



EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT

FLASH MARCHÉS : LE MANQUE DE VISIBILITÉ PÈSE DÉSORMAIS SUR L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE ET INCITE LA FED À L'ATTENTISME

- Donald Trump a renoncé à sa menace d'augmenter les droits de douane à 50 % sur les importations européennes, préférant reprendre les négociations avec une échéance fixée au 9 juillet, date à laquelle la Maison-Blanche prévoit la conclusion de plusieurs accords.
- L'inflation en Europe s'est établie à 1,9 % en mai, en dessous de la cible, ce qui a permis à la BCE de procéder à une nouvelle baisse de son taux directeur de 25 points de base.
- En Asie, l'activité s'affaiblit avec un indice PMI Caixin manufacturier, indicateur clé pour les PME exportatrices et le secteur privé, qui est passé en zone de contraction.

Les péripéties liées à la politique de tarifs douaniers de Donald Trump continuent de rythmer les marchés. Le 28 mai, les droits de douane réciproques ont été suspendus par le Tribunal américain du commerce international, mais rapidement rétablis en appel le 29 mai. La Maison-Blanche a ensuite évoqué des recours possibles avant de décider, le 30 mai, de doubler les taxes sur l'acier et l'aluminium, maintenant ainsi une surtaxe de 50 %. L'Union européenne prévoit des contre-mesures à partir du 14 juillet.

Parallèlement, D. Trump a fini par renoncer à sa menace de remonter les droits de douane à 50% pour l'UE dès le mois de juin, optant pour la reprise des négociations avec une échéance fixée au 9 juillet, date à laquelle la Maison-Blanche prévoit de conclure plusieurs accords. De même, la volonté de poursuivre les négociations avec la Chine semble finalement prévaloir, bien que les États-Unis aient accusé la Chine de ne pas respecter l'accord de fin mai concernant les livraisons de minéraux critiques. Les restrictions imposées par Pékin sont toutefois préoccupantes pour certaines entreprises, qui alertent sur le risque de cessation de production, qui pourrait mener à une déstabilisation croissante de l'économie mondiale.

Ces rebondissements sont révélateurs de négociations qui demeurent complexes malgré des dates butoirs rapprochées. Par ailleurs, ces négociations commerciales pèsent sur les taux américains alors que leur résultat est lié au financement budgétaire, d'autant plus que des sénateurs républicains rechignent à voter la proposition de loi budgétaire de Donald Trump du fait des risques de manque de financement.

Coté inflation, la décision des membres de l'OPEP+ de reconduire la hausse de la production de pétrole de 411kb/jour pour juillet, contribue à maintenir des prix bas et à limiter l'inflation. Cette décision n'est cependant plus unanime, réduisant ainsi la probabilité de prolongation en août.

Aux États-Unis, la Fed reste prudente, M. Daly a souligné que même si l'inflation semble contenue à 2,5 % par an, l'incertitude persiste pour les mois à venir. L'impact des droits de douane n'est pas encore visible dans les statistiques, puisque les entreprises ont augmenté

leurs stocks. En outre, la confiance des consommateurs s'est améliorée en mai à 98 contre une prévision de 87,1 selon le Conference Board. Les ménages restent néanmoins préoccupés par les prix avec des anticipations d'inflation à 6,5 % sur un an. En revanche, la dynamique des commandes, hors défense et aéronautique, a ralenti à -1,3 % contre -0,1 % attendu. L'environnement semble peser sur l'activité, comme en témoigne la contraction de l'ISM manufacturier à 48,5 en mai contre 48,7 en avril, ainsi que l'ISM des services à 49,9 contre 51,6 en avril. Les entreprises ont nettement réduit leurs importations avec une composante ISM chutant à 39,9 après 47,1 en avril et les enquêtes de la Fed de Dallas démontrent que près de la moitié des entreprises ont l'intention de répercuter les hausses de tarifs sur leurs prix. Le marché de l'emploi montre des signes contrastés : selon le rapport ADP, les créations d'emplois privés ont chuté en mai à 37 000 contre 114 000 attendus, tandis que l'enquête JOLTS du Bureau of Labor Statistics indique une hausse des offres non pourvues en avril.

La BCE, quant à elle, jouit d'une meilleure visibilité sur l'inflation. La croissance des salaires négociés a nettement ralenti sur le 1er trimestre 2025, à 2,4 % contre 4,1 % au dernier trimestre 2024, ce qui constitue un facteur positif pour l'inflation dans les services, qui s'établit à 2,1 % en glissement annuel contre 2,4 % en avril. L'inflation européenne est ressortie à 1,9 % en mai, sous la cible, permettant à la BCE d'annoncer une nouvelle baisse de taux de 25 points de base début juin. Le ton de la BCE s'est avéré plus restrictif qu'attendu du fait des incertitudes liées aux résultats des négociations commerciales - C. Lagarde évoquant une possible pause lors de la prochaine réunion.

En Asie, l'activité s'affaiblit avec un indice PMI Caixin manufacturier, indicateur clé pour les PME exportatrices et le secteur privé, qui passe en territoire de contraction à 48,3 en mai contre 50,4 en avril. Au Japon, la remontée des taux longs, avec un 30 ans à plus de 3 %, a ravivé les craintes sur la soutenabilité de la dette, bien que les taux réels restent sur des points bas, limitant ce risque et révélant une politique monétaire toujours accommodante.

Au regard des niveaux de valorisation peu attractifs, nous restons prudents sur les actions et nous préférons le crédit d'entreprises de bonne qualité. Nous maintenons notre vue négative sur le dollar.

ACTIONS EUROPÉENNES

L'incertitude politique aux États-Unis persiste, avec un regain d'optimisme à peine perceptible. Cette situation est marquée par des tensions commerciales et des discussions budgétaires au Sénat. Elle est aggravée par le doublement des surtaxes à l'encontre de l'acier et de l'aluminium ainsi que le ralentissement économique, mis en évidence par l'ISM manufacturier et le recul des créations d'emplois dans le secteur privé. Bien que la conversation entre Xi Jinping et D. Trump apporte un certain apaisement, avec des négociations commerciales imminentes, les tensions continuent de peser sur les marchés. En Europe, la BCE a baissé ses taux comme attendu, en vertu du fait que l'inflation totale soit ainsi passée sous la cible de la BCE. En revanche, le discours de C. Lagarde, perçu comme restrictif, a provoqué un rebond des taux, tout en gardant une posture agile face aux évolutions économiques et commerciales. Dans ce contexte incertain, les secteurs défensifs ont surperformé cette semaine comme la santé, à l'inverse des cycliques dont la consommation discrétionnaire et l'automobile.

Du côté des messages microéconomiques, EQT Transition Infrastructure projette d'acquérir 54,1% du capital et 65,9% des droits de vote de **Waga Energy**, avec une offre à 21,55 EUR par

action, pouvant être augmentée en fonction de la monétisation des crédits d'impôt américains. Cela représente une prime significative de 27 %. De son côté, **BioMérieux** a annoncé le lancement de VETFIRE, un kit PCR prêt à l'emploi pour le dépistage des maladies respiratoires infectieuses chez les chevaux. Les résultats de **Wavestone** ont été conformes aux attentes avec une marge de 12,6 % et une solide génération de cash, le management confirmant une croissance organique positive et une rentabilité améliorée pour 2025/26, surpassant le consensus. Concernant **GTT**, la demande en GNL soutient une visibilité complète jusqu'en 2030, même sans marché de remplacement important. En outre, **EssilorLuxottica** va acquérir un des principaux acteurs de l'optique en Malaisie, avec plus de 90 magasins sous les enseignes A-Look, Seen et OWL. Cette opération renforce sa présence dans le pays, où le groupe est déjà actif dans les activités de gros et de détail. L'éditeur de logiciel français **Dassault Systèmes** tient par ailleurs son Capital Markets Day le 6 juin, et a déjà annoncé repousser son objectif moyen terme de bénéfice de 1 an, nouvelle largement anticipée.

Du côté des M&A, **Sanofi** a acquis Blueprint Medicines, consolidant sa stratégie de spécialisation en immunité et inflammation (I&I) et enrichissant son pipeline en immunologie pour la mastocytose systémique et d'autres maladies liées au KIT.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés américains sont en hausse cette semaine. Le S&P 500 a progressé de 0,5 %, le Nasdaq a augmenté de 1 %, et le Russell 2000 a affiché une hausse de 1,5 %.

La semaine a été marquée par une forte volatilité du dollar face à l'euro, avec un recul de 0,9 % de la devise américaine par rapport à l'euro.

Le secteur technologique est en hausse, stimulé par une forte demande de semi-conducteurs liée à l'attrait pour l'intelligence artificielle, qui ne montre aucun signe de ralentissement. **Broadcom** (+7,4%), fabricant de semi-conducteurs, a publié des bons résultats trimestriels indiquant que l'impact des droits de douane sur ses activités est limité, la forte demande en intelligence artificielle compensant largement cette guerre tarifaire. **Nvidia** (+3,6%) a également bien performé ainsi que **Meta**, qui a vu son cours grimper de 5,7 % après avoir annoncé le développement de publicités générées automatiquement par IA, un segment qui constitue 97 % des revenus du groupe.

À l'inverse, la consommation discrétionnaire est en baisse (-2 %) cette semaine, impactée par de nouveaux droits de douane sur l'acier et l'aluminium désormais porté à 50 %. Ford (-2,7 %) et **General Motors** (-4,5 %) sont sous pression, avec des craintes de pénuries d'aimants, exacerbées par le contrôle de la Chine sur ces composants.

Du côté de la consommation de base, **Campbell** (+0,2 %), producteur alimentaire, a publié des résultats trimestriels mitigés, notamment en forte baisse dans la catégorie des snacks, attribuant ce recul à des impacts tarifaires significatifs et des préoccupations liées aux budgets et revenus des consommateurs sous pression. **Procter & Gamble** (-4,2 %) a rejoint la tendance baissière en annonçant la suppression de 7 000 emplois au cours des deux prochaines années, soit 15 % de sa main-d'œuvre non manufacturière. En revanche, le distributeur **Dollar General** (+17%) a publié d'excellents résultats trimestriels et révisé à la hausse ses prévisions pour l'année, tout en mettant en garde contre les pressions exercées sur les consommateurs dues aux hausses de prix liées aux tarifs.

Les secteurs de l'énergie (+0,2 %), de la santé (+0,3 %), des matériaux (+1,4 %), et des services de communication (+1,3 %) sont en hausse, tandis que les secteurs financiers (-0,5 %) et des utilities (-1,4 %) ont enregistré des baisses cette semaine.

MARCHÉS ÉMERGENTS

L'indice MSCI EM a progressé de 2,25 % en USD cette semaine, à la clôture des marchés ce jeudi. La Corée du Sud (+6,93 %) a mené la hausse. La Chine, Taïwan, le Brésil et le Mexique ont progressé respectivement de 2,88 %, 1,90 %, 1,68 % et 0,97 %, tandis que l'Inde est restée stable.

En **Chine**, l'indice PMI manufacturier officiel du mois de mai a légèrement augmenté pour s'établir à 49,5, soutenu par la production et les exportations vers les États-Unis. Cependant, l'indice PMI manufacturier Caixin a déçu avec un score de 48,3, en dessous des prévisions de 50,7. L'indice PMI des services Caixin était conforme aux attentes à 51,1. Donald Trump et Xi Jinping ont décidé de poursuivre les discussions commerciales pour résoudre les différends concernant les droits de douane. Pékin s'est engagé à accélérer l'innovation et l'application de l'intelligence artificielle, et a mentionné des mesures de relance budgétaire pour ce secteur. Le gouvernement a lancé la campagne « *NEV going to the countryside* » pour stimuler la demande de voitures. À Macao, les revenus des jeux (GGR) ont enregistré une augmentation de 5 % en glissement annuel pour mai, surpassant la hausse de 1,7 % observée en avril. **Ping An Insurance** cherche à lever 1,5 milliard de dollars en obligations à coupon zéro. **Nio** a présenté des résultats décevants pour le premier trimestre, en raison d'une baisse de sa marge brute et d'une augmentation des dépenses d'exploitation (OPEX).

À **Taïwan**, **TSMC** a maintenu les prévisions de croissance de ses ventes pour 2025 autour de 20 % en USD. **IDC** a ajusté à la baisse ses estimations de croissance des unités de smartphones pour 2025, de 2,3 % à 0,6 %, tout en augmentant sa prévision de croissance des unités de PC de 3,7 % à 4,5 %.

En **Corée**, les exportations ont diminué de 1,3 % en mai, soit moins que la baisse prévue de 2,4 %, tandis que les importations ont chuté de 5,3 %, dépassant la baisse attendue de 1,8 %. Jae Myung Lee du Parti démocrate a été élu président.

En **Inde**, la Banque centrale a abaissé les taux d'intérêt de 50 points de base, soit plus que les 25 points de base attendus, à 5,5 %, et a réduit le ratio de réserve de trésorerie des banques de 100 points de base à 3 %. La croissance du PIB au premier trimestre s'est établie à 7,4 %, dépassant les 6,9 % attendus. L'indice PMI manufacturier de mai était à 57,6, contre 58,2 en avril, tandis que l'indice PMI des services était à 58,8 contre 61,2 en avril. Le gouvernement a baissé les droits d'importation sur l'huile de palme de 20 % à 10 %. **Zydu Lifesciences** est sur le point d'acquiescer les installations de fabrication de produits biologiques d'**Agenus Inc.** en Californie, marquant son entrée dans le secteur mondial des CDMO biologiques. **Larsen & Toubro** a obtenu d'importantes commandes du gouvernement du Rajasthan pour des projets d'approvisionnement en eau.

Au **Brésil**, la croissance du PIB au premier trimestre s'est établie à 2,9 % en glissement annuel, soit en dessous des 3,1 % attendus. L'indice PMI manufacturier de mai était de 49,4 contre 50,3, tandis que la production industrielle en avril a légèrement diminué de 0,3 % contre une baisse prévue de 0,4 %. **TotalEnergies** a augmenté sa participation dans le champ offshore de Lapa au Brésil à travers un échange d'actifs avec **Shell**.

Au **Mexique**, le taux de chômage en avril était de 2,55 %, en ligne avec les prévisions. L'indice PMI manufacturier de mai s'est amélioré à 46,7 contre 44,8. Les tribunaux ont tenu leurs premières élections pour choisir les juges de la Cour suprême, avec un taux de participation d'environ 10 %, inférieur aux attentes. Les données mensuelles de la CNBV d'avril ont montré une croissance des prêts de 11,6 %, ralentissant par rapport à mars tout en restant en forte hausse, malgré une croissance du PIB nulle. **OMA** a rapporté une augmentation du trafic passager de 7 % en mai, avec une hausse de 19 % pour les passagers internationaux.

En **Argentine**, le FMI a annoncé qu'il repousserait la première inspection de son objectif d'accumulation de réserves de juin à juillet, car la banque centrale n'a pas encore accumulé suffisamment de réserves.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

« *Carry-on* » sur le marché du crédit. L'Investment Grade et le High Yield européen ont délivré respectivement des performances de +0,1 % et +0,3 % cette semaine, portant leur performance 2025 à +1,7 % et +2,6 %.

La BCE a abaissé son taux directeur de 25 points de base à 2,0 %, conformément aux attentes, tout en suggérant une possible pause dans le cycle de baisse cette année. Cependant, le marché anticipe une nouvelle réduction à 1,67 % d'ici la fin de l'année.

Les flux sur le crédit sont encore très salutaires cette semaine, **JP Morgan** a rapporté des entrées de 1 milliard \$ sur l'Investment Grade – toujours concentré sur le segment « short duration » –, et 500 millions \$ sur le High Yield. Cette tendance d'un positionnement technique très favorable reste encore bien ancrée.

L'échelle des rendements en euros est la suivante : le monétaire à 2,0 %, l'Investment Grade à 3,1 %, le High Yield à 5,2 %. Somme toute, ces rendements restent encore très attractifs au regard de ce qu'ils ont été ces dix dernières années (80e percentile sur la période).

Le marché primaire a été encore très actif, notamment dans l'automobile avec des entreprises qui profitent de la fenêtre de marché pour refinancer leurs maturités courtes et renforcer leurs réserves de cash avant un deuxième semestre qui s'annonce toujours compliqué pour le secteur. Ainsi, nous notons les émissions de **Stellantis** (BBB 6Y EUR 700m 3,875 % ; 10Y EUR 800m 4,625 %), **Volvo** (BB+ EUR 500m 4Y 4,20 %), **ZF** (BB- EUR 1,25bn 5Y 7 %) et **Power Solutions** (BB- EUR 800m 6Y 4,75 %).

Coté restructuration, le feuilleton du distributeur d'eau britannique **Thames Water** (dette de près de 17 milliards de livres) se poursuit et s'enlise : le fonds KKR a finalement renoncé à recapitaliser l'entreprise avec son offre de 4 milliards de livres, officiellement pour des raisons d'instabilité politique, officieusement car ils jugent le potentiel de retour sur investissement compliqué compte tenu des dépenses d'investissement nécessaires pour mettre aux normes l'actif.

Enfin, une nouvelle encourageante émane de l'opérateur de satellites français **Eutelsat**, avec une augmentation de capital de 1,5 milliard d'euros en discussion, et une montée de la participation de l'État français de 17 % à 30 %. La consolidation des divisions spatiales d'**Airbus**, **Thales**, et de **Leonardo**, la recapitalisation d'Eutelsat, le projet de la nouvelle constellation de

satellites européens IRIS², sont des signaux extrêmement forts en faveur du momentum spatial européen.

Achévé de rédiger le 06/06/2025.

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).
- 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.

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