



LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX
THÈMES D'INVESTISSEMENT
MARS 2025



**BENJAMIN
MELMAN**

*Global Chief
Investment Officer,
Asset Management*

Quand la politique déborde sur les marchés et l'économie

DONALD TRUMP CRÉE LA SURPRISE GÉNÉRALE EN METTANT EN ŒUVRE SON PROGRAMME

Les premières semaines de la présidence de Donald Trump se déroulent à un rythme effréné, dans une atmosphère chaotique qui entretient la sidération. Pourtant, derrière ce tumulte, les premières actions du nouveau Président américain s'avèrent globalement conformes à ses promesses de campagne.

Faut-il réellement s'étonner que Donald Trump applique son programme ? À vrai dire, on pouvait, non sans cynisme, douter de sa mise en œuvre tant celui-ci regorge de contradictions.

Pourquoi déclencher une guerre tarifaire alors que l'électeur américain peine déjà à sortir d'une vague d'inflation ? Par ailleurs, le plan « *Drill, baby, drill* », visant à faire chuter le prix du pétrole (vers les 40\$) pour contenir l'inflation, est-il crédible alors que la majorité des producteurs américains ne sont plus rentables sous le seuil des 50\$? Certes, la nouvelle reconfiguration géopolitique dessinée par l'administration Trump pourrait contribuer à une baisse des cours, d'autant que huit membres de l'OPEP+, dont la Russie, ont récemment accepté d'augmenter leur production dès avril. Pourtant, avec un baril à 67 dollars, les prix restent dans la fourchette observée ces derniers mois, sans réel bouleversement de marché.

De même, le rapatriement de la production aux États-Unis soulève une question fondamentale : les Américains sont-ils prêts à payer plus cher leurs biens de consommation ? Et surtout, reste-t-il suffisamment de cols bleus disponibles alors que la main-d'œuvre s'est largement reconvertie dans les services, dans un contexte de restrictions migratoires ?

À cela s'ajoute la question des représailles commerciales : l'Amérique est-elle prête à assumer les répercussions des mesures de rétorsion que ses partenaires commerciaux, victimes des tarifs douaniers - Canada, Mexique, Chine - menacent déjà d'imposer ?

Accepter que le programme de Donald Trump soit appliqué dans son intégralité, c'est aussi reconnaître que ces contradictions ne sont plus de simples paradoxes électoraux, mais bien des réalités avec lesquelles nous devons composer.

LES MARCHÉS SONT-ILS UN MEILLEUR CONTRE-POUVOIR QUE LES INSTITUTIONS AMÉRICAINES ? PAS SÛR.

M. Trump semble moduler sa politique en fonction de l'évolution des marchés. Lorsque le piratage de la plateforme Bybit entraîne un effondrement des cryptomonnaies, il réagit en dévoilant quelques détails sur les cryptomonnaies qui seront utilisées dans le fonds souverain en cours d'élaboration, provoquant un rebond tout aussi brutal des cryptomonnaies.

Même logique sur le front commercial : le 3 mars, la Maison Blanche annonce la mise en place de tarifs douaniers de 25% sur les importations en provenance du Canada et du Mexique. Trois jours plus tard, alors que le Nasdaq accuse une chute de près de 10% par rapport à son sommet de février, Washington fait marche arrière et suspend la mesure pour un mois.

Toutefois, le Président n'affiche là encore pas une grande constance. Il a en effet très récemment reconnu qu'il pouvait, du fait de sa politique, il y avoir quelques « perturbations » économiques, qu'il y avait une « transition » à assumer. Il se peut ainsi que cette

fois-ci, la nouvelle administration choisit d'ignorer (jusqu'à un certain point) la faiblesse actuelle de la bourse américaine.

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE FAIBLIT SOUS LE POIDS DE L'INCERTITUDE

En tout état de cause, les contradictions et incertitudes liées aux effets d'annonce pourraient déjà impacter l'économie américaine. L'effet bénéfique attendu du plan de déréglementation et de la prorogation des baisses d'impôts de 2017 risque d'être compromis par les déclarations erratiques sur la hausse des tarifs douaniers. En conséquence, les indices ISM et PMI montrent déjà un fléchissement dans le secteur manufacturier, les chefs d'entreprise évoquant une montée significative de l'incertitude politique. La confiance des ménages montre également des signes de fragilité, en raison d'une hausse des anticipations d'inflation. Il serait fallacieux d'accorder trop d'importance à ces premières réactions au même titre qu'il serait dangereux d'ignorer la réaction des agents économiques face à des changements substantiels. D'emblée, la croissance du premier trimestre s'annonce très dégradée, principalement pour des raisons techniques. En effet, en amont de la hausse des tarifs douaniers, les importations américaines ont fortement augmenté. Par ailleurs, au-delà de ces effets à court terme, la question centrale est de savoir dans quelle mesure la nouvelle politique nuit à la dynamique de croissance à long terme.

ÉTATS-UNIS, INCERTITUDE DE LA POLITIQUE COMMERCIALE



Source : Edmond de Rothschild Asset Management, Macrobond

GARDER LE CAP DE LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

Dans un contexte de montée de l'incertitude, où les valorisations des marchés actions demeurent tendues et où la prime de terme sur le marché obligataire américain reste faible, nous maintenons une légère sous-exposition sur les marchés actions initiée le mois dernier, tout en restant neutres sur les marchés obligataires.

Depuis le début de l'année, nous avons privilégié une grande diversification géographique en choisissant de ne pas sous-pondérer les actions européennes par rapport aux actions américaines en dépit du scepticisme ambiant qui régnait sur l'Europe, et en surpondérant légèrement les actions chinoises. Nous conservons la même position.

Par ailleurs, l'accord annoncé par l'Allemagne entre la CDU et le SPD pour un « plan bazooka » sur la défense et les infrastructures constitue un tournant majeur. Avec un budget de près de 1000 milliards d'euros sur une décennie (plus de 20% du PIB), ce plan qui sera présenté dans les prochains jours au Bundestag, pourrait avoir un impact significatif sur la dynamique économique en Europe.

Bien que les multiplicateurs des dépenses dans le domaine de la défense soient estimés bien inférieurs à ceux des infrastructures, leur effet sur la confiance et la croissance sont de nature à être *game changer*. Depuis le début de l'année, l'Eurostoxx surperforme le S&P 500 d'environ 13%, un mouvement significatif qui prend à contre-pied le consensus initialement négatif sur les actions européennes. Si les investisseurs domestiques commencent progressivement à revenir sur leur marché, les investisseurs internationaux restent encore largement sous-pondérés sur l'Europe. Il est difficile d'évaluer dans quelle mesure la réactivité des autorités européennes et la relance budgétaire - a minima en Allemagne - suffiront à changer cette défiance. Pour l'heure, nous avons décidé de ne pas prendre de profits sur les actions européennes.

Un vent nouveau souffle également sur les actions chinoises : le secteur immobilier, qui a longtemps été un facteur déflationniste, semble confirmer sa sortie de crise. Parallèlement, le pays a démontré ses avancées en intelligence artificielle, notamment grâce à DeepSeek. De plus, les autorités chinoises ont légèrement renforcé leur soutien à la consommation chinoise et adoptent une posture plus favorable envers le secteur privé, ce qui marque un changement significatif. L'objectif de croissance de 5% est, quant à lui, maintenu. Dans ce contexte, nous conservons notre surexposition aux actions chinoises, en dépit de leur parcours fulgurant depuis le début de l'année. La question cruciale qui se pose désormais est de savoir si un accord commercial sera conclu entre les États-Unis et la Chine, lequel pourrait favoriser le retour des flux d'investisseurs américains qui estimaient jusqu'alors que la Chine n'était plus investissable.

Nous entrons dans une époque inédite où les plaques tectoniques de l'Histoire se déplacent avec une imprévisibilité croissante. Si les statistiques du commerce mondial suggèrent davantage un tassement de la mondialisation qu'une véritable déglobalisation, les performances des marchés actions, elles, se « déglobalisent » de plus en plus, avec un retour notable du facteur géographique, fortement influencé aujourd'hui par le contexte politique. À noter que depuis le début de l'année, les écarts de performances entre les grandes zones géographiques sont frappants.

Dans cet environnement, il est essentiel de maintenir une forte diversification géographique.

Sur le front obligataire, depuis le début du mois, les taux longs européens ont augmenté de près de 50 points de base, suite à l'annonce du « plan bazooka » allemand et à l'élargissement des capacités d'investissement des États européens dans la défense. Cette dynamique a amené les investisseurs à revoir leurs attentes de baisse des taux de 25 points de base d'ici la fin de l'année, ce qui nous semble cohérent. Nous maintenons ainsi une position neutre sur les marchés obligataires, avec une préférence pour le crédit. Bien que les spreads sur le crédit ne soient plus particulièrement attractifs, la nouvelle orientation européenne atténue les risques de récession, si néfastes pour le marché du crédit, et prévoit des émissions gouvernementales massives et durables. La cherté du marché du crédit a donc toutes les raisons de se poursuivre.



EN BREF

Dans un contexte d'incertitude accrue marqué par des valorisations boursières sous pression et une prime de terme relativement faible sur le marché obligataire américain, nous maintenons une légère sous-exposition sur les marchés actions initiée le mois dernier, tout en restant neutres sur les marchés obligataires.

Le plan ambitieux de l'Allemagne en matière de défense et d'infrastructures marque un tournant stratégique majeur, et pourrait transformer la perception de l'Europe aux yeux des investisseurs, tant domestiques qu'internationaux.

Avec la reprise du secteur immobilier chinois, les avancées notables en intelligence artificielle grâce à DeepSeek, et une posture plus favorable envers le secteur privé, nous avons fait le choix de conserver notre surexposition aux actions chinoises.

Nos convictions* Évolution par rapport au mois passé

CLASSES D'ACTIFS

Actions	★ -	↓
Obligations	=	→
Dollar	=	→
Cash	=	→

ACTIONS

US	=	→
Europe (ex-UK)	=	→
Royaume-Uni	=	→
Japon	=	→
Chine	+	→
Émergents Global	=	→

OBLIGATIONS SOUVERAINES

US	=	→
Eurozone	=	→
Émergents	=	→

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES

US Investment Grade	+	→
Euro Investment Grade	+	→
US High Yield	=	→
Euro High Yield	=	→

*Vues du comité d'investissement sur la classe d'actifs/zone géographique sur une échelle allant de -/- à +/+. Source: Edmond de Rothschild Asset Management (France). Scores arrêtés au 10/03/2025.

★ Positionnement tactique.

AVERTISSEMENT : Achievé de rédiger le 10 mars 2025. Le présent document est émis par Edmond de Rothschild Asset Management (France).

Ce document n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Toute reproduction ou utilisation de tout ou partie de son contenu est strictement interdite sans l'autorisation du Groupe Edmond de Rothschild. Les informations figurant dans ce document ne sauraient être assimilées à une offre ou une sollicitation de transaction dans une juridiction dans laquelle ladite offre ou sollicitation serait illégale ou dans laquelle la personne à l'origine de cette offre ou sollicitation n'est pas autorisée à agir. Ce document ne constitue pas et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement, un conseil fiscal ou juridique, ou une recommandation d'acheter, de vendre ou de continuer à détenir un investissement. EdRAM ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base des informations figurant dans ce document. Ce document n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, projections, et autres éléments figurant dans cette présentation reflètent le sentiment d'EdRAM sur les marchés, leur évolution, compte tenu du contexte économique et des informations possédées à ce jour. Ils peuvent ne plus être pertinents au jour où l'investisseur en prend connaissance. EdRAM ne saurait être tenu responsable de la qualité ou l'exactitude des informations et données économiques issues de tiers. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps. Elles peuvent notamment être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. «Edmond de Rothschild Asset Management» ou «EdRAM» est le nom commercial des entités de gestion d'actifs du Groupe Edmond de Rothschild. Ce nom fait également référence à la division Asset Management du Groupe Edmond de Rothschild.

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

www.edmond-de-rothschild.com