



## FLASH MARCHÉS : Y AURAIT-IL UN EXCEPTIONNALISME EUROPÉEN ?

- Le marché actions américain a chuté de près de 4 % en raison des incertitudes commerciales et de la dissipation de l'enthousiasme autour de la thématique de l'intelligence artificielle.
- D. Trump alimente l'incertitude et la volatilité sur les marchés avec ses déclarations contradictoires sur les droits de douane, en maintenant la date du 4 mars pour l'application des tarifs sur le Canada et le Mexique, tout en augmentant de 10 % ceux sur la Chine.
- Le contexte géopolitique incite les pays européens à accroître leurs budgets de défense, ce qui pourrait se traduire par un allègement des contraintes fiscales européennes.

Dans un contexte international de plus en plus difficile, les marchés actions européens continuent de faire preuve d'une remarquable résilience, ne cédant que très peu de terrain la semaine dernière au moment même où la correction de leurs pairs américains s'est, elle, accélérée. Ces derniers ont effet accusé un recul de près de 4 % lié à la fois à l'intensification de l'incertitude commerciale et au dégonflement de l'optimisme autour de la thématique « intelligence artificielle » après les résultats de Nvidia. Concernant le volet commercial, D. Trump continue de souffler le chaud et le froid sur la mise en place des droits de douane et ses annonces alimentent la confusion et la volatilité sur les marchés. Alors que de premières informations semblaient indiquer que la date de mise en œuvre des tarifs sur le Canada et le Mexique serait décalée à début avril, le président américain a non seulement confirmé que celle-ci était maintenue au 4 mars mais aussi annoncé que les tarifs sur la Chine seraient relevés de 10%. Ceci vient s'ajouter à la hausse de 10% déjà mise en place sur les produits chinois depuis un mois et constitue une escalade majeure dans la guerre commerciale entre Washington et Pékin. Si les marchés actions chinois se montraient résilients jusqu'ici, cette dernière salve a fini par alimenter les inquiétudes des investisseurs et entraîner une chute des indices locaux en fin de semaine. Le contraste est ainsi d'autant plus frappant avec leurs pairs européens qui ont à peine réagi à une autre déclaration de D. Trump évoquant un relèvement des droits de douane de 25% sur les exportations européennes, notamment sur le secteur automobile. Les investisseurs semblent ainsi ne pas prendre au sérieux cette menace alors que le président américain est coutumier des volte-face et tablent probablement sur l'émergence d'un compromis à l'issue des négociations entre les deux parties. En attendant, ils saluent plutôt les bonnes nouvelles sur le Vieux-continent, en particulier l'amélioration notable des statistiques économiques, à l'instar des ventes au détail en Allemagne ressorties largement au-dessus des attentes, et des signaux particulièrement rassurants sur l'inflation notamment en France où celle-ci a atteint son plus bas niveau en 4 ans (0,9% en glissement annuel). Si une baisse des taux directeurs de la BCE jeudi prochain ne fait guère de doute, ceci renforce surtout les attentes d'assouplissement monétaire pour le reste de l'année, avec désormais -87 pb de baisse des taux directeurs anticipée d'ici décembre, ce qui se reflète dans la nette rechute des taux souverains européens. L'autre sujet qui entretient l'optimisme en zone euro est la perspective d'un accord en Ukraine, V. Zelensky ayant finalement accepté l'offre de D. Trump sur les minerais ukrainiens, ouvrant ainsi la voie à des négociations avec la Russie pour mettre fin à la guerre. Quelle qu'en soit l'issue, le contexte géopolitique incite les pays européens à accroître

sensiblement leurs budgets de défense, ce qui pourrait se traduire par un allègement des contraintes fiscales européennes. A ce titre, il convient de noter qu'aux Etats-Unis, le texte budgétaire porté par les Républicains, et visant notamment à prolonger les réductions fiscales du premier mandat de D. Trump, a franchi une première étape à la Chambre des représentants, non sans difficulté du fait des désaccords au sujet de son enveloppe de 4500 MM\$ et de l'absence de coupes budgétaires pour compenser. Ceci ne constitue toutefois pas un soutien additionnel pour les entreprises américaines et ne devrait pas donc pas avoir d'effet considérable sur la croissance, tandis que le reste des mesures de l'administration Trump devrait contribuer à un ralentissement de l'activité.

Ces risques nous semblent insuffisamment intégrés par les marchés actions et nous incitent à la prudence en restant sous-pondérés, avec une préférence relative pour la Chine qui bénéficie des mesures annoncées par les autorités ces derniers mois et du regain d'intérêt pour le secteur de la technologie local.

## ACTIONS EUROPÉENNES

Après avoir signé une des meilleures performances boursières de ce début d'année, les actions européennes reprennent leur souffle en terminant la semaine à l'équilibre, touchées par un vent d'ouest en provenance des Etats-Unis, qui menacent d'imposer des droits de douane à des secteurs déjà fragilisés, tel que l'automobile. **Stellantis** en a d'ailleurs fait les frais en publiant des résultats décevants et n'entrevoit pas d'amélioration de son activité pour 2025 sur les volumes. L'indice reste porté par les financières (banques, assurances) qui affichent la meilleure performance depuis le début d'année, mais des résultats prudents notamment dans les valeurs technologiques ont tempéré l'envol de l'indice européen.

Dans les semi-conducteurs, l'équipementier **Aixtron** a présenté des perspectives pour 2025 en-deça des attentes, entraînant une baisse de son titre de 12 %. De même, **ASM International** a publié des chiffres de commandes faibles, mais se montre plus optimiste quant aux perspectives futures, et anticipe une contribution moindre de la Chine.

Dans le conseil IT, le français **Sopra Steria** a publié des résultats en ligne mais une guidance sous les attentes des analystes, le CEO s'attend à ce que le T1 soit le point bas de l'année.

Dans les médias, **WPP** a revu à la baisse ses prévisions pour 2025, entraînant dans son sillage le reste du secteur dont **Publicis**. En cause, les incertitudes macroéconomiques, la faiblesse de la Chine et des dépenses discrétionnaires des clients.

Cependant, des conditions plus favorables se dessinent pour certains acteurs opérant dans des segments à forte croissance. En témoigne le nouveau record historique atteint par le leader des étiquettes électroniques, **VusionGroup**, suite à la présentation de résultats annuels et de perspectives largement supérieurs aux attentes. **Technip Energies** a également publié des résultats supérieurs aux prévisions et a réitéré ses perspectives optimistes, tandis que **GTT** a rebondi de +16 % grâce à des prévisions prometteuses pour 2025, le management ayant confirmé ses perspectives positives dans le domaine du GNL (gaz naturel liquéfié).

## ACTIONS AMÉRICAINES

Cette semaine, les indices américains ont enregistré une nette baisse, avec le S&P 500 à -4,2%, le Nasdaq à -6,8% et le Russell 2000 à -5,4%.

Dans le secteur technologique, les « Sept Magnifiques » traversent un début d'année difficile. **Apple** (3,9 %) a annoncé un investissement de 500 milliards de dollars aux Etats-Unis au cours des quatre prochaines années pour soutenir l'IA, l'industrie du silicium et le développement des compétences. **Tesla** a chuté de -14,7% en raison d'un ralentissement des ventes en Europe face à la concurrence chinoise, notamment **SAIC**, qui a vu ses ventes augmenter de plus de 30%.

De plus, la publication des résultats trimestriels du fabricant de semi-conducteurs **Nvidia** (-8,4%), bien que meilleurs que prévu, n'ont pas su répondre aux attentes élevées des investisseurs. Cela intervient un mois après l'arrivée du concurrent chinois **Deepseek** et des incertitudes concernant la politique commerciale de l'administration Trump, en particulier envers la Chine. **Salesforce** (-4,3%) a également déçu les investisseurs avec des prévisions prudentes pour l'année en cours malgré une croissance du profit au cours du dernier trimestre. **eBay** (-9,3 %) a enregistré un quatrième trimestre modéré et des prévisions décevantes, aggravées par l'incertitude économique aux Etats-Unis. **Warner Bros** (-0,8%) continue de perdre du terrain sur la TV linéaire (50% de son chiffre d'affaires) mais se recentre sur sa division streaming et sur ses studios de production.

Dans le secteur de la défense, le fabricant de produits aérospatiaux et électroniques **Heico** (+12,8 %), a enregistré de bons résultats grâce à une forte demande de pièces pour l'aviation commerciale et militaire. **Kratos Defense**, spécialiste des drones et des communications par satellite, a progressé de +7,7%.

Malgré un environnement économique et politique incertain, les secteurs défensifs tels que la santé et la consommation résistent bien. Au sein du S&P 500, la performance du sous-secteur « santé » est de 0,03 %. La rotation hors du secteur technologique profite aux grandes valeurs de la biopharmacie, avec **Bristol Myers** en hausse de +5,4 % et **Merck** de +3,3%, ainsi qu'aux équipements médicaux. **Baxter** a progressé de +4,9% grâce à la reprise de la croissance de ses produits pharmaceutiques et de chirurgie. A l'inverse, les valeurs biotechnologiques subissent une forte correction, avec l'indice XBI en recul de -6 %, à l'image de l'ensemble des petites capitalisations boursières.

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a reculé de 0,8 % cette semaine à la clôture des marchés de jeudi. La Chine a grimpé de 3,6 %, tandis que Taïwan, l'Inde, le Mexique et le Brésil ont chuté respectivement de 2,5 %, 3 %, 3 % et 6 %.

En **Chine**, le marché a continué de progresser, soutenu par les gains du secteur technologique. **Alibaba** a annoncé que ses dépenses d'investissement dans l'IA et le cloud dépasseraient 380 milliards de RMB au cours des trois prochaines années (soit plus de 50 milliards de dollars). **DeepSeek** devrait accélérer le lancement de son modèle R2 de nouvelle génération, désormais prévu avant mai. **Nvidia** a annoncé que sa conférence GTC 2025 accueillera une journée dédiée à l'IA en Chine. Parmi les entreprises présentes, figurent **ByteDance**, **Volcano Engine**, **Alibaba Cloud**, **Baidu**, **ANT GROUP CO., LTD.**, **JD.com**, **Meituan**, **Kuaishou**, **Baichuan Technology**, **Laie Technology** et **Votee AI**. Sur le plan macroéconomique, tous les regards sont tournés vers le Congrès national du peuple qui se tiendra la semaine prochaine, pour définir l'objectif de croissance du PIB, le budget et d'autres chiffres économiques importants. **T COM** a par ailleurs annoncé des résultats solides, avec une croissance des recettes de 24 %, dépassant les attentes.

A **Taïwan**, les actions ont corrigé suite aux résultats de **Nvidia** et à la conférence de presse de la direction, qui a indiqué des marges inférieures aux attentes, entraînant une chute de 8 % du titre.

En **Inde**, l'inflation IPC pour janvier a diminué s'établissant à 4,3 % grâce à la baisse des prix des denrées alimentaires. Cependant, l'inflation sous-jacente a augmenté à 3,7 %. Dans un mouvement plus accommodant visant à stimuler la croissance du crédit, la Reserve Bank (RB) a réduit les pondérations de risque sur les prêts bancaires aux NBFC et aux institutions de microfinance. Dans le secteur automobile, les immatriculations de février ont chuté de 2 % pour les deux-roues, de 5 à 7 % pour les véhicules personnels/camions, et de 12 % pour les tracteurs. **Ultratech** a annoncé son intention d'investir 18 milliards d'INR (200 millions de dollars) dans le secteur des câbles et fils au cours des deux prochaines années. Cette annonce a entraîné une correction dans l'ensemble du secteur. Toutefois, les dépenses d'investissement nettes d'Ultratech sont considérées comme modestes par rapport à la taille de l'industrie des câbles et fils, et les gains futurs de parts de marché devraient provenir des segments non organisés et des marques plus faibles.

En **Thaïlande**, **CPALL** a officiellement annoncé qu'elle ne participerait pas aux investissements de **Seven&I**, ce qui a permis de lever un obstacle majeur. L'entreprise a publié des résultats positifs avec un bénéfice par action (BPA) en hausse de 31 % par rapport à l'année précédente et de 28 % par rapport au trimestre précédent, grâce à une meilleure combinaison de produits.

Au **Brésil**, le marché a réagi négativement à l'annonce d'un éventuel nouveau stimulus fiscal, l'inflation restant élevée. **Weg** a publié de bons résultats, avec un chiffre d'affaires en progression de 26 % et de 14 % par rapport au trimestre précédent, mais la marge EBITDA a diminué séquentiellement, décevant ainsi les attentes du consensus.

Au **Mexique**, le président Trump a réaffirmé son intention d'appliquer des tarifs de 25 % sur les importations mexicaines à compter du 4 mars. **Oma** a publié des résultats dépassant les prévisions, grâce à la croissance des revenus non aéronautiques, mais a déçu en raison de dépenses financières plus élevées. Le trafic devrait néanmoins rester soutenu. **Walmex** prévoit de lancer un service financier afin de renforcer ses services de transfert, en tirant parti de son vaste réseau de magasins aux Etats-Unis et au Mexique.

En **Pologne**, les ventes au détail ont augmenté de 6,1 % en janvier (contre 2,7 % en décembre), marquant un fort rebond de la consommation, principalement stimulé par le secteur alimentaire. Le marché anticipe une probabilité accrue d'un cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine, bénéficiant aux actions polonaises.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

Le doute s'installe progressivement autour de l'exceptionnalisme économique américain, avec des perspectives de croissance pour le second semestre qui semblent se détériorer.

Cette semaine, ce sentiment a été alimenté par plusieurs facteurs : 1/ des résultats de **Nvidia** au-dessus du consensus mais insuffisants pour satisfaire le marché actions, 2/ un core PCE prévu au-dessus des attentes, ce qui pourrait compromettre les perspectives de baisse de taux de la FED et 3/ des annonces persistantes concernant l'imposition de nouveaux tarifs douaniers. Le résultat de cela : une volatilité sur les taux, un indice S&P 500 qui perd 2,5 % et un indice crédit CDX High Yield américain qui s'écarte de 11pb.

Et qu'en est-il du crédit européen ? Il demeure solide. L'indice Crossover ne s'est écarté que de 4pb, le cash High Yield affiche une performance de +0,15 %, l'Investment Grade de +0,22 %, les CoCo en euros de +0,08 % et les CoCo en dollars de +0,17%.

Le marché primaire reste plus actif dans le segment des financières que dans le segment corporate. Néanmoins, il convient de noter le franc succès de l'émission IG de **Metro AG** : 600 millions d'euros sur 5 ans, avec un coupon de 4 %, après avoir attiré un carnet de commandes dépassant les 6 milliards d'euros.

En outre, les résultats encourageants d'**Auchan** (coté corporate) et **Deutsche Pfandbriefbank** (coté financières) ont été bien accueillis par le marché, permettant à leur obligation de nettement surperformer sur les dernières séances.

Enfin, notons l'accord entre le propriétaire d'**Altice** (Patrick Drahi) et ses créanciers concernant la restructuration du groupe télécom.

*Achévé de rédiger le 28/02/2025.*

## **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