



## EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT

### FLASH MARCHÉS : JOUR DE LIBÉRATION, LES ÉTATS-UNIS RENVERSENT LES REGLES DU LIBRE-ÉCHANGE

- Les déclarations du « Liberation Day » de D. Trump ont accentué l'incertitude pour les marchés et la Fed, avec une série de droits de douane sur toutes les importations à l'exception du Canada (déjà touché par 25 % de tarifs) et du Mexique.
- Les premières estimations prévoient une contraction du PIB américain de -1,5 % et une hausse de l'inflation de +1,5 %.
- En Europe, l'appréciation de l'euro face au dollar et la prévision de prix compétitifs sur les produits chinois en manque de débouchés sur le marché américain pourraient atténuer les impacts de ces mesures.

Les annonces du « Liberation Day » de D. Trump sont pires qu'attendues et ne libèrent pas les marchés de l'incertitude sur la poursuite du programme de D. Trump. La nouvelle série de droits de douane imposée par le Président américain accentue le défi auquel les marchés et la Fed sont confrontés.

M. Trump a annoncé pour le 5 avril la mise en place d'un droit de douane plancher de 10 % sur toutes les importations à l'exception de celles provenant du Canada (déjà touché par des tarifs de 25 %) et du Mexique, et des majorations personnalisées pour le 9 avril sur les pays jugés agressifs commercialement. Le taux de base de 10 % est présenté par les Républicains comme un moyen de générer des recettes pour financer un programme agressif de réductions fiscales, et semble donc non négociable. Quant à la majoration imposée à 60 pays, le taux a été fixé sur la base du montant du déficit commercial avec les Etats-Unis et non sur le montant de taxes collectées, de la TVA, des barrières non tarifaire ou des politiques de dévaluation monétaire contrairement aux affirmations du Président américain. Ce mode de calcul pénalise particulièrement les pays dont les économies sont tournées vers les exportations plutôt que vers leur marché intérieur. Ainsi, la Chine est touchée par une taxe supplémentaire de 34 %, portant à 54 % les droits de douane infligés par D. Trump, ce qui se rapproche de sa promesse de campagne d'un taux à 60 %. Les nations asiatiques sont durement touchées, comme le Vietnam avec un droit réciproque de 46 %, une mesure probablement destinée à empêcher les exportations chinoises de transiter par d'autres pays. Et l'UE verra ses exportations vers les Etats-Unis imposées à 20 %, soit bien au-dessus des attentes.

Le taux moyen de droits de douane américains pondéré sur les échanges internationaux passerait donc de 2,3 % à 23 % sur la base des dernières annonces soit un niveau rappelant le début du XXème siècle. L'impact sur la croissance et l'inflation est difficile à appréhender, d'autant que va s'ouvrir une période de négociation mais également d'annonces de rétorsion. Les premières estimations chiffrent l'impact à -1,5 % de croissance du PIB et +1,5 % d'inflation. L'équipe présidentielle américaine risque de mettre à mal l'exceptionnalisme américain. D'autant plus que l'économie américaine montre déjà des signes de faiblesse : les ISM services sont ressortis à 50,8 contre 53,5 en février, avec de fortes dégradations des composantes emploi et nouvelles commandes.

Les effets attendus pour l'UE pourront être atténués par la hausse de l'euro versus le dollar et la prévision de prix compétitifs sur des produits chinois en manque de débouchés

américains. L'UE prévoit un plan de soutien sectoriel mais les détails sur la politique douanière américaine par secteur n'ont pas encore été dévoilés mis à part la taxe de 25 % sur le secteur automobile. La présidente de la Commission européenne, U. von der Leyen, a déclaré que l'Union européenne dévoilera le 9 avril un premier paquet de droits de douane pour contrer la tarification sur l'acier et l'aluminium et dont la portée pourrait atteindre 26 MM€ de produits américains. L'Espagne a annoncé des mesures de soutien avec un plan de 14 Mds€.

Dans ce contexte, nous conservons une vue stratégiquement baissière sur le dollar car, même si ce projet de « Mar-a-Lago » est encore peu communiqué, il est suffisamment latent et établi pour ne pas être ignoré. Sur les actions, nous conservons une vue structurellement prudente notamment sur les actions des pays avancés même si, à plus court terme, nous n'excluons pas que les prochaines mesures liées aux baisses de taxe pourraient amener une respiration dans ce mouvement de baisse des actions. Sur les taux, compte tenu du manque récent de progrès sur l'inflation, de la hausse des anticipations inflationnistes et des risques à la hausse liés aux changements de politique annoncés, l'exercice des Banques Centrales est particulièrement ardu et favorise la neutralité sur le marché de la dette.

## ACTIONS EUROPÉENNES

La semaine restera marquée par les annonces retentissantes de mercredi soir sur les tarifs douaniers, avec une ligne particulièrement dure de Washington, de nature à propulser le taux effectif moyen de taxes à des niveaux supérieurs aux attentes pour les biens importés aux Etats-Unis. Les craintes d'une guerre commerciale totale et d'une récession économique à l'échelle mondiale ont conduit à d'importants désengagements sur les marchés actions mondiaux, dans l'attente également des premières réponses. Les marchés européens résistent toutefois mieux que leurs homologues américains. Les principaux taux souverains reculent, et les secteurs perçus comme relativement à l'abri des risques protectionnistes et sensibles à la baisse des taux tirent de nouveau nettement leur épingle du jeu, à l'instar des Services aux collectivités ou des télécommunications. Réciproquement, la tendance est défavorable pour l'ensemble de la sphère cyclique, y compris le secteur bancaire, signe de craintes généralisées quant à la croissance économique. Les valeurs exportatrices pâtissent en outre de la baisse du dollar, et certains segments sont plus particulièrement affectés par la mise en place des droits de douane. C'est par exemple le cas de l'industrie horlogère Suisse (**Richemont** ou **Swatch**) avec un taux de 31 % imposé au pays ; ou encore de la sphère consommation, à l'image de **Puma** et **Adidas** impactés par le seuil de 46 % pour le Vietnam. A court terme, certaines entreprises commencent à faire part d'une certaine paralysie dans les décisions des clients, à l'instar de **Siemens**, ou encore de **Continental** qui pointe le niveau élevé d'incertitude qui se ressent dans l'activité de sa division automobile.

## ACTIONS AMÉRICAINES

L'annonce des nouveaux tarifs douaniers mercredi dernier a amplifié les incertitudes sur les marchés américains. Dans ce contexte, les indices américains ont subi une forte baisse : le S&P 500 a perdu 5,1 %, le Nasdaq 7 %, et le Russell 2000 a chuté de 7,4 %.

Mercredi 2 avril, les actions américaines ont enregistré leur pire performance depuis la crise de 2020. Par ailleurs, ces nouvelles mesures tarifaires ont particulièrement impacté le dollar, qui a perdu 2,9 % face à l'euro cette semaine, une baisse inédite pour la devise américaine depuis 2015.

Le secteur technologique a subi une forte baisse de 7,7 %, avec **Apple** en recul de 9,2 % en raison de son exposition aux centres de fabrication en Chine, et des baisses significatives pour **Meta** (-11,8 %), **Alphabet** (-7,1 %) et **Amazon** (-11,4 %). L'industrie des semi-conducteurs n'a pas été épargnée, **Nvidia** chutant de 8,6 %, malgré une absence d'impact direct des tarifs sur Taïwan. Une commande d'entreprises chinoises pour plusieurs milliards de dollars auprès du fabricant de semi-conducteurs a contribué à la baisse du cours.

Dans le domaine de la consommation discrétionnaire, l'inquiétude des consommateurs persiste. Les équipementiers sportifs ont enregistré de fortes baisses, avec **Nike** en recul de 15,5 % et **Lululemon** de 25,1 %. **Tesla** a perdu 2,1 %, affecté par un carnet de commandes décevant pour le premier trimestre 2025 et des spéculations autour d'un possible retrait d'Elon Musk de ses fonctions au sein de l'administration américaine.

En revanche, le secteur de la consommation de base a bien joué son rôle défensif (+2 %), avec des gains pour les acteurs de la grande distribution tels que **Walmart** (+1,9 %) et **Costco** (+3 %) dans ce climat d'incertitude.

Le secteur bancaire a chuté de 9,5 %, reflétant le sentiment négatif des investisseurs. Les grandes institutions financières américaines, telles que **JP Morgan** (-7,8 %) et **Bank of America** (-12,5 %), ont reculé, anticipant d'éventuelles mesures de rétorsion de la part des pays concernés.

Enfin, les cours du pétrole ont subi une forte baisse suite à la décision de l'Opep d'augmenter ses quotas de production de 400 000 barils par jour, estimant une demande favorable. Cette décision a entraîné un effondrement des valeurs du secteur qui ont chuté de 6,3 %.

Dans ce climat incertain tant sur le plan économique que politique, certains secteurs ont toutefois fait preuve de résistance, tels que les utilities, en hausse de 2 %, tandis que le secteur de la santé a enregistré une baisse de 1,3 %.

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a chuté de 1,55 % en USD à la clôture des marchés de jeudi, surpassant largement les marchés développés. Le Mexique et le Brésil ont progressé de 4,52 % et de 1,73 % grâce à des droits de douane moins élevés. L'Inde, Taiwan, la Corée et la Chine ont baissé respectivement de 0,44 %, 1,52 %, 1,82 % et 2,44 %.

En **Chine**, le PMI de mars a légèrement augmenté avec un PMI manufacturier de 50,5, en hausse par rapport à l'estimation précédente de 50,2. L'indice PMI non manufacturier est passé à 50,8 contre 50,4, ce qui porte l'indice composite PMI à 51,4. Les ventes immobilières des 100 premiers promoteurs ont baissé de 11,4 % en glissement annuel en mars en raison d'un effet de saisonnalité. D. Trump a annoncé des droits de douane réciproques de 34 %, plus importants que prévu, et les plus élevés parmi tous les pays concernés. Le président Xi Jinping prévoit de rencontrer les dirigeants européens au Vietnam dans les prochaines semaines. Par ailleurs, la Chine a pris des mesures pour empêcher les entreprises chinoises d'investir aux Etats-Unis. Le gouvernement a annoncé qu'il s'engageait à optimiser un programme d'achat de médicaments et à fournir davantage de mesures de soutien aux médicaments innovants. Une injection de liquidités de 69 milliards de dollars, avec une prime de 8,8 % à 21,5 %, a été accordée aux banques d'Etat pour consolider leurs réserves de capital. Le fabricant de véhicules électriques **Seres** a annoncé son projet d'introduction en bourse à Hong Kong pour financer l'expansion de ses capacités. **Amazon** a présenté une offre pour **TikTok** à l'approche de la date limite de vente aux Etats-Unis. Les ventes et les bénéfices de **Moutai** ont augmenté

respectivement de 16 % et 15 % en 2024, en ligne avec les attentes ; l'entreprise anticipe une croissance annuelle de ses ventes de 9 % en 2025.

A **Taiwan**, **Intel** et **TSMC** ont récemment conclu un accord préliminaire en vue de la création d'une entreprise commune qui exploitera les installations de fabrication de puces d'**Intel**, **TSMC** prenant une participation de 20 % dans la nouvelle société. **TSMC** entre dans la deuxième phase d'expansion de sa nouvelle usine de Kaohsiung où seront fabriquées des puces N2.

En **Corée**, les exportations ont augmenté en mars de 3,1 % en glissement annuel, soit moins que les 5 % attendus, tandis que les importations ont augmenté de 2,3 %, ce qui est conforme aux prévisions. Un tribunal a démis le président Yoon Suk Yeol de ses fonctions en raison de sa déclaration de loi martiale. Le régulateur a annoncé la levée de l'interdiction des ventes à découvert.

En **Inde**, les exportations vers les Etats-Unis seront soumises à un droit de douane général de 26 %. L'indice PMI manufacturier a atteint un niveau record de 58,1 en mars, contre 57,6 en février, sous l'effet d'une augmentation de la croissance des ventes intérieures. L'indice PMI des services a également augmenté à 58,5 contre 57,7 précédemment, portant l'indice PMI composite à 59,5. La production de huit secteurs clés de l'infrastructure a ralenti à 2,9 % en février, son niveau le plus bas depuis cinq mois. Les recettes de la TPS (Taxe sur les Produits et Services) pour le mois de mars ont augmenté de 9,9 % en glissement annuel. Le gouvernement a confirmé le PLI pour les composants électroniques avec une dépense de 229 INR. **Dmart** devrait dépasser les attentes du marché en termes d'ouvertures de magasins au cours de l'exercice 2025. Les dépôts de **HDFC Bank** ont enregistré une hausse de 6 % par rapport au trimestre précédent, tandis que les avances ont augmenté de 4 %, représentant les meilleurs résultats des quatrième et cinquième trimestres. Les nouveaux prêts de la **BAF** ont augmenté de 36 % en glissement annuel et les actifs sous gestion ont augmenté de 26 % en glissement annuel, ce qui est conforme aux prévisions.

Au **Mexique**, le taux de chômage de février a reculé pour s'établir à 2,51 % contre 2,70 % précédemment. Les investissements bruts fixes de janvier se sont contractés de 6,7 % en glissement annuel, contre des attentes de -5,7 %. Le gouvernement prévoit de réduire le déficit fiscal à 3,2 % du PIB l'année prochaine. En ce qui concerne les droits de douane réciproques des Etats-Unis, il n'y a pas eu de changement supplémentaire par rapport aux droits de douane de 25 % déjà annoncés pour les composants non américains des voitures mexicaines importées aux Etats-Unis. Les autres produits conformes à l'USMCA restent exemptés de droits de douane à l'entrée des Etats-Unis.

Au **Brésil**, l'inflation du mois de mars était de 8,58 %, soit moins que les 8,77 % attendus. L'entreprise brésilienne de conditionnement de viande **JBS SA** a annoncé un investissement de 100 millions de dollars pour la construction de deux nouvelles usines au Vietnam. En ce qui concerne les droits de douane américains, le Brésil bénéficie d'un avantage relatif par rapport aux autres pays, avec des droits de douane de 10 % seulement.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

La configuration « risk-off » sur les marchés de crédit, consistant à se tourner vers des actifs moins risqués, fait écho à une probabilité de récession qui augmente aux Etats-Unis, exacerbée par les récentes annonces tarifaires de D. Trump. Les implications notables de ce

mouvement incluent : (1) Un écartement des indices Crossover et Main, respectivement de 70 et 16 points de base cette semaine à 392 et 78. (2) Côté taux européens, une compression est observée, notamment dans le rendement des obligations allemandes à 5 et 10 ans, qui se resserrent de 24 et 21 points de base pour atteindre 2 % et 2,5 %. (3) Comme attendu, on a observé sur la semaine une surperformance logique du segment Investment Grade par rapport au High Yield, avec une performance de +0,18 % contre -1 %.

Depuis le début de l'année, l'Investment Grade et le High Yield affichent des performances de +0,48 % et -0,86 %, avec des rendements respectifs de 3,4 % et 6 %.

Sur le plan sectoriel, le secteur automobile et la consommation discrétionnaire enregistrent une sous-performance, tandis que les financières et l'immobilier, généralement plus orientés vers le marché domestique, affichent une surperformance.

*Achevé de rédiger le 04/04/2025.*

## **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