder le problème de fonds : le CBO (Congressional Budget Office) prévoit un déficit de 6% par an jusqu'en 2033 et l'agence de notation Moody's a mis la note AAA des États-Unis sous perspective négative. Si la Cour suprême avait autorisé le gouvernement à effacer la dette étudiante (son refus a permis d'annuler 379 milliards de dépenses par le Trésor), le déficit public américain aurait doublé entre 2022 et 2023, pour atteindre 7,5% du PIB. Malgré le plein emploi et la résilience de la croissance, les dépenses ont augmenté du fait des pressions inflationnistes (réévaluation des retraites et des frais de santé), de la hausse des taux qui renchérit la charge de la dette, des subventions liées à l'IRA (Inflation Reduction Act) et des dépenses militaires liées à l'Ukraine et désormais, au Moyen-Orient.

Les obligations américaines ont bénéficié du reflux de l'inflation publiée mardi et des derniers chiffres économiques témoignant d'un ralentissement progressif aux États-Unis. Le ralentissement des ventes aux détails, le recul de la production industrielle et des enquêtes témoignant d'un climat des affaires mitigé ont poussé le pétrole sous la barre des 73 dollars. Dans ce contexte, le consensus table désormais sur le fait que la Réserve Fédérale a fini de relever les taux d'intérêt, et les courbes de taux anticipent désormais 100 points de base de baisse des taux directeurs en 2024, mettant fin à la campagne de hausse des taux la plus agressive depuis des décennies. Les rendements à 5 ans et à 10 ans ont baissé de concert de 60 points de base depuis leur plus haut à 5% fin octobre, pour passer sous le seuil de 4,40%.

La baisse des taux et les très bonnes publications des entreprises américaines ont permis aux actions de rebondir. Alors que les analystes attendaient des résultats en baisse de 0,5%, ils ont été positivement surpris par une croissance de plus de 4% des EPS. La rentabilité des entreprises américaines devrait donc être aussi élevée en 2023 qu'en 2022, tirée par les secteurs de la technologie, de la consommation cyclique et par les financières. Les analystes tablent désormais sur une progression de 11% des bénéfices en 2024, malgré des perspectives macro-économiques moins favorables.

Le président chinois Xi Jinping, au cours de sa première visite aux États-Unis en six ans, a convenu avec le président américain Joe Biden de mieux gérer les tensions entre les deux premières puissances mondiales. Un apaisement géopolitique souhaitable en Chine où la

crise immobilière s'aggrave malgré les efforts du gouvernement pour relancer la demande : après des volumes de transactions en baisse, ce sont désormais les prix de l'immobilier qui semblent à la peine. Les nouvelles mesures de relance mises en place dans les grandes villes depuis le mois d'août n'ont pas réussi à redresser le secteur, qui ralentit la reprise économique de la Chine.

La pause de la Fed annoncée en début de mois nous avait conduits à rehausser tactiquement nos pondérations sur les actions. Le reflux de l'inflation américaine, en particulier du secteur immobilier (un tiers du CPI, qui tardait à refluer) et la baisse des taux sont de nature à prolonger le rebond des actifs risqués. Nous restons positifs sur la durée, pour son caractère protecteur en cas de risque géopolitique et de ralentissement économique.

ACTIONS EUROPÉENNES

Si la semaine précédente s'est avérée en demi-teinte, les marchés européens n'ayant su faire la part belle entre les publications positives des entreprises d'un côté et les pressions croissantes liées aux taux souverains de l'autre, cette semaine s'est montrée quant à elle bien plus positive, avec des banques centrales jouant un rôle prépondérant sur les marchés actions. Les analystes ont les yeux rivés sur les données macro-économiques à l'image des données sur l'inflation CPI US publiées mardi ressorties en léger repli, entraînant les taux souverains à la baisse. De plus les perspectives d'escalade du conflit au Moyen-Orient semblent s'éloigner davantage, Téhéran ayant affirmé ne pas vouloir s'engager dans le conflit.

Toutes ces raisons poussent à un regain de confiance du côté des investisseurs, reflété dans les marchés, en nette hausse cette semaine. En conséquence, la quasi intégralité des secteurs composant l'indice ressort en positif. Les ressources de bases ainsi que l'immobilier ressortent grands gagnants, portés par l'accalmie sur les taux, tandis que le secteur de l'énergie est l'un des seuls à ressortir en baisse, en lien avec nette baisse du prix du Brent.

Côté micro-économique, le champion français **Alstom** semble toujours plus en difficulté suite à l'annonce d'un programme de cession d'actifs afin de réduire sa dette, tout en envisageant, une augmentation de capital fortement dilutive au cas où les ventes s'avèreraient insuffisantes. Dans le même temps le groupe annonce procéder à une réduction de ses effectifs à hauteur de 10%, soit 1500 postes, ce qui n'est guère rassurant pour les investisseurs qui sanctionnent lourdement le titre. Toujours en France, **Renault** présente de son côté des nouvelles bien plus encourageantes avec la feuille de route du projet **Ampère**, son entité dédiée aux véhicules électriques et au software dont l'IPO est prévue au 1^{er} semestre 2024. **Ampère** vise la parité des prix de vente entre véhicules thermiques et électriques d'ici 2027/2028 au travers d'une gamme de 7 véhicules qui seront lancés d'ici 2031 sur le continent européen. Selon Bloomberg, **Sanofi** aurait de son côté entamé des discussions avec **R&Co** pour l'accompagner dans son projet de scission de sa division santé grand public. Cette dernière pourrait être valorisée plus de 20 milliards de dollars. Plusieurs acteurs de capital investissement semblent intéressés par une potentielle acquisition, si bien que le groupe souhaite intégrer d'autres conseils pour l'opération.

Chez nos homologues britanniques, **Burberry** voit son cours subir un net repli, rattrapé à son tour par le ralentissement économique mondial, symptomatique de l'essoufflement des dépenses de consommation, qui pèse significativement sur les entreprises du secteur

Outre-Rhin, le fabricant allemand de puces électroniques **Infineon** bondit suite à la publication d'un chiffre d'affaires au-delà des attentes, signe que la demande reste

vigoureuse pour les semi-conducteurs, notamment dans l'électromobilité et les énergies renouvelables, à fortiori en Chine. Pour finir, le géant **Siemens** a présenté une publication du 4^{ème} trimestre sans majeure surprise certes, mais toujours excellente, avec une progression de plus de 4% du chiffre d'affaires au 4^{ème} trimestre 22/23, porté à 21,39 milliards d'euros contre 20,99 attendus. Dans l'ensemble, toutes les divisions du groupe dépassent légèrement les attentes en termes de résultats, tout particulièrement Digital Industries qui témoigne d'une solide performance de ses activités logicielles.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés américains ont été galvanisés cette semaine par la publication d'indicateurs macroéconomiques dégradés, incitant les investisseurs à apporter davantage de crédibilité à un scénario d'atterrissage en douceur de l'économie américaine. L'indice des prix à la consommation sur le mois d'octobre ressort ainsi inférieur aux attentes (inchangé, contre une hausse estimée à +0,1%).

Parallèlement, les inscriptions hebdomadaires au chômage pointent vers une détente du marché de l'emploi, en atteignant les 231.000 (contre 220.000 attendus), le plus haut niveau depuis 3 mois. Les taux longs américains reculent en conséquence, le 10ans US retombant à 4,40% après avoir culminé à 4,69% en début de semaine.

Dans ce contexte, le S&P, le NASDAQ et le Russell 2000 continuent sur leur lancée et progressent respectivement de +3,79%, +4,31% et +5,20% sur les cinq dernières séances.

Dans la sphère politique, la rencontre entre J. Biden et X. Jinping à San Francisco dans le cadre du sommet de l'Asie Pacifique (APEC) fut constructive pour les deux parties.

Du côté de l'énergie, la dynamique baissière des prix du pétrole persiste face aux signaux de stocks de pétrole américains élevés, rencontrant des inquiétudes relatives à la faiblesse de la demande d'énergie en Chine. Le baril de pétrole WTI (-5,83%) descend ainsi sous la barre des 75\$. Les valeurs énergétiques s'en retrouvent pénalisées, avec notamment **Hess Corp** (-0,16%), **Halliburton** (-2,80%) et **Baker Hughes** (-3,40%) qui reculent.

Dans la distribution, **Home Depot** (+5,85%) progresse après avoir publié des ventes supérieures aux attentes, tout en renvoyant cependant ses prévisions pour l'année à la baisse dans un contexte de taux élevés. **Walmart** (-5,12%) est pénalisé après la publication de chiffres inférieurs aux attentes sur son activité aux Etats-Unis.

L'équipementier téléphonique **Cisco** (-8,06%) dévisse face au ralentissement des commandes de nouveaux produits, et la publication de prévisions décevantes pour le prochain trimestre, face à la faiblesse des dépenses des entreprises.

Du côté de l'Automobile, les grèves menées au sein du Big Three de Detroit ont récemment abouti à des accords de principe sur les augmentations de salaires. Les travailleurs de **General Motors** (+2,88%) ont été les premiers à voter en faveur de l'accord négocié par le syndicat des travailleurs automobiles (UAW). L'attention se tourne désormais vers les autres membres du Big Three, à savoir **Ford** (+3,36%) et **Stellantis**.

Les valeurs bancaires profitent de la détente des rendements obligataires, **Bofa** et **Citigroup** gagnant ainsi respectivement +7,30% et +7,64% sur la période.

Nous notons que la saison de publications des résultats touche à sa fin et que le rythme des publications ralentit.

Enfin, le Sénat a validé le texte qui avait été approuvé par la Chambre des Représentants, concernant le financement temporaire du budget 2024. Les États-Unis évitent ainsi la fermeture partielle des administrations fédérales.

ACTIONS JAPONAISES

Les indices NIKKEI 225 et TOPIX se sont encore inscrits en hausse cette semaine (+2,38% et +1,43%, respectivement). Les marchés actions japonais ont progressé en raison de la baisse prononcée des rendements des bons du trésor américain, déclenchée par le repli de l'indice des prix à la consommation américain du mois d'octobre. Cette tendance a redonné confiance aux investisseurs, qui estiment désormais que les taux d'intérêt ont atteint leur pic.

Les secteurs des produits pétroliers, du charbon et des métaux non ferreux ont gagné respectivement 13,34% et 5,11%, plusieurs grandes entreprises ayant annoncées des résultats solides grâce à la remontée des prix des matières premières, notamment du pétrole brut. Le secteur des Instruments de précision s'est adjugé 4,39% sous l'impulsion du fabricant d'équipements médicaux **Terumo Corp**, dont le bénéfice opérationnel a dépassé les attentes du consensus sur la période juillet-septembre. En revanche, le secteur pharmaceutique a chuté de 2,05%, les valeurs défensives ayant globalement pâti de l'appétence pour le risque. Le secteur des autres produits a reculé de 1,01%, principalement en raison des prises de bénéfices sur **Nintendo Co., Ltd** dont le titre avait fortement progressé la semaine précédente. Le secteur du transport aérien a cédé 1,00% en raison de prises de bénéfices, les valeurs liées au tourisme international ayant été prisées par les investisseurs au cours de la semaine précédente.

ENEOS Holdings Inc., une société essentiellement présente dans le secteur de l'énergie et de l'exploitation pétrolière et gazière, a gagné 11,9% à la faveur d'une forte révision à la hausse de ses prévisions de bénéfice net pour l'exercice 2023. **Terumo Corp** s'est adjugé 11,03% pour la raison expliquée ci-dessus. **Tokyo Electron Ltd.**, constructeur notamment d'équipements de fabrication de semi-conducteurs, a progressé de 10,28%, les valeurs technologiques japonaises ayant été privilégiées dans le sillage de la hausse des marchés actions américains. **Shiseido Co, Ltd.**, spécialiste des cosmétiques, a perdu 11,02% conséquence de la révision à la baisse de ses prévisions de bénéfices opérationnels pour l'exercice 2023. **Nitori Holdings Co, Ltd.**, spécialiste des meubles et des produits d'intérieur, a chuté de 6,38% en raison d'un bénéfice opérationnel inférieur aux attentes du marché entre juillet et septembre 2023. **LY Corp** a perdu 5,01% en raison de prises de bénéfices qui font suite à une forte hausse de son cours la semaine précédente.

Sur le marché des changes, le taux USD/JPY a connu une certaine volatilité. Il a d'abord flirté avec le niveau de 152 en raison de la baisse du yen dans un contexte d'appétence pour le risque et d'augmentation temporaire des taux d'intérêt américains. Par la suite, le dollar est retombé à moins de 150,5 yens, à la suite d'une forte baisse des taux d'intérêt américains. La paire USD/JPY a ensuite évolué dans une fourchette étroite et a terminé la période non loin de 151 après s'être brièvement approchée des 150 yens par dollar.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a gagné 3,6% cette semaine (à l'issue de la séance de jeudi) et a surperformé les marchés développés (+2,6%). Taïwan, la Corée du sud et le Brésil ont fait mieux que les autres pays, avec des hausses respectives de 5,6%, 4,8% et 4,3% en dollars. La Chine a également progressé de 3,4%, tandis que l'Inde a sous-performé (+2,1%).

En Chine, les données relatives à l'encours du financement social total (TSF) d'octobre ont été plus faibles que prévu, en dépit de nombreuses émissions d'obligations. L'impulsion du crédit reflète l'impact des mesures de relance budgétaire, alors que les prêts bancaires à l'économie réelle sont restés atones. La production industrielle a augmenté de 4,6% en glissement annuel en octobre, conformément aux attentes, et les ventes au détail ont crû de 7,6% en glissement annuel, soit un peu plus que les 7% anticipés. La PBoC a maintenu le taux d'intérêt des prêts à 1 an (MLF) inchangé à 2,5% et prévoit 1 000 milliards de yuans pour la rénovation des villages urbains et les programmes de logements abordables. Les données du « Double 11 » (fête du commerce électronique) ont fait état d'un contexte toujours en berne en matière de consommation. Sur le plan géopolitique, Joe Biden et Xi Jinping se sont rencontrés pour la première fois depuis un an lors d'un sommet de l'APEC. L'issue de leurs échanges a été globalement positive, avec notamment l'annonce d'un accord sur la lutte contre le Fentanyl, une coopération en matière d'intelligence artificielle, la reprise des pourparlers militaires de haut niveau et l'augmentation du nombre de vols et du nombre de visas. Les deux pays entendent également relancer leur dialogue sur le climat et ont convenu de relancer le forum américano-chinois sur l'efficacité énergétique. Alors que les sociétés Internet ont publié leurs résultats pour le troisième trimestre, **Tencent** et **JD.com** ont tous deux dépassé les attentes du consensus en matière de bénéfices. Le chiffre d'affaires d'Alibaba s'est révélé conforme aux attentes au troisième trimestre, tandis que la scission de son pôle « cloud » a finalement été annulée en raison des restrictions imposées par les États-Unis sur les puces électroniques. **Weibo** a annoncé un chiffre d'affaires en ligne avec les anticipations ainsi que des bénéfices (non conformes aux normes GAAP) supérieurs aux attentes. Les résultats annoncés par **Tencent Music** ont également été globalement en ligne avec les attentes, avec notamment de meilleures performances que prévu au niveau des abonnements payants. Le bénéfice de **Netease** a été supérieur aux prévisions, grâce à une augmentation marquée de la marge brute et de la marge d'exploitation, stimulée par une modification de sa gamme de produits.

À Taïwan, les principaux partis d'opposition (KMT et TPP) ont confirmé leur alliance face au parti au pouvoir (DPP) en vue de la prochaine élection présidentielle.

En Corée du sud, **Hynix** prévoit des dépenses d'investissement de 10 000 milliards de wons pour 2024, en hausse de 50% par rapport à l'année précédente, en mettant l'accent sur l'augmentation de sa capacité de production de puces mémoire à large bande passante (HBM).

En Inde, l'autorité de régulation a demandé aux banques d'augmenter leurs fonds propres et aux établissements du secteur financier non bancaire d'augmenter leurs réserves de capital pour les prêts non garantis. L'inflation des prix de détail est retombée à 4,87% en octobre. La déflation se poursuit au niveau des prix de gros (à -0,52%), pour le septième mois consécutif. Les importations ont augmenté de 12,3% en glissement annuel contre une baisse de 15% le mois précédent, grâce à l'or, au pétrole et à l'électronique, tandis que les exportations ont crû de 6,2% en glissement annuel après une baisse de 2,6% le mois précédent, grâce aux

produits pharmaceutiques et à l'électronique. Le ministre indien du commerce a visité l'usine **Tesla**, alors que le gouvernement envisage de réduire les taxes d'importation sur les véhicules électriques. Le ministère du charbon prévoit de porter la production de charbon de l'Inde à 1,4 milliard de tonnes d'ici 2027. **Hindustan Unilever** va intégrer 1,3 million de magasins d'alimentation à son réseau ONDC. Les autorités ont lancé des enquêtes fiscales contre **Apple**, **Amazon** et **Alphabet**.

Au Brésil, le président Lula a confirmé qu'il visait un objectif de déficit nul dans le cadre du budget pour l'exercice à venir. **Natura** a publié un chiffre d'affaires et un Ebitda inférieurs aux attentes, mais est parvenu à générer des flux de trésorerie nets positifs après la vente d'**Aesop**. La vente de **Bodyshop** a été confirmée. **NuBank** a publié des résultats solides et conformes aux attentes. **Anima** a enregistré de bons résultats grâce à sa stratégie de désendettement.

Au Chili, les résultats de **SQM** ont été inférieurs aux attentes du consensus, en raison de la baisse des prix et des volumes. Les banques chiliennes ont publié leurs résultats préliminaires pour le mois d'octobre, faisant état d'un rebond solide de leur revenu net d'intérêt, en particulier **Santander Chile**.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

La semaine écoulée se démarque par un très net retournement de marché sur les taux, à la suite de la publication des chiffres du CPI américain à 3,2% annualisé, soulignant le succès de la politique de rigueur menée par les banques centrales. Couplés avec un marché de l'emploi qui commence à montrer des signes de faiblesse, les taux américains 10 ans ont perdu 20 points de base sur la semaine et s'affichent jeudi soir à 4,44%. Côté européen, les taux 10 ans allemands se sont également détendus de 15 points de base pour atteindre 2,55%. Contre intuitivement, cette baisse des taux s'est également diffusée positivement sur les primes de risques.

La baisse des taux permet de réduire la pression sur le coût de refinancement des entreprises et cette nouvelle a des conséquences très positives sur les primes de crédit.

. Sur le segment du High Yield, l'indice cross over se resserre de 15 points de base passant de 410 à 395 sur la semaine en cassant le seuil psychologique des 400 points de base. Sur les primes cash, l'indice est passé de 460 à 440 points de base. Les bonnes notations connaissent une dynamique similaire avec quasiment 10 points de base de resserrement sur la semaine, à 145 points de base. Ce regain d'appétence au risque se mesure également sur les obligations les plus juniors dans la structure de capital des banques avec les fameux CoCos euro dont les primes profitent d'un très gros rallye de près de 150 points de base sur la semaine (passant ainsi de 910 à 760 points de base).

Suite aux émissions d'**UBS** et de **Société Générale** la semaine dernière, et dans un contexte très porteur, plusieurs émetteurs sont venus tester l'appétit du marché pour des transactions largement sursouscrites : **Barclays** a émis 1,75 milliards de dollars d'AT1 à 9,625% de coupon pour un carnet d'ordre supérieur à 22 milliards. Toujours sur les Cocos dollar, **Santander** a émis deux tranches perpétuelles *callable* : l'une dans 5 ans pour 1,3 milliard € et l'autre dans

10 ans pour 1,2 milliard €, pour un coupon de 9,625% et un carnet d'ordre combiné de 9 milliards €. Sur le segment des T2, **Bawag** a émis jeudi à 6,75% pour 400 millions de dollars, sur une maturité 2034. Enfin sur le segment des obligations hybrides, **Veolia** profite également du contexte porteur pour émettre 600 millions d'euros à 6%, continuant ainsi de souligner l'attrait des investisseurs pour les structures subordonnées.

Portées par les taux et les primes, les signatures de qualité gagnent 0,86% sur la semaine (+4,2% depuis le début de l'année), de même que le haut rendement qui s'inscrit sur la semaine en hausse de 0,64% (+7,5% depuis le début de l'année). À ce jour, le rendement des marchés obligataires Investment Grade s'établit à 4,2% et celui du marché High Yield à 7,4%.

CONVERTIBLES

Le marché des obligations convertibles a profité des bons chiffres des prix à la consommation américaine pour continuer de rebondir pour la seconde semaine consécutive. Ce rapport a écarté le risque d'un resserrement excessif des banques centrales et a soutenu les différents facteurs de contribution de performance de la classe d'actifs convertibles à savoir les actions, le crédit et la duration.

Encore de nombreuses publications de résultats d'émetteurs : **Delivery Hero** a progressé plus de 15% sur la semaine grâce à une croissance du volume d'affaires de 5% à 7% pour 2023 et un *free cashflows* positif pour le deuxième semestre 2023.

À contrario, **HelloFresh** a émis un avertissement sur ses résultats avec une baisse de la croissance des revenus et une hausse des coûts. Cependant cela ne devrait pas avoir d'effet durable sur la croissance des ventes et des bénéfices en 2024.

Aux États-Unis, la société de cybersécurité **Palo Alto** a publié des facturations pour le premier trimestre inférieures aux estimations et a réduit les prévisions pour l'année complète. La société continue d'afficher une rentabilité très saine.

Un seul deal primaire a été observé cette semaine, avec l'émission mandatory 3 mois de **Ni Source Inc**, société énergétique engagée dans le transport, le stockage et la distribution du gaz naturel, pour un montant de 862 millions de dollars.

Achévé de rédiger le 17/11/2023

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.
- Markit publie l'indice Main iTraxx (125 principales valeurs européennes), le HiVol (30 valeurs à haute volatilité), et le Xover (CrossOver, 40 valeurs liquides et spéculatives), ainsi que des indices pour l'Asie et le Pacifique.
- 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.

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