



## FLASH MARCHÉS : UN CHANGEMENT DE PARADIGME

- L'Allemagne lance un programme d'investissement historique pour accroître les dépenses de défense et d'infrastructure.
- Le comportement erratique de D. Trump, notamment sur le sujet des tarifs douaniers, a créé une incertitude pesant sur le moral des Américains et a entraîné une chute des marchés actions outre-Atlantique.
- La Chine a dévoilé sa feuille de route économique pour 2025, avec un objectif de croissance maintenu à 5% qui envoie un message de confiance de la part des autorités.

Impensable il y a encore quelques semaines, l'Allemagne a décidé cette semaine de s'engager dans un programme d'investissement historique et d'abandonner son conservatisme fiscal en annonçant une série de mesures qui permettront de largement contourner la règle constitutionnelle du frein à l'endettement. Ce « quoi qu'il en coûte », dont nous avons détaillé les contours et les implications dans une note parue vendredi, pourrait se traduire par une augmentation des dépenses dans la défense et les infrastructures de près de 1000 Mds € sur la prochaine décennie et promet de transformer en profondeur les économies allemande et européenne. Si la proposition du futur chancelier F. Merz devra impérativement être votée avant le 25 mars prochain, tant que la CDU, le SPD et les Verts disposent d'une majorité des 2/3, et que des recours juridiques devant la Cour constitutionnelle ne peuvent être exclus, tout porte à croire que le texte pourra dépasser ces obstacles et donner au nouvel exécutif allemand des marges de manœuvre budgétaires colossales. Celles-ci permettront à Berlin de soutenir sa croissance mais aussi d'accroître significativement ses dépenses militaires dans un contexte géopolitique menaçant, un exemple que les autres pays européens devraient également suivre. Les discussions sont d'ailleurs en cours à Bruxelles au sujet d'une hausse de près de 800 Mds \$ des budgets nationaux dans la défense mais posent la question du financement de celle-ci. L'envolée des taux souverains européens depuis l'annonce de F. Merz (+43 pb sur le 10 ans allemand) reflète certes l'amélioration des perspectives de croissance et d'inflation en Europe mais aussi les inquiétudes des investisseurs quant à la hausse significative des émissions de dette publique alors que les autres Etats affichent déjà des ratios d'endettement bien plus élevés que l'Allemagne. Ces craintes n'ont guère été dissipées par la BCE cette semaine, laquelle a certes procédé à une nouvelle baisse des taux directeurs de 25 pb mais dont la présidente C. Lagarde a indiqué qu'elle ne prendrait pas part au financement de ces nouvelles émissions et que l'impact de cette relance fiscale sur la croissance et l'inflation pourraient inciter l'institution à se mettre en pause. Rappelons que la BCE poursuit par ailleurs la réduction de la taille de son bilan (Quantitative Tightening), ce qui risque d'exacerber les tensions sur les taux.

De l'autre côté de l'Atlantique, la semaine a encore une fois été marquée par le comportement erratique du président Trump, en particulier sur le sujet des tarifs douaniers sur lequel les investisseurs manquent cruellement de visibilité. Alors que des taxes à hauteur de 25% sur les importations canadiennes et mexicaines sont entrées en vigueur mardi dernier, celles-ci ont d'abord été assouplies puis totalement suspendues sur une partie des produits. Cette incertitude devrait se poursuivre au moins jusqu'au 2 avril, date à laquelle

**l'administration Trump doit annoncer sa nouvelle politique commerciale concernant l'ensemble de ses partenaires. En attendant, ceci pèse d'ores et déjà sur le moral des ménages et des entreprises et contribue à alimenter les anticipations de ralentissement de la croissance américaine au cours des prochains trimestres. Les marchés actions américains en souffrent également, avec une nouvelle chute marquée en particulier sur les petites et moyennes entreprises.**

**Enfin, il convient de noter que la Chine a dévoilé sa feuille de route économique pour 2025, avec un objectif de croissance maintenu à 5% qui envoie un message de confiance de la part des autorités. Pékin continuera en effet de soutenir sa croissance pour compenser tout choc négatif lié à la guerre commerciale, avec un accent particulier mis sur la consommation des ménages qui se traduit par une augmentation sensible des aides pour l'achat de certains produits.**

**Cette détermination des autorités à stimuler l'activité nous incite à maintenir notre préférence relative pour la Chine au sein des marchés actions, tandis que nous restons prudents sur les indices actions des pays développés compte tenu des risques liés aux politiques de D. Trump, et neutres sur les obligations souveraines dont la volatilité restera très élevée en attendant d'y voir clair sur le plan budgétaire européen.**

## ACTIONS EUROPÉENNES

La semaine a été historique sur les marchés boursiers européens, grâce à plusieurs annonces d'envergure redéfinissant les perspectives économiques. Le plan "ReArm Europe", dévoilé de manière inattendue, d'un montant de 800 milliards d'euros, a agi comme un puissant catalyseur pour les entreprises européennes du secteur de la défense. Ce secteur a également bénéficié du déblocage de budgets en Allemagne, allouant entre 200 et 400 milliards d'euros pour la défense, ainsi qu'un fonds spécial de 500 milliards d'euros dédié aux infrastructures. Sur la semaine, les entreprises liées, directement ou indirectement, à la défense ont largement surperformé le marché européen. Même si la BCE a abaissé ses taux directeurs, les rendements obligataires des pays européens ont grimpé en flèche, les investisseurs anticipant les emprunts nécessaires pour financer les différents plans gouvernementaux. Le rendement du Bund allemand a notamment augmenté de 30 points de base en une seule journée, un record depuis 1990.

Parmi les performances les plus notables, **Thalès** a enregistré une hausse de près de 30 %, suivi par **Renk** avec près de 25 % et **Leonardo** avec 18 %. De plus, le budget dédié aux infrastructures en Allemagne marque un véritable tournant dans la politique du gouvernement, visant à renforcer la compétitivité du pays et moderniser ses infrastructures. Le DAX, principal indice de la bourse allemande, a progressé de plus de 3 % suite à ces annonces budgétaires. Les valeurs cycliques, particulièrement exposées à l'économie allemande, ont bénéficié de cette dynamique, avec **Bilfinger** en hausse de 29 %, **Heidelberg Materials** de 18 %, et **Kion** de 17 %. Certaines de ces valeurs faisaient l'objet de positions vendeuses de la part de hedge funds, qui ont dû rapidement se repositionner, contribuant également à la hausse.

Dans le contexte géopolitique actuel, l'entreprise française de satellites **Eutelsat** a vu sa capitalisation boursière être multipliée par 6 au cours de la semaine. Cela fait suite à des discussions avec divers pays concernant le remplacement des équipements **Starlink** par ceux d'Eutelsat. Parmi les pays en discussion figure l'Italie, sur le point de conclure un contrat estimé à 1,5 milliard d'euros avec Starlink. Le directeur général d'Eutelsat a également

mentionné des pourparlers en cours avec **Telesat** au Canada et avec le Parlement européen, ce dernier s'intéressant à l'assistance en Ukraine, actuellement couverte par Starlink.

## ACTIONS AMÉRICAINES

En cette première semaine de mars, les indices américains se sont dégradés : le S&P 500 a chuté de 3,6 %, le Nasdaq a reculé de 4 %, et le Russell 2000 a baissé de 4,4 %.

Dans le secteur technologique, les fabricants de semi-conducteurs ont subi des corrections, avec **Nvidia** en baisse de 11,4 % et **Super Micro Computer** de 10,6 %, principalement en raison de l'incertitude ambiante, exacerbée par l'annonce d'une enquête de Singapour sur d'éventuels contournements des restrictions américaines. Le ministre de la Justice de Singapour a lancé une enquête pour déterminer si **Dell Technologies** (-9,5 %) et **Super Micro Computer** ont transféré de Singapour vers la Malaisie puis la Chine des serveurs contenant des puces **Nvidia**, contournant ainsi les restrictions américaines. **Marvell Technology** a chuté de 21,3 %, enregistrant sa pire performance quotidienne en 24 ans, après que ses prévisions de chiffre d'affaires, considérées comme trop modestes, ont ravivé les inquiétudes concernant les dépenses en infrastructures d'IA.

Les marchés ont temporairement rebondi à la suite de l'annonce du report d'un mois des tarifs douaniers de l'administration Trump sur les importations automobiles du Canada et du Mexique. Trudeau a maintenu une position ferme, affirmant que les tarifs réciproques de 25 % resteront en place tant que les États-Unis maintiendront leurs propres tarifs.

Lors de son discours devant le Congrès, Trump a évoqué un ralentissement du momentum de la croissance américaine. Selon les données d'ADP Research, le marché de l'emploi s'est dégradé avec des créations d'emplois dans le secteur privé tombées à leur plus bas niveau depuis juillet. Par ailleurs, la composante « nouvelles commandes » de l'ISM manufacturier est ressortie nettement sous les attentes, et repasse même en dessous des 50 (à 48,6).

Dans cet environnement économique et politique incertain, le sous-secteur santé du S&P 500 a continué de bien performer, avec des valeurs comme **UnitedHealth Group** en hausse de 2,7 % et des valeurs Biotech en reprise par rapport à la semaine précédente avec **Biogen** en hausse de 4,9 %. À l'inverse, les sous-secteurs les plus touchés ont été les plus cycliques : les semi-conducteurs ont chuté de 9,6 %, l'énergie de 3,1 %, et les banques de 8 %.

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a rebondi après la correction de la semaine dernière et a progressé de 3,1 % à la clôture des marchés de jeudi, surperformant largement les pays développés. La Chine (+7,1 %) a tiré les gains vers le haut, avec en toile de fond les titres de la NPC. L'Inde a également rebondi de 3 % après un mois de faibles performances. Le Mexique et le Brésil ont gagné respectivement 2,2 % et 1,9 %. Taiwan a perdu 1,8 % en raison de la correction du secteur technologique américain.

En **Chine**, l'activité manufacturière de février a progressé au rythme le plus rapide depuis trois mois. L'indice PMI manufacturier officiel s'est établi à 50,2 et l'indice PMI non manufacturier à 50,4, dépassant les attentes du marché et les chiffres précédents. Après une forte croissance au quatrième trimestre, les exportations de la Chine se sont affaiblies, n'augmentant que de 2,3 % en glissement annuel en USD, les importations ayant baissé de 8,4 %. L'Assemblée nationale populaire a annoncé des objectifs économiques conformes aux attentes : un objectif

de croissance du PIB d'environ 5 %, un déficit budgétaire d'environ 4 % du PIB, un objectif d'IPC de 2 % et une émission d'obligations spéciales du gouvernement local de 4,4 trillions de RMB. Pékin a publié un livre blanc sur le fentanyl et s'engage à surveiller sa production, ses importations et ses exportations, en réponse à une préoccupation majeure qui a motivé les droits de douane américains. Le premier ministre Li a déclaré que « stimuler vigoureusement la consommation » était la première priorité en 2025. En ce qui concerne les entreprises, **BYD** a annoncé un placement à Hong Kong d'environ 5 milliards de dollars pour financer l'expansion de ses activités à l'étranger. **JD.com** a annoncé de solides résultats pour le quatrième trimestre grâce à une politique de reprise favorable. **Alibaba** a annoncé le lancement d'un nouveau modèle d'IA open-source, QwQ-32B, qui atteint des performances remarquables par rapport à DeepSeek-R1. **Baidu** a émis 2 milliards de dollars d'obligations échangeables en actions de **Trip.com**.

À **Taïwan**, les exportations de février ont augmenté de 31,5 %, soit bien plus que les 18,4 % attendus. **TSMC** a annoncé un investissement de 100 milliards de dollars pour construire davantage d'usines aux États-Unis, en plus du plan d'investissement américain de 65 milliards de dollars jusqu'en 2030.

En **Corée**, les résultats des exportations pour le mois de février ont révélé une croissance décevante de +1 % dans un contexte de tensions commerciales mondiales, en deçà des attentes du marché de 3,7 %. La croissance du GMV de l'e-commerce a été inférieure à la consommation de détail pour la première fois depuis septembre 2020.

En **Inde**, la croissance du PIB réel pour le troisième trimestre de l'année 2024 a atteint 6,2 % en glissement annuel, conforme aux attentes du consensus. Ce résultat est dû à une base élevée de 9,5 % au troisième trimestre de l'année 2024 et représente une amélioration par rapport aux 5,6 % enregistrés au deuxième trimestre de l'année 2024. Les recettes brutes de la taxe sur les produits et services (TPS) ont augmenté de 9,1 %. La croissance de l'activité industrielle est tombée à son plus bas niveau depuis 14 mois en février, en raison du refroidissement de la demande, avec un PMI manufacturier à 56,3 contre 57,1 en janvier et un PMI des services à 59 contre 61. La BRI a injecté près de 25 milliards de dollars en liquidité, réduisant ainsi le coût du financement interbancaire. **Tesla** a signé un bail pour son premier showroom indien à BKC. **Kaynes Technology** commencera en juin 2025 à assembler, tester et emballer des puces semi-conductrices avec une ligne de production pilote.

Au **Brésil**, le PMI manufacturier a augmenté de 2,4 points de base en février pour atteindre 53,0 grâce à la demande intérieure. **Eletrobras** et le gouvernement fédéral sont parvenus à un accord longtemps attendu concernant le litige sur les droits de vote.

Au **Mexique**, les États-Unis ont déclaré que les droits de douane sur les automobiles Canada/Mexique seraient reportés jusqu'au 2 avril, mais n'ont pas précisé les exemptions supplémentaires.

Au **Chili**, la solide reprise économique du pays s'est poursuivie en janvier (0,6 % en glissement mensuel contre 0,9 % en décembre). **SQM** a enregistré des résultats meilleurs que prévu grâce à l'augmentation des volumes, mais les perspectives en matière de prix restent difficiles.

En **Argentine**, les négociations entre le gouvernement de Javier Milei et le FMI semblent être sur le point d'aboutir. **Grupo Galicia** a fait état d'un résultat net solide grâce à la consolidation de l'acquisition de **HSBC** en décembre.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

La semaine a été marquée par une forte tension sur les taux souverains, suite à l'annonce du méga-plan de relance budgétaire allemand de 500 milliards d'euros et à la création d'un fonds de près de 800 milliards d'euros pour renforcer la défense au sein de l'Union européenne, après la suspension par les États-Unis de leur soutien militaire à l'Ukraine. À la surprise générale, Berlin semble avoir abandonné plusieurs décennies de rigueur budgétaire en quelques heures, provoquant une hausse massive des taux souverains allemands à 10 ans (+43 pb à 2,83 %), entraînant dans leur sillage les taux des autres États européens (+39 pb à 3,55 % pour la France, +42 pb à 3,96 % pour l'Italie).

La BCE a quant à elle réduit ses taux directeurs de 25 pb à 2,5 %, conformément aux attentes du marché. Outre-Atlantique, les investisseurs demeurent prudents face aux initiatives commerciales de D. Trump, qui continue d'annoncer de nouveaux tarifs douaniers tout en repoussant leur mise en application, craignant un impact trop lourd sur la croissance américaine. L'indice S&P 500 a clôturé la semaine en baisse de 3,6 %, tandis que l'indice de crédit CDX HY américain s'est écarté de 20 pb. Les spreads de crédit européens ont relativement bien absorbé la volatilité, la performance hebdomadaire reflétant principalement le mouvement violent des taux : -1,58 % sur l'Euro Investment Grade, -0,48 % sur l'Euro High Yield, -0,72 % sur les CoCo Euro, et -0,65 % sur les Hybrides Euro.

L'activité du marché primaire a légèrement ralenti cette semaine, avec des performances mitigées sur le marché secondaire en raison de la volatilité des taux. Cependant, on note l'opération jumbo de la société chimique américaine **Celanese** (Ba1/BB+), qui a émis pour l'équivalent de 2,65 milliards de dollars sur plusieurs maturités et devises. La tranche en euros de 750 millions, échéance 2031, a été placée à un coupon de 5 %, avec un carnet d'ordres couvert trois fois, témoignant d'une demande encore soutenue pour ce type d'émission.

*Achevé de rédiger le 07/03/2025.*

### **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 techniques destinée à évaluer la résistance d'institutions financières.
- L'indice PMI, pour "Purchasing Manager's Index" (indice des directeurs des achats), est un indicateur permettant de connaître l'état économique d'un secteur.
- Coco (contingent convertible bonds) : format de dette subordonnée.
- Mortgage : une hypothèque est un instrument financier de garantie d'une dette.
- Les AT1 font partie d'une famille de titres de capital bancaire connus sous le nom de convertibles contingents ou «Cocos». Convertibles parce qu'elles peuvent être converties d'obligations en actions (ou dépréciées entièrement) et contingentes parce que cette conversion ne se produit que si certaines conditions sont remplies, comme la solidité du capital de la banque émettrice tombant en dessous d'un seuil de déclenchement prédéterminé.

## 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