



EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT FLASH MARCHES : DES NÉGOCIATIONS TOUJOURS PLUS INTENSES

- Les négociations entre les États-Unis et la Russie sur l'accord de cessez-le-feu restent bloquées par les sanctions occidentales dont la Russie demande la levée, entraînant des incertitudes sur l'inflation liée aux exportations de céréales.
- Les États-Unis s'apprêtent à imposer des droits de douane supplémentaires sur le pétrole et les voitures étrangères, tandis que des inquiétudes persistent quant à l'impact de l'expulsion de 530 000 migrants sur l'offre et l'économie.
- En Europe, l'indice IFO du climat des affaires en Allemagne montre un léger soutien grâce au plan de relance, mais les PMI indiquent une contraction du secteur manufacturier, tandis que le secteur des services déçoit.

La semaine a été marquée par la poursuite d'importantes négociations. La bonne application de l'accord de cessez-le feu partiel conclu entre les Etats-Unis et la Russie sur la Mer Noire reste conditionnée à la levée de sanctions occidentales exigée par la Russie, ce qui empêche la levée de l'incertitude sur l'inflation sur les exportations de céréales.

Les négociations commerciales s'intensifient à l'approche de l'instauration de droits de douane réciproques avec l'annonce par Donald Trump d'une nouvelle salve de tarifs de 25% supplémentaires pour les pays achetant du pétrole et du gaz vénézuéliens mais aussi sur les importations américaines d'automobiles pour le 2 avril, et pour le 3 mai en ce qui concerne les pièces détachées. La rencontre Etats-Unis - Europe sur ce sujet représente surtout un espoir d'obtenir un délai d'application pour le moment. Outre les tarifs, les Etats-Unis ont également durci leur politique migratoire avec l'expulsion imminente de 530 000 migrants, combinaisons de mesures susceptibles de créer un choc négatif sur l'offre. Les craintes de renforcement de l'inflation et de ralentissement de la croissance persistent dans cet environnement, en attendant qu'un éventuel compromis soit trouvé, permettant notamment au président américain de financer ses baisses d'impôts sans trop impacter l'économie.

Dans ce contexte, l'indice de confiance des consommateurs américains du Conference Board de mars a de nouveau largement chuté à 92,9 au lieu de 94 attendu et le PMI manufacturier américain s'est contracté de manière inattendue en passant à 49,8 au lieu des 51,8 attendus. Par contre, les PMI des services est ressorti nettement au-dessus des attentes à 54,3 au lieu de 51.

Côté européen, le plan de relance allemand attendu et voté la semaine passée semble soutenir légèrement l'indice IFO du climat des affaires en Allemagne sorti à 86,7 en mars versus 85,3 en février. L'activité du secteur manufacturier a été moins négative que prévu avec un PMI Zone Euro à 48,7 vs 48,2 attendu. Probablement soutenu par l'anticipation des droits de douanes supérieurs, l'indice PMI manufacturier allemand rebondit quoique toujours en territoire de contraction (48,3 vs 47 attendu). A l'inverse, l'activité des services déçoit avec un PMI à 50,4 vs 51,1 attendu.

Du côté du Royaume-Uni, le gouvernement travailliste a annoncé des efforts budgétaires importants afin de financer les mesures de soutien prévues : 2 milliards de livres sterling

d'économies estimées par an jusqu'en 2030, en sus des coupes de dépenses sociales pour 5 milliards. Ceci alimente les craintes sur l'activité à court terme et sur la possibilité de futures baisses de taux directeurs.

ACTIONS EUROPÉENNES

Sur le plan macroéconomique, les indices PMI des principaux pays européens pour le mois de mars ont montré une nette amélioration par rapport à février, dépassant les attentes des économistes. Le PMI manufacturier allemand est ressorti à 48,3, contre 46,5 le mois précédent. Au niveau européen, l'indice a dépassé le seuil de 50, atteignant son plus haut niveau des six derniers mois. Les chiffres prévisionnels de l'inflation de mars sont aussi à noter, ressortant en dessous des attentes pour la France et l'Espagne, renforçant ainsi la probabilité d'une baisse des taux par la BCE. Malgré ces chiffres favorables, les marchés européens ont été orientés à la baisse cette semaine, principalement en raison des annonces outre-Atlantique qui ont pesé sur le sentiment des investisseurs.

En effet, Donald Trump a annoncé cette semaine l'imposition de nouveaux tarifs de 25 % supplémentaires (en plus des 2.5% existants) sur les importations de véhicules européens et de pièces automobiles. Bien que les investisseurs aient déjà en partie anticipé ces mesures, les valeurs automobiles européennes ont enregistré des pertes de 2 à 4 % le jour de l'annonce, avec **Stellantis** particulièrement affecté en raison de sa forte exposition au marché américain. En revanche, **Ferrari** a vu son titre grimper après l'annonce de sa capacité à augmenter les prix de ses modèles jusqu'à 10 %, tout en anticipant un léger impact négatif potentiel sur sa marge opérationnelle.

Du côté des résultats, l'entreprise allemande de défense **Renk** a publié ses résultats ainsi que ses prévisions pour 2025. La surprise dans ses résultats est venue de la forte génération de flux de trésorerie, supérieure aux attentes. Pour ses prévisions, la société projette une croissance de 20 % de son chiffre d'affaires pour 2025, tout en précisant que l'accélération des dépenses de défense en Europe n'a pas été intégrée. Le titre a gagné plus de 10 % cette semaine et a plus que doublé depuis le début de l'année.

Enfin, l'entreprise italienne **Prysmian**, leader mondial des câbles, a annoncé l'acquisition du groupe américain **Channell** pour un montant total de 950 millions de dollars. Channell est spécialisé dans les connecteurs de fils de cuivre et les systèmes de gestion des câbles de fibre optique. Prysmian a également organisé une journée investisseur cette semaine pour présenter ses objectifs pour 2028, lesquels s'alignent avec les attentes des analystes. Toutefois, la direction a retardé la double cotation aux Etats-Unis, une annonce particulièrement attendue des investisseurs entraînant ainsi une baisse de 5 % du titre.

ACTIONS AMÉRICAINES

L'approche de la mise en place des tarifs douaniers pour le 2 avril entraîne un climat d'incertitude sur les marchés américains. Dans ce contexte, les petites et moyennes capitalisations représentées par le Russell 2000 sont restées stables tandis que les plus grandes capitalisations ont enregistré de légères hausses, le S&P 500 pointant à +0.5% et le Nasdaq à +0,6%.

Les nouvelles initiatives tarifaires de l'administration Trump concernent notamment le secteur automobile. Cette mesure a pour objectif de forcer les constructeurs à relocaliser leur

production. Les constructeurs automobiles américains subissent également cette initiative, à l'image de **Ford** (-1,1%) et **General Motors** (-4,5%). Malgré l'annonce des tarifs et de la chute des ventes de véhicules en Europe, **Tesla** termine la semaine en forte hausse avec une performance de +15,1%.

Au sein du secteur technologique, l'annonce de potentiels tarifs sur le cuivre et les micro-processeurs a soutenu ce climat incertain et a fait chuter les grandes valeurs comme **Nvidia** (-6%) et **Broadcom** (-9,7%). Malgré cela, une partie des « 7 Magnifiques » a retrouvé le chemin de la hausse, notamment **Meta** (+2,8%), **Amazon** (3,3%), **Apple** (+4,5%), après de nombreuses semaines de baisse.

Du côté de la consommation de base, le secteur affiche une hausse sur la semaine +2,1% porté notamment par **Costco** (+4,8%) et l'annonce par **Dollar Tree** de la vente de sa filiale **Family Dollar** pour 1 milliard de dollars après l'avoir acheté 8,5 milliards 10 ans plutôt. Cette annonce a entraîné une hausse du cours de +19,1% sur la semaine.

Dans cet environnement incertain sur le plan économique et politique, le secteur bancaire continue sa bonne performance (+1,7%), stimulé par les annonces de la Fed la semaine dernière. A contrario, les secteurs des utilities et de la santé sont en baisse, avec respectivement -1,6% et -1%.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice **MSCI EM** a terminé la période à l'équilibre (-0,03 %) en USD à la clôture de jeudi. L'Inde et le Mexique ont progressé de 1,07 % et 1,04 %. Le Brésil, la Chine, la Corée et Taïwan ont chuté respectivement de 0,23 %, 0,44 %, 1,04 % et 1,43 %.

En **Chine**, Xi Jinping a rencontré plus de 40 chefs d'entreprise mondiaux à Pékin, où il a plaidé en faveur d'un environnement politique transparent, stable et prévisible. Les autorités ont durci les règles relatives à la construction de nouvelles usines d'alumine dans le but de lutter contre la surcapacité. Donald Trump a suggéré qu'il envisagerait de réduire les taux de droits de douane imposés à la Chine dans le but d'obtenir le soutien de Pékin pour une vente des activités américaines de TikTok à une société américaine. Les résultats de **BYD** pour 2024 ont montré un chiffre d'affaires en hausse de 29 % en glissement annuel et un bénéfice net en hausse de 34 %. Les résultats de **Pop Mart** ont dépassé les attentes élevées en raison des activités à l'étranger et la société a de nouveau relevé ses prévisions. **Tencent** investira 1,16 milliard d'euros pour acquérir une participation de 25 % dans la nouvelle unité d'**Ubisoft**, qui détient les IP les plus connues. **Xiaomi** a annoncé une vente d'actions de 5,3 milliards de dollars afin de lever des fonds pour étendre sa capacité de fabrication de véhicules électriques. **AstraZeneca** investira 2,5 milliards de dollars dans un nouveau centre de recherche à Pékin. **Alibaba** et **BMW** vont s'associer pour de futurs projets d'IA embarquée. Les plus grandes banques chinoises **ICBC**, **CCB** et **ABC** ont annoncé des gains de bénéfices pour l'exercice 2024, la baisse des dépréciations de crédit ayant compensé le rétrécissement des marges.

À **Taïwan**, le taux de chômage pour le mois de février était de 3,35 %, ce qui est conforme aux attentes. La production industrielle pour février a bondi de 17,91 %, soit légèrement plus que les 17,30 % attendus. Les autorités enquêtent sur onze entreprises continentales, dont **SMIC**, pour le débauchage présumé de talents de haute technologie. **Hon Hai** a obtenu son premier client majeur dans le domaine de la fabrication de véhicules électriques avec **Mitsubishi Motors**.

En **Corée du Sud**, les exportations pour les vingt premiers jours de mars ont augmenté de 4,5 % contre 16 % le mois précédent. Les ventes au détail ont augmenté de 4,4 % en glissement annuel. Un tribunal sud-coréen a annulé la destitution du Premier ministre Han Duck-soo. **Hyundai** investira 21 milliards de dollars pour éviter les droits de douane américains dans des secteurs allant de l'acier à la robotique. La start-up de puces **FuriosaAI** a rejeté une offre de 800 millions de dollars de **Meta**.

En **Inde**, l'indice PMI manufacturier préliminaire de mars s'est établi à 57,6 contre 56,3 le mois précédent, tandis que l'indice PMI des services s'est établi à 57,7 contre 59,0. Le crédit bancaire a augmenté de 11 % en glissement annuel en février. La **RBI** a annoncé des normes révisées en matière de prêts aux secteurs prioritaires, prévoyant un assouplissement des décaissements de crédit dans des domaines tels que le crédit agricole, le logement et les sections les plus faibles. Le gouvernement va retirer la taxe de péréquation de 6 % introduite en 2016 sur certains services de publicité en ligne. **Zepto** est en pourparlers pour lever 250 millions de dollars via une vente d'actions secondaire avant son introduction en bourse. **NCLT** a approuvé la scission de **Siemens Energy India**. **Toyota** installera son premier centre de R&D en Inde.

Au **Brésil**, l'inflation IPCA-15 a augmenté de 0,64 % en glissement mensuel, soit moins que les 0,7 % attendus. Le déficit du compte courant pour février était de 8,7 milliards de dollars contre 9 milliards de dollars attendus. La banque centrale a abaissé ses prévisions de croissance économique pour cette année de 2,1 % à 1,9 %. **Shell** a approuvé un investissement dans un projet pétrolier en eaux profondes au Brésil.

Au **Mexique**, la banque centrale a baissé ses taux de 50 points de base à 9 %. Les ventes au détail ont augmenté de 0,6 % en glissement mensuel en janvier, soit plus que le consensus Bloomberg de 0 % en glissement mensuel, ajoutant aux gains de novembre (+0,4 % en glissement mensuel) et de décembre (+0,1 % en glissement mensuel). L'inflation a augmenté de 3,67 % en glissement annuel pour la première quinzaine de mars, soit légèrement en dessous des 3,70 % attendus. La division locale de **Walmart** prévoit d'investir 6 milliards de dollars cette année dans ses opérations au Mexique afin d'accélérer l'ouverture de ses magasins.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Semaine nerveuse sur les marchés de crédit, marqués par les attentes des annonces de droits douanes promis par Donald Trump. Les tarifs sur toutes les voitures construites en dehors de Etats Unis ont d'ores et déjà malmené le secteur automobile, comme peuvent en témoigner les prix des récentes obligations émises dans le secteur. Pour illustrer cela, la nouvelle obligation de **Forvia** (ex Faurecia) pour un coupon de 5,625% à horizon 2030 émise le 19 mars s'est écartée en primes de près de 30bp depuis l'émission. Cette volatilité se retrouve également dans les indices crédit plus génériques, avec un crossover qui oscille sur la semaine entre 298bp et 320bp vendredi matin à l'ouverture. Les taux sans risque semblent quant à eux également chercher leur direction avec un 10 ans allemand qui s'échange entre 2,70% et 2,80% sur la semaine, avec néanmoins une détente de 4 bp ce vendredi matin à 2,72%.

Dans ce contexte nerveux et attentiste, le marché primaire est pourtant resté très actif, notamment sur le segment HY, avec des carnets d'ordre toujours solides (environ x3), gage de l'appétit des investisseurs pour le portage et les actifs à primes, et ce même si le secondaire ne performe pas toujours en raison de la nervosité de marché. On soulignera les nouvelles

émissions de **Fnac Darty** 2032, de **Schaeffler** en double tranche 2028 et 2031, de **Opella** 2032, de **Itelyum** 2030, et **Getlink** 2030.

A noter également la reprise du primaire sur le segment hybride après un mois plus calme, avec les nouvelles sorties d'**Unibail** et **Eurofins**. Coté subordonnées bancaires, c'est à **Deutsche Bank** que revient le deal de la semaine avec une nouvelle Coco Euro pour 1,5 milliards, callable en 2030 à 7,125% de coupon.

Coté performance la semaine est stable avec des signatures de bonne qualité, qui sont juste dans le vert à +0,06% (0,05% YTD) alors que le haut rendement souffre davantage de l'écartement des primes avec -0.11% (mais reste positif +0,89% YTD). Compte tenu du repricing des taux et primes de mars, les obligations HY offrent aujourd'hui en rendement de 6% pour une sensibilité de 2,8, et une prime moyenne de 320bp.

Achévé de rédiger le 28/03/2025.

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