

Outlook & Convictions

BANQUE PRIVÉE

#13



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Impressum

Directeur de la publication : Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking & CIO
Rédacteur en chef : Hervé Prettre, Head of Global Investment Research
Coordinatrice d'édition : Ariane Girouard
Achevé de rédiger le 10 avril 2025
Création et réalisation : Edmond de Rothschild
Images : Edmond de Rothschild, Unsplash, AdobeStock

Édito par Nicolas Bickel, CFA	4
Matières premières par Manuel Maleki, Ph. D. Des doutes sur l'offre et la demande font chuter les cours au 1er trimestre	6
Actions par Hervé Prettre et Emilie Magnien L'Europe surperforme l'Amérique	9
Europe par Hervé Prettre Banques européennes, une surperformance qui se poursuit	12
États-Unis par Anthony Toupin 7 Magnifiques ou 7 Maléfiques : la fin d'un leadership absolu ?	15
Dossier spécial par Hervé Prettre et Darius Bakhtari Le réveil de l'Europe de la défense et de l'industrie face à l'isolationnisme de Trump	18
Marchés émergents par Xiadong Bao Où se cache la croissance ?	23
Obligations par Guilhem Savry Fin du frein à l'endettement allemand : quel impact sur le marché obligataire européen ?	26
Marchés privés par Matthieu George, CFA La liquidité au sein des marchés privés, un indicateur clé	29
Marchés des changes par Jean-Marc Guillot De la versatilité politique à la volatilité des marchés	32



Nicolas Bickel, CFA
Group Head of Investment Private Banking & CIO

Les marchés financiers avaient commencé l'année avec beaucoup d'espoir, en partie liés aux promesses de Donald Trump de baisses d'impôts et d'implémentation de mesures ultra-libérales. Force est de constater que face aux attermoissements de la nouvelle administration américaine et aux nouveaux droits de douane annoncés début avril, les investisseurs ont quelque peu perdu patience et confiance.

En effet, depuis le début de l'année, les marchés ont connu de nombreux retournements de tendance, principalement influencés par les décisions prises par le gouvernement américain, avec comme point culminant les annonces de droits de douane massifs sur la quasi-totalité des pays. Le plus marquant est peut-être celui des actions américaines les plus fortement valorisées, qui ont été particulièrement touchées par les mouvements de marché récents. C'est notamment le cas du secteur technologique et de l'Intelligence Artificielle («IA»), qui ont été des catalyseurs clés du marché ces deux dernières années. Les actions à faibles valorisations et les défensives ont par ailleurs mieux résisté depuis le début de l'année, alors que celles de type «croissance» et les sociétés internationalisées, les leaders des dernières années, ont beaucoup souffert, particulièrement depuis mi-février.

En toile de fond, nous assistons à la fin de la Pax Americana, période de relative stabilité mondiale sous influence dominante américaine et garantie par leur défense militaire.

De plus, les attaques répétées du Président Trump envers les alliés historiques et principaux partenaires commerciaux des États-Unis ont suscité des réactions politiques très fortes, notamment en Europe, telles que des propositions d'exceptions budgétaires pour augmenter les dépenses de

défense des pays européens et d'infrastructure en Allemagne, qui ont fortement soutenu les actions de ces secteurs avant le choc provoqué par le «liberation day». Ces annonces ont fait monter les attentes d'inflation à long terme et affaibli la perception de la solvabilité, notamment de l'Allemagne, qui a vu ses taux à dix ans remonter temporairement jusqu'à 2,9%, soit le plus haut niveau depuis 2011, avec des taux réels au-dessus de 0,9%. Les rendements des obligations souveraines européennes devraient se négocier dorénavant dans une fourchette plus élevée en raison de ce nouvel environnement de déficits accrus. Les actions européennes, plus faiblement valorisées que leurs homologues américaines, ont été plébiscitées par les investisseurs qui se sont repositionnés sur les valeurs cycliques et en particulier celles au bénéfice d'une exposition domestique importante face aux risques de droits de douane. Ce sont surtout les augmentations de valorisations qui ont soutenu les actions européennes depuis le début de l'année, plutôt que la croissance des bénéfices par actions. Ceux-ci n'ont que légèrement dépassé les attentes du marché, soutenus principalement par les entreprises exportatrices et la faiblesse de l'euro.

Ces changements de tendances dans les marchés financiers, reflétés tout d'abord par la surperformance européenne au premier trimestre et par la volatilité extrême des marchés actions, constituent-ils les prémices d'un mouvement de fond ou un épiphénomène directement lié au climat d'incertitude actuel ?

Nous constatons que de nombreux indicateurs comme les prévisions de croissance du PIB ou les indicateurs de sentiments aux États-Unis se sont dégradés. Les indicateurs de confiance des consommateurs américains sont également au plus bas depuis trois ans, avec une nette anticipation de dégradation de l'emploi et de baisse des dépenses. En janvier, la balance commerciale américaine affichait un record historique de 153 milliards de dollars de déficit sous l'effet des importations massives des entreprises américaines en amont des mesures tarifaires annoncées début avril, faisant chuter les attentes de croissance au premier trimestre. Dans ce contexte de fortes incertitudes, l'or ne cesse de battre des records de valorisation et a dépassé les 3 000 dollars l'once, alors qu'il ne valait pas la moitié cinq ans auparavant. En parallèle, le dollar

s'est fortement affaibli par rapport à la plupart des devises, y compris l'euro, alors que les tarifs douaniers étaient plutôt censés le renforcer.

Les investisseurs ayant maintenu un bon équilibre de leur portefeuille entre les actions et les obligations ont de quoi se rassurer. En effet, nous avons pu observer une augmentation de la corrélation entre les taux d'intérêt et les actions durant le premier trimestre, en particulier aux États-Unis. Ceci a renforcé l'attrait des obligations de bonne qualité et de l'or dans un portefeuille diversifié et a permis de compenser en partie la contribution négative des actions depuis le début de l'année en limitant la baisse subie dans les portefeuilles.

Différentes études démontrent que les investisseurs, en particulier privés, ont profité de la baisse des marchés pour renforcer leurs positions en actions. L'observation de flux d'achats significatifs lors des récentes corrections et les records de volumes d'actions traités en particulier lors du rebond du 9 avril corroborent ceci.

Gardons-nous également d'annoncer trop tôt la fin de la surperformance des actions américaines qui dure depuis plus de quinze ans !

Depuis le début de l'année, la progression des indices américains est certes largement derrière celle des actions européennes. Mais les périodes de surperformance des actions européennes n'ont que très rarement duré plus de quelques trimestres et des divergences de prix de l'ampleur de celle qui prévalait fin 2024 ne se sont produites qu'à de rares occasions. Après le réveil de l'Europe début 2025, nous pourrions assister au retour de l'exceptionnalisme américain d'ici quelques mois.

D'ailleurs, les soubresauts extrêmes d'avril 2025 nous ont apporté quelques enseignements. L'abaissement généralisé des droits de douane à 10% pour une période de trois mois (excluant la Chine) décidé par Donald Trump suite aux pressions des grands banquiers et industriels, et à l'envolée des taux souverains américains semble avoir au moins temporairement rassuré les marchés quant à sa capacité d'écoute de l'économie et des marchés. Cet élément semblait remis en cause par son approche idéologique protectionniste présentant des risques manifestes sur l'économie (et sur sa popularité) et signe le retour d'un certain «Trump put» plutôt positif pour les actions américaines.

Les baisses de taxes tant attendues devraient également venir soutenir la consommation, moteur essentiel de la croissance aux États-Unis.

La reprise des marchés émergents suite aux annonces de droits de douane devrait quant à elle être plus lente, car nombre d'entre eux (hormis la Chine) n'ont que peu de possibilités de mettre en place de grands plans de relance, contrairement aux pays développés. Les prochains mois seront rythmés par les négociations bilatérales de nombreux pays avec l'Administration américaine. Entre mesures de rétorsion et baisses volontaires de taxes douanières dans l'espoir de susciter une réaction américaine positive, les perspectives d'une guerre commerciale généralisée ne sont pas encore claires.

Dans cette édition, nous vous présentons nos convictions sur le marché des actions et des obligations pour ce deuxième trimestre 2025. Nous nous penchons sur le réveil de l'Europe de la défense, de l'industrie et du secteur bancaire face à l'isolationnisme des États-Unis et à l'avenir des 7 Magnifiques dans ce contexte. Nous détaillons par ailleurs les dernières tendances sur le marché des matières premières, des devises, et des pays émergents, et abordons enfin la question de la liquidité sur les marchés privés. Dans cet environnement marqué par des niveaux d'incertitude élevés, j'espère que la lecture de cette nouvelle édition vous offrira un éclairage enrichissant sur les marchés.



Visionnez la vidéo

Des doutes sur l’offre et la demande font chuter les cours au 1er trimestre

Comme nous l’écrivions lors du précédent Outlook & Convictions, la politique, en particulier la politique américaine, a eu un impact très fort sur les cours des matières premières.



Pétrole : des incertitudes qui pèsent sur le cours de l’or noir

Le marché de l’or noir continue de se caractériser par une forte volatilité, avec une importante baisse des cours. Entre janvier et mars 2025, le prix du Brent a chuté de près de 10 dollars par baril, passant de plus de 80\$ à 70\$. **Cette baisse s’explique par des facteurs fondamentaux, mais aussi géopolitiques.** Du côté des relations internationales, la perspective de négociations entre les États-Unis, l’Ukraine et la Russie, qui est le 2ème producteur mondial avec près de 10 millions de barils par jour (Mbj) (voir graphique 1), laisse entrapercevoir la possibilité de sanctions moins fortes contre le pétrole russe, qui bénéficierait alors d’un accès facilité au marché mondial. Toutefois, les investisseurs ont simultanément reçu des signaux contradictoires concernant les relations américano-iraniennes, marquées par des tensions croissantes depuis la prise de fonction de Donald Trump fin janvier 2025. Ces tensions pourraient déboucher sur une réduction des exportations de pétrole iranien, pays qui produit près de 4Mbj soit 4% de la production mondiale.

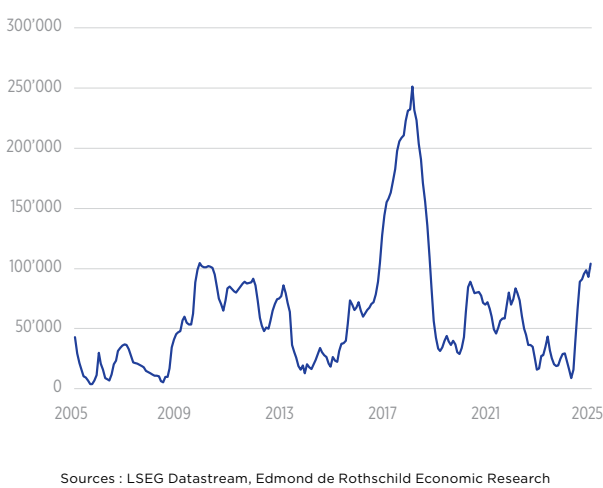
Ce début d’année a aussi été marqué par l’annonce des pays de l’OPEP+ (alliance qui rassemble les membres de l’Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole, ainsi qu’une dizaine d’autres pays producteurs dont la Russie) d’accroître leur production. Les investisseurs se sont surtout concentrés sur l’annonce de la hausse de la production à partir d’avril, ce qui a participé à la chute des cours. Il est cependant important de noter que l’OPEP+ a clairement signifié qu’elle tiendrait compte des conditions de marché et pourrait faire marche arrière très rapidement si nécessaire. Représentant plus de 40% de la production mondiale, l’OPEP+ est un élément incontournable du marché. À l’instar des banques centrales, il apparaît que pendant longtemps elle se définissait **comme « data dependent » ou dépendante de l’actualité.**

Or, le 3 avril 2025, l’OPEP+ a décidé d’accroître sa production pour sanctionner les pays resquilleurs qui n’ont pas respecté les quotas et ont produit plus, comme le Kazakhstan. La conjonction de l’annonce des tarifs douaniers et de ce changement de paradigme de la part du Cartel a eu pour effet de provoquer une très forte baisse des cours passant de 70 dollars le baril à un peu plus de 60 dollars le 4 avril 2025.

Graphique 1:
Production de pétrole des trois plus importants producteurs en milliers de barils par jour



Graphique 2:
Stocks américains de cuivre (en tonnes)



Début avril 2025, le prix du baril de pétrole a reculé autant en une semaine qu’entre janvier et mars.

Ces mouvements géopolitiques se déroulent dans un environnement économique toujours plus incertain du fait des annonces et contre-annonces de Donald Trump. Ses paroles et ses actes sur la guerre tarifaire ont eu pour effet de faire reculer les cours car ils inquiètent de plus en plus les investisseurs, qui considèrent que cette politique aura un impact négatif potentiel sur l’activité économique mondiale, mais aussi



américaine. Ce ralentissement attendu de la demande a donc un impact négatif sur le prix. Il convient de noter que le cours actuel du Brent autour de 60\$ par baril (à la date de rédaction) semble être un prix en dessous duquel peu d'acteurs du marché veulent aller. En effet, en raison de coûts de production élevés, certains producteurs américains vont se retrouver avec des coûts de production supérieurs au prix de vente. Parallèlement, l'Arabie saoudite investit dans d'importants projets d'infrastructure, ce qui entraîne des dépenses considérables. Dès lors, l'ensemble de ces éléments pourrait ramener les cours dans une zone d'équilibre entre 65\$ et 85\$ le baril.

En conclusion, la politique de Donald Trump a provoqué de brusques mouvements sur le marché des matières premières, et cette volatilité devrait continuer avec le flux d'annonces du Président américain. L'annonce des tarifs début avril a eu pour effet de faire chuter les prix de l'énergie et des métaux industriels, dans un contexte de très fort stockage de cuivre aux États-Unis (voir graphique 2) et sur fond de crainte d'un fort ralentissement économique. À cela s'est ajouté le changement de paradigme de l'OPEP+ qui a décidé d'accroître sa production.

Manuel Maleki, Ph. D.
Senior Economist US & Commodities

L'Europe surperforme l'Amérique

Depuis le début de l'année, on observe une situation peu fréquente : les marchés américains sous-performent les marchés européens. Ceci est lié à plusieurs facteurs : une valorisation élevée, l'annonce de nouveaux droits de douane et la communication chaotique de l'administration Trump.



Le nouvel isolationnisme américain entraine un réveil de l'Europe

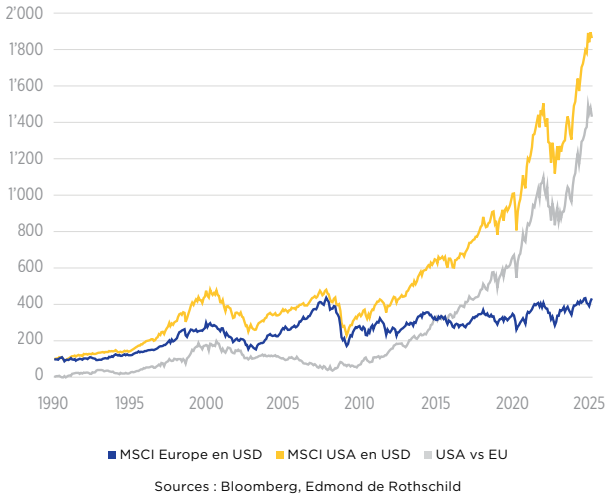
La situation américaine génère un impact potentiellement négatif sur la croissance économique, certains auteurs parlant même de risque de récession. Les baisses d'impôts promises lors de la campagne présidentielle semblent avoir été jusque-là oubliées. À l'inverse, l'isolationnisme américain a entraîné un réveil de l'Europe sur sa défense, avec un nouveau « quoi qu'il en coûte », doté d'un budget potentiel de 800 milliards d'euros. De plus, le nouveau gouvernement allemand a annoncé un plan supplémentaire de 500 milliards d'euros pour stimuler ses infrastructures.

Les marchés semblent ainsi être passés en moins de deux mois à une vision totalement opposée entre l'Europe et l'Amérique. En décembre 2024, les investisseurs pensaient que Trump allait prioriser les réductions d'impôts pour renforcer encore l'exceptionnalisme américain, alors que les pays de l'Union européenne étaient condamnés à la stagnation car leur priorité était de réduire leurs déficits.

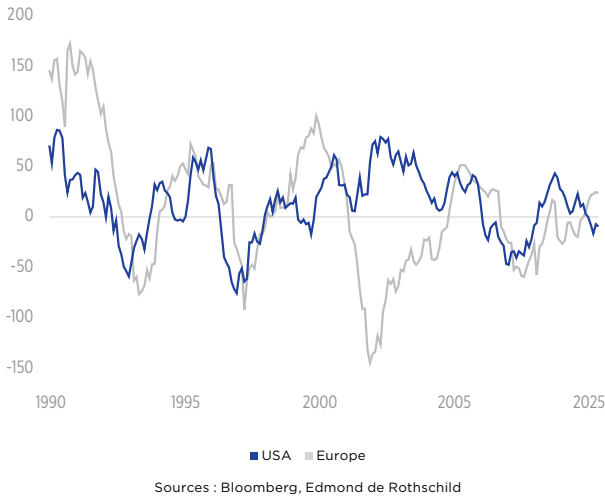
L'isolationnisme américain a entraîné un réveil de l'Europe sur sa défense et ses infrastructures.

Le réveil de février 2025 fut brutal. Les droits de douane s'avèrent finalement être la priorité de Trump. Aucune annonce concernant les réductions d'impôts n'a encore été faite, alors que Scott Bessent, Secrétaire au Trésor de Trump, a déclaré vouloir s'efforcer de réduire le déficit budgétaire américain. De l'autre côté de l'Atlantique, l'Europe et surtout l'Allemagne acceptent les déficits au prix d'un nouveau plan de relance soutenu par le Chancelier Friedrich Merz, focalisé sur la croissance et favorable au libre-échange. Dans ce contexte, les actions américaines fortement valorisées semblent ne pas supporter le climat d'incertitude, exacerbé par des communiqués fréquents et parfois contradictoires, alors que les actions européennes faiblement valorisées attirent les investisseurs. Depuis début 2025, les investisseurs plébiscitent l'Europe, en se positionnant sur les valeurs cycliques européennes, alors que les défensives surperforment aux États-Unis. Un comble après deux années de logique inverse !

Graphique 1:
La surperformance des marchés actions américains par rapport à l'Europe est la norme sur le long terme depuis 2010



Graphique 2:
La dynamique macroéconomique s'est inversée depuis début 2025 au profit de l'Europe
Ratio de surprises économiques, USA vs Europe



Les multiples atouts de l'économie américaine en faveur d'un possible rebond

La sous-performance actuelle des actions américaines pourrait cependant être de courte durée: l'économie américaine bénéficie d'un marché domestique toujours dynamique, d'un avantage structurel d'innovation (liée à son marché des capitaux) et d'une énergie moins chère grâce à ses nombreuses ressources.

Depuis début 2025, les investisseurs plébiscitent l'Europe, en se positionnant sur les valeurs cycliques européennes, alors que les défensives surperforment aux États-Unis.

La forte baisse de l'indice américain est surtout justifiée par la chute de ses plus grosses valeurs technologiques. Nous ne voyons pas à ce stade une décélération de la croissance du secteur, son rebond demeure donc possible, notamment après les corrections de niveaux de valorisation élevés. Enfin, la flexibilité de la Réserve fédérale, qui a de la marge pour réduire ses taux, reste un atout. Une annonce de réductions d'impôts plus tard cette année pourrait également contribuer à stimuler le marché américain (ce que le marché surnomme le « Trump put »).

À court terme, l'élan européen reste soutenu par la dynamique engagée. Néanmoins, des réactions extrêmes ont été observées récemment. Il convient dès lors de rester sélectif dans les investissements en privilégiant des titres à valorisation encore décente, ou, sur faiblesse, des valeurs exposées à la volatilité des marchés, comme les banques européennes..

Hervé Prettre
Head of Global Investment Research

Emilie Magnien
Research Analyst, Global Investment Research



Banques européennes, une surperformance qui se poursuit malgré la volatilité

Les banques européennes ont connu une forte performance mais demeurent portées par des fondamentaux solides: une valorisation encore décente, de fortes croissances de bénéfice et un nouveau potentiel lié aux projets de défense européenne et aux plans d’infrastructure en Allemagne. La volatilité s’est néanmoins invitée à court terme.



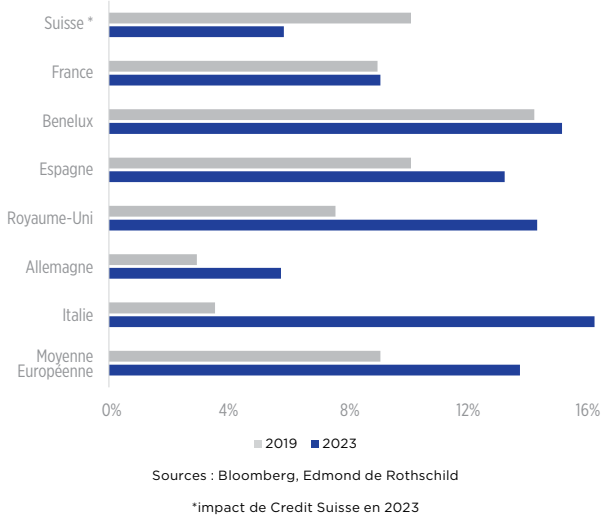
Les banques européennes ont, à la date de rédaction de ce document, connu la meilleure performance parmi les grands secteurs de l’indice Stoxx Europe 600 depuis plusieurs mois. Ceci est lié à la conjonction de plusieurs facteurs:

- **Des niveaux de taux obligataires** avec des perspectives de taux finaux de la BCE fin 2025 plus faibles, mais encore davantage, une courbe de rendement plus raide. La pentification de la courbe des taux, ou différence entre taux à long terme et taux à court terme, est un facteur de soutien aux établissements financiers, ceux-ci empruntant traditionnellement à court terme pour prêter à long terme. Or, en Allemagne, la différence entre rendement à 10 ans et rendement à 2 ans sur les obligations gouvernementales a bondi de moins de 30 à plus de 80 points de base depuis fin 2024;
- **Une rentabilité plus élevée**: les banques ont réussi à réduire leurs coûts et augmenter leur productivité, notamment par la digitalisation, si bien que leurs marges se sont améliorées depuis cinq ans. Ainsi, les banques européennes peuvent offrir actuellement un rendement sur fonds propres tangibles (ROTE en anglais) de 12%, contre juste au-dessus de 10% en 2022 (voir graphique 1), grâce aux hausses de taux;
- **Un fort niveau de résilience à la conjoncture**, dû en partie à des provisions élevées depuis la période Covid et non réduites de manière significative depuis;
- **Un risque faible de nouvelles réglementations** après une décennie d’implémentation de normes strictes, ce qui offre une visibilité élevée sur les futurs profits et permet aux banques de bien rémunérer leurs actionnaires. À ce titre, la combinaison d’un rendement élevé des dividendes (6,6%) (voir graphique 2) et des rachats d’actions (1,7%) rend ce secteur le plus attractif de tous les grands secteurs en Europe;
- **Des valorisations encore faibles**: le ratio Cours/Valeur comptable totale des banques européennes se situe à moins de 0,8, contre 1 pour les homologues américaines;
- **Un contexte macro-économique plus favorable en Europe** après le plan défense de l’UE de 800 milliards d’euros et le plan infrastructure allemand de 500 milliards d’euros, qui

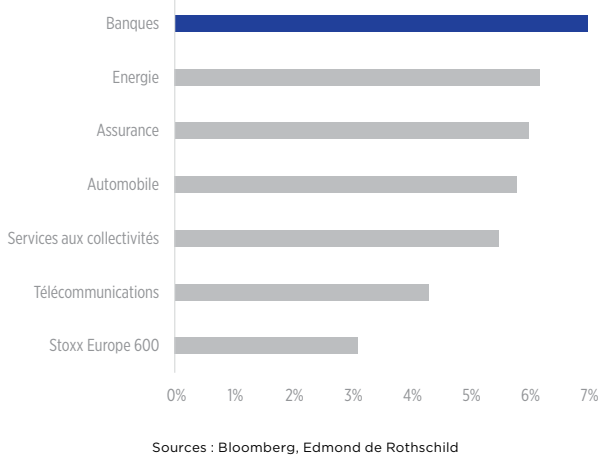
dopent les perspectives de croissance et de prêts bancaires en Europe, tout en renforçant l’activité sur les marchés;

- **L’arbitrage d’investisseurs depuis les banques américaines** qui font face à des risques de moindre croissance aux États-Unis.

Graphique 1:
Rentabilité des banques par pays européens sélectionnés



Graphique 2:
Rendement du dividende, Stoxx Europe 600 par secteur sélectionné



Cette surperformance peut-elle durer ?

Même si nous pensons que la performance pourrait se modérer à long terme (et au-delà de la volatilité de court terme liée à des perspectives de moindre croissance en cas de mise en œuvre des droits de douane), de nombreux vents favorables demeurent :

- Une activité de trading dopée par la volatilité actuelle sur les marchés financiers ;
- Une activité économique qui devrait être plus soutenue à terme en Europe ;
- Une priorité des directions des banques sur le retour aux actionnaires ;
- La recherche de secteurs non impactés par les droits de douane, or 90% de l'activité des banques européennes est domestique ;
- Enfin, les taux obligataires européens devraient être plus élevés que par le passé, vu les nouvelles ambitions de dépense sur le long terme, qui à leur tour devraient soutenir la poursuite de la pentification de la courbe des taux, voire engendrer un léger impact inflationniste, source de taux plus élevés à terme. Ceci est favorable pour l'activité de prêt des banques.

Le secteur pourrait rester soutenu par de meilleures perspectives européennes et certaines banques exposées aux plans de relance allemands, à l'Europe de l'Est en cas de paix en Ukraine, à des pôles de croissance supérieurs, comme l'Espagne ou certains marchés émergents, présentent des profils intéressants.

Hervé Prettre
Head of Global Investment Research

7 Magnifiques ou 7 Maléfiques : la fin d'un leadership absolu ?

La baisse du marché actions américain faisant suite aux remises en question de l'exceptionnalisme et des politiques tarifaires erratiques de l'administration Trump a été amplifiée par une prise de bénéfices depuis décembre 2024 sur les « 7 Magnifiques* ».



*7 Magnifiques = Apple, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta, Microsoft, Tesla

Ces grands groupes technologiques, stars depuis fin 2022, ont expliqué une grande partie de la performance du S&P 500 ces dernières années: près de la moitié des 25% de performance de l'indice en 2024 émanait de ces 7 valeurs ! Cependant, depuis début 2025, ces dernières accusent un fort repli, exacerbé par l'impact concurrentiel de modèles d'intelligence artificielle («IA») à plus faibles coûts, tel celui dévoilé par la startup chinoise DeepSeek en janvier dernier. À noter que Tesla reste un cas à part au sein de la cohorte des 7 Magnifiques, la société ayant souffert des prises de position politiques de son PDG Elon Musk. Entre décembre 2024 et mars 2025, Tesla a ainsi perdu la moitié de sa capitalisation boursière.

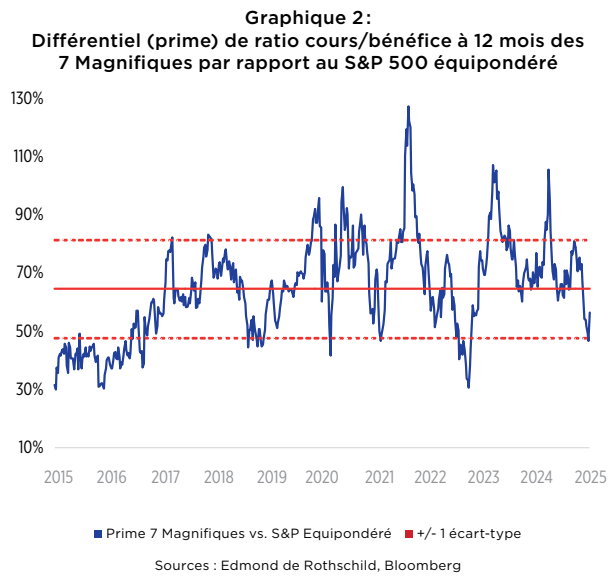
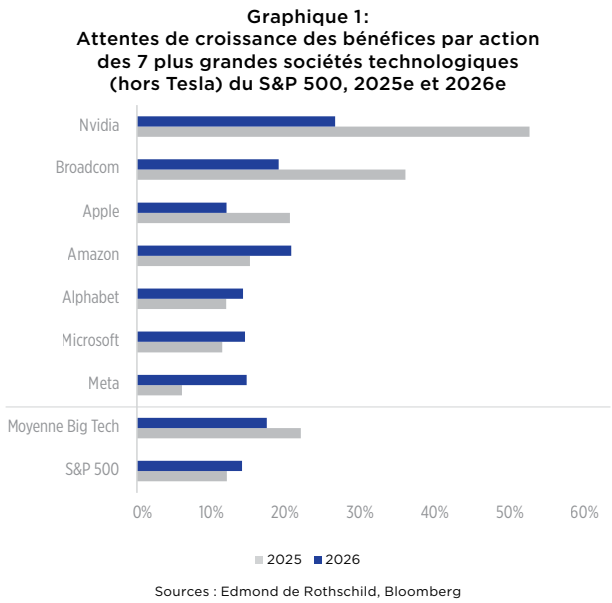
En outre, les 7 Magnifiques sont en grande partie source des dépenses d'investissements en capitaux fixes visant à développer les infrastructures technologiques pour l'entraînement et le maintien des modèles d'IA de dernières générations. Les montants engagés représentaient en 2024 plus de 250 milliards de dollars et devraient croître de 40% cette année pour atteindre 350 milliards. Dans cet environnement de fortes dépenses, l'arrivée d'un modèle concurrent chinois à plus faible coût (ayant officiellement coûté seulement 6 millions de dollars pour son développement contre plus de 500 millions pour les derniers modèles de pointe américains) a créé une secousse sur le secteur technologique américain, remettant en question la réelle nécessité de dépenser autant pour développer des modèles d'IA et surtout s'interrogeant sur leur retour sur investissement. Ainsi, et vu la pression exercée par les 7 Magnifiques sur le S&P 500 en 2025 compte tenu de leur poids au sein de l'indice (25-30%), certains les surnomment déjà les « 7 Maléfiques ».

Leur domination est-elle réellement remise en question ?

Certes, à court terme, la remise en question de l'exceptionnalisme américain et les doutes subsistants sur le monopole technologique des États-Unis pourraient continuer d'être des facteurs de volatilité. Néanmoins, le marché américain devrait continuer de profiter de la capacité de croissance des grands leaders technologiques.

La volatilité pourrait continuer de prévaloir à moyen terme, mais nous continuons de rester positifs à long terme sur le secteur technologique.

En effet, les sociétés américaines conservent le profil bénéficiaire le plus élevé à travers le globe, tiré par le secteur technologique qui représente plus de 35% de l'indice S&P 500 et dispose des marges les plus élevées (marge nette moyenne de 16% contre 11% pour le reste du S&P 500 au 4ème trimestre 2024). Les attentes de croissance de bénéfice pour les grandes sociétés technologiques restent encore supérieures à celles du S&P 500 cette année et en 2026 (voir graphique 1).



de DeepSeek lui-même n'a pu être développé que grâce aux infrastructures financées par les groupes technologiques américains (ce dernier étant basé sur des modèles «open-source» de Meta Platforms et d'OpenAI, entre autres). Nous pensons a contrario que le besoin d'investir massivement en infrastructure IA (centres de données, processeurs de pointe et semi-conducteurs liés) reste justifié et devient même une nécessité stratégique dans une ère de course à l'IA globalisée. Le projet Stargate, fer-de-lance de l'administration Trump visant à doper la capacité des États-Unis en matière d'IA pour un investissement entre 100 et 500 milliards de dollars sur 4 ans, ou le projet européen InvestAI visant à investir 200 milliards de dollars, en sont de parfaits exemples.

Certes, les annonces tarifaires faites par le président américain depuis le 2 avril compliquent la visibilité des valeurs technologiques, souvent fortement exposées aux importations de composants électroniques asiatiques. Nous pensons néanmoins que l'administration Trump pourrait in fine permettre des exemptions sur certains imports technologiques (puces avancées par exemple), afin de conserver la compétitivité globale des sociétés technologiques américaines. Sous peine, si rien n'est fait, de perdre des parts de marché dans un secteur pourtant hautement stratégique à l'ère de l'IA.

De ce fait, la volatilité pourrait continuer de prévaloir à moyen terme, sans entamer les qualités du secteur technologique. Les investisseurs doivent néanmoins rester sélectifs, même à travers les 7 Magnifiques, et diversifier leur exposition au sein du marché américain.

Anthony Toupin
Senior Research analyst, Global Investment Research

De plus, la valorisation moyenne des 7 Magnifiques est tombée à son niveau le plus bas depuis début 2023 (voir graphique 2), et au plus bas depuis 2017 en relatif par rapport au reste des valeurs du S&P 493 (soit hors 7 Magnifiques).

Nous ne pensons pas que la domination sur l'IA des grands groupes technologiques américains soit réellement menacée à court terme : bien que l'évènement DeepSeek ait pu remettre en question l'utilité des capitaux dépensés par les 7 Magnifiques, nous soulignons que le modèle

Le réveil de l'Europe de la défense et de l'industrie face à l'isolationnisme de Trump

Les semaines qui ont suivi le retour au pouvoir de Trump ont été le théâtre d'une accélération de l'Histoire : l'ère de la Pax Americana, ou paix dans le monde garantie par la défense américaine depuis la fin de la Seconde Guerre Mondiale, est révolue. L'approche désormais très transactionnelle des États-Unis conditionne leurs garanties de sécurité à un « marchandage » sur les territoires (Groenland, Canada) et sur les ressources (accord sur les métaux rares ukrainiens ou congolais).



Une nouvelle ère s'ouvre pour la défense européenne

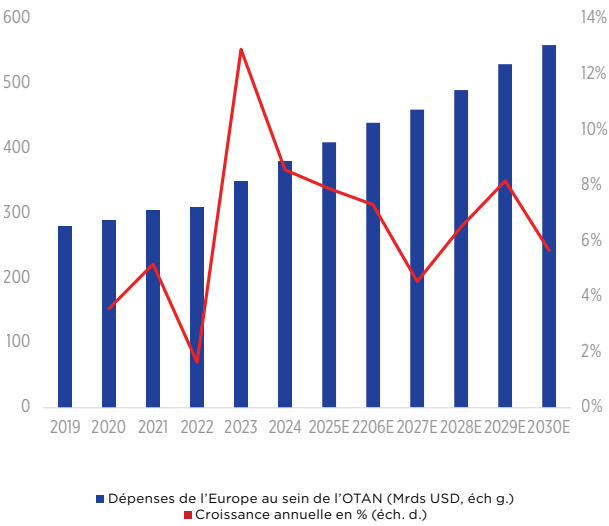
Cette nouvelle doctrine pragmatique priorise les intérêts économiques et géopolitiques américains de court terme au mépris des alliances historiques. Les gouvernements européens ont réagi rapidement avec les sommets de Paris et de Londres, lors desquels ils ont convenu de poursuivre l'aide à l'Ukraine afin de garantir son indépendance territoriale, tout en investissant massivement dans le renforcement de leur propre autonomie stratégique. L'entrée dans une nouvelle ère de réarmement suppose des investissements considérables de la part des Européens, dont le budget alloué à la défense pourrait quasiment doubler de 1,8% du PIB à au moins 3,5% pour revenir à son plus haut niveau depuis les années 1960 (voir graphique 1).

Cette prise de conscience collective devrait accélérer la tendance au réarmement impulsée par la première invasion russe en Ukraine, il y a maintenant plus d'une décennie. Alors qu'en 2014, seuls deux pays européens membres de l'OTAN consacraient plus de 2% de leur PIB à la défense (le Royaume-Uni et la Grèce), ils étaient 22 dix ans plus tard (voir graphique 2). L'urgence de la situation est également illustrée par des effectifs militaires pratiquement réduits de moitié depuis 1990. À cette époque, les armées française et allemande comptaient chacune environ 550 000 personnes dans leurs rangs. Or en 2024, les effectifs militaires français étaient réduits à 201 000 personnes et ceux de l'Allemagne à 182 000. Le déficit structurel d'investissement dans la filière a conduit en outre à une diminution alarmante des capacités de production sur le sol européen.

En matière d'armement, les Européens ont la maîtrise de la qualité mais pas de la quantité, les volumes de production restant relativement limités.

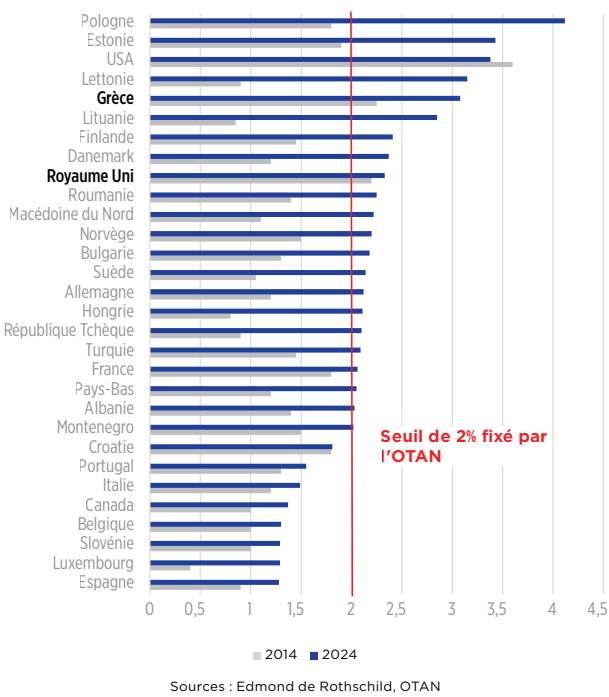
De plus, l'industrie européenne de la défense demeure à ce jour fragmentée, et hautement concurrentielle. La dépendance des Européens aux Américains n'a eu de cesse de se renforcer, si bien que près de deux tiers des armes importées par l'Europe sur les cinq dernières années provenaient des États-Unis. Si la mise à l'échelle des capacités de production pouvait favoriser une consolidation du secteur, elle nécessiterait

Graphique 1:
Dépenses totales de l'Europe pour l'OTAN
et croissance attendue jusqu'en 2030



Sources : Edmond de Rothschild, Sipri

Graphique 2:
Dépenses militaires en % du PIB, 2024 vs.
2014 et seuil fixé par l'OTAN de 2%



Sources : Edmond de Rothschild, OTAN

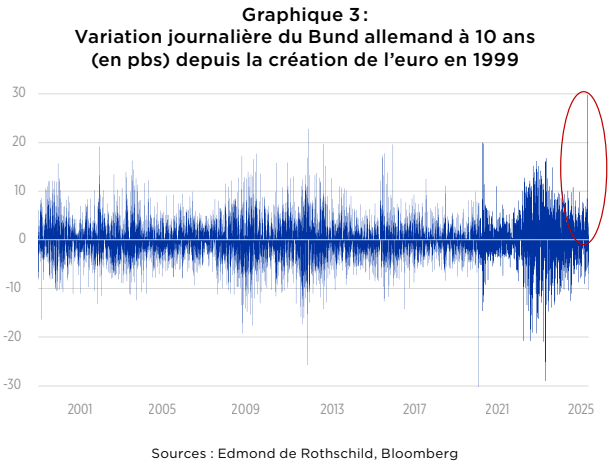
dans tous les cas des investissements significatifs de la part des États. Dans ce contexte, la Commission Européenne a appelé à mobiliser pas moins de 800 milliards d’euros de capitaux publics comme privés pour financer ce nouveau plan de relance de la défense. Le nouveau chancelier allemand Friedrich Merz a pour sa part dévoilé une proposition de budget visant à investir «quoi qu’il en coûte» dans la défense de son pays, avertissant par là du risque imminent de mort de l’OTAN.

L’étroite marge de manœuvre financière des pays européens

Face à ce moment charnière pour les Européens, un obstacle majeur complique la relève de ce défi. La marge de manœuvre financière de la plupart des États européens est en effet restreinte par une gestion budgétaire structurellement déficitaire qui s’est traduite par des dépenses chroniques et un endettement incontrôlé. Le niveau de dette publique dépasse les 100% du PIB dans la plupart des principales économies du continent, à l’image de la France, du Royaume-Uni ou encore de l’Italie, où il a atteint 137% en 2024, alors qu’il n’était que de 30% dans les années 1960. Le surendettement des États européens représente un coût prohibitif pour les finances publiques, alors que le service de cette dette pèse près de 2% du PIB de l’UE, et même 4% en Italie.

Dans ce contexte, le financement des dépenses de défense directement par l’Union Européenne s’impose comme l’une des options les plus réalistes.

L’Allemagne jouit néanmoins d’une marge de manœuvre plus importante avec un ratio dette sur PIB de seulement 62% et des comptes publics jusqu’ici équilibrés par le mécanisme constitutionnel du frein à l’endettement. L’arrivée au pouvoir du nouveau gouvernement Merz laisse augurer cependant un assouplissement des contraintes budgétaires inédit dans l’histoire récente du pays. Le «Zeitenwende» ou changement d’époque pourrait ainsi signaler un tournant historique pour l’un des tenants les plus stricts en matière d’austérité budgétaire au sein de la zone, et pourrait entraîner des taux d’intérêt plus élevés (voir graphique 3).



Les titres de défense européens, un plan à long terme

L’UE a déployé un nouveau plan de relance de 150 milliards d’euros, financé par des obligations communes dont le service serait assuré par le budget européen, ainsi qu’une exclusion d’une partie des dépenses de défense des critères budgétaires de Maastricht, pour un montant jusqu’à 650 milliards d’euros. À l’instar des commandes de vaccins passées pendant la pandémie, la Commission européenne a d’ailleurs proposé aux États membres de grouper leurs achats d’armements afin d’obtenir des conditions commerciales plus favorables auprès des industriels. À ce titre, Ursula von der Leyen a récemment appelé les États membres à restreindre leurs investissements aux seuls fabricants européens d’armement, afin de priver les Américains de nouveaux contrats et d’offrir aux Européens une visibilité de long terme sur leurs commandes.

Ce nouveau cycle pluriannuel d’investissement est clé pour les industriels européens de la défense : au regard de leurs capacités limitées, un investissement dans de nouvelles usines requiert en effet une attente de nouveaux contrats sur une période de 5, 10 ou 20 ans en fonction des armes commandées (court terme pour les munitions, long terme pour les sous-marins par exemple). Cela permet de mettre en perspective la forte progression récente des titres de défense européens (+60% depuis le début de l’année au moment de la rédaction). En effet, si cette hausse anticipe dorénavant les attentes de croissance des bénéfices d’ici 2028 de +20



Détail de chaise, salon client à Genève, design Philippe Druillet.

à +40% par an en fonction des domaines de défense (visibilité des prévisions de bénéfices de 3 ans), il exclut une bonne partie du potentiel au-delà, alors que le cycle devrait durer au moins 10 ans.

En outre, les titres de défense européens devraient faire l'objet d'une volatilité plus élevée à court terme, dictée par la détermination des budgets exacts de défense, la conclusion encore incertaine d'un accord de paix entre la Russie et l'Ukraine ou encore l'attitude de Trump vis-à-vis de l'OTAN. N'oublions pas non plus que ce budget sera libéré graduellement, d'où son impact sur le moyen et long terme, en l'absence de danger imminent (affaiblie par la guerre en Ukraine, la Russie pourrait, en cas de cessez-le-feu durable, avoir besoin d'au moins quatre ans selon des experts militaires pour réapprovisionner ses armées afin d'entamer une nouvelle attaque d'envergure).

«L'architecture de sécurité sur laquelle l'Europe s'est appuyée pendant des générations a disparu et ne reviendra pas», Anders Fogh Rasmussen, ancien Secrétaire général de l'OTAN

Quant aux valeurs de défense américaines, elles pourraient certes profiter de la remilitarisation de l'Europe dans les domaines où le Vieux Continent a une moindre expertise (comme les communications, la reconnaissance, la cartographie ou les semi-conducteurs), mais leur potentiel devrait être limité par la volonté de l'UE de maximiser ses approvisionnements auprès de prestataires locaux. De plus, il existe une menace de remise en cause des budgets du Département de la Défense américain par le DOGE d'Elon Musk. La défense européenne paraît présenter un potentiel accru à long terme en raison de son sous-investissement récurrent, qui devra être rectifié, quel qu'en soit le coût.

L'isolationnisme exacerbé de l'administration Trump sonne le réveil de la remilitarisation d'une Europe esseulée pour garantir sa sécurité. Les dividendes de la paix récoltés pendant plusieurs décennies devraient désormais laisser place à des investissements massifs dans la défense, dont le financement devra nécessairement être européen et s'inscrire dans le temps long. Compte tenu des dépendances encore importantes héritées d'alliances désormais révolues, il faudra encore au moins une décennie avant que l'Europe soit capable de se défendre sans l'aide des États-Unis. Une fenêtre d'opportunités s'ouvre ainsi pour l'ensemble des prestataires européens de la chaîne de valeur de l'armement.

Hervé Prettre
Head of Global Investment Research

Darius Bakhtari
Research analyst, Global Investment Research

Où se cache la croissance ?

Alors que les marchés mondiaux deviennent plus prudents face aux plans tarifaires de Trump et que les préoccupations concernant un ralentissement américain continuent de croître, l'exceptionnalisme américain en matière de performance boursière commence à se fissurer. Tandis que le «MAGA trade» de Trump montre des signes de faiblesse, les fonds d'actions globales cherchent des alternatives.



En opposition au *MAGA trade* («*Make America Great Again*»), le *MEGA trade* («*Make Europe Great Again*») gagne du terrain, marqué par l'indice DAX, qui a progressé de plus de 20% depuis le début de l'année, à la date de rédaction de ce document. Les marchés émergents ont réalisé un gain plutôt timide en surface de 4% YTD (Year To Date) pour le MSCI EM contre l'indice américain S&P 500 en baisse de 4,5%. Cependant, les spécialistes des marchés émergents n'avaient pas observé de début d'année aussi fort depuis très longtemps :

- L'Europe de l'Est a enregistré une hausse de plus de 30%¹ en USD dans la perspective d'une trêve entre la Russie et l'Ukraine ;
- L'indice MSCI Chine a franchi son précédent pic sur un an, soit son niveau de septembre 2024, et a gagné plus de 20% YTD (Year To Date) ;
- L'indice Hang Seng Tech, qui représente les 30 plus grandes sociétés technologiques listées à Hong Kong, a connu un rallye de plus de 30% YTD (Year To Date) sous l'effet DeepSeek ;
- Dans la région d'Amérique latine, la Colombie qui connaît actuellement un «printemps andin» a réalisé un gain de 33% en USD ;
- Enfin, même les grands perdants en Bourse de 2024, le Mexique et le Brésil affichent des performances supérieures à la moyenne des marchés émergents.

Il est vrai que les flux d'arbitrage se produisent souvent, en particulier depuis des actifs « surachetés » avec des valorisations élevées vers des actifs « sous-détenus » avec des valorisations plus faibles. Les actions des marchés émergents («EM») se négocient effectivement à une décote de près de 30% en termes de valorisation cours/bénéfice («P/E») par rapport aux actions des marchés développés en moyenne au cours des 10 dernières années, ce qui crée une condition favorable pour susciter un intérêt. Statistiquement, l'indice MSCI EM a souvent surperformé le S&P 500 lors des périodes passées de baisse des actions américaines. Dans le contexte actuel de correction du marché américain, les marchés émergents devraient avoir une chance de continuer sur cette trajectoire, étant donné un différentiel de valorisation plus marqué que par le passé avec le S&P 500.

Les spécialistes des marchés émergents n'avaient pas observé de début d'année aussi fort depuis très longtemps.

Comme nous, la plupart des investisseurs sur les marchés émergents sont des preneurs de risque, adoptant un style axé sur la croissance et le momentum. Les entreprises du secteur technologique américain nous ont nettement dépassés en matière de momentum ces dernières années, grâce à une croissance supérieure. La croissance américaine commence désormais à subir des révisions à la baisse pour 2025 et le narratif CAPEX IA commence à se confronter à une réalité moins dominée par les États-Unis, avec l'émergence de modèles concurrents tels que DeepSeek en Chine ou LeChat en France. Dans cette situation, les scénarios de croissance, que ce soit dans le secteur de la défense européenne ou sur les marchés émergents, se révèlent plus attrayants. Un dollar plus faible face aux autres devises est par ailleurs généralement perçu comme un vent favorable supplémentaire pour les actions des marchés émergents.

Chine

Le scénario de la croissance chinoise paraît le plus attrayant. La compétitivité des entreprises technologiques chinoises d'intelligence artificielle générative («Gen AI») s'est révélée en janvier dernier et leur potentiel de monétisation semble supérieur à celui de leurs homologues américaines vu leurs coûts plus bas, si les résultats et les coûts de développement présentés sont avérés. Le marché des actions chinoises est entré dans un nouveau cycle haussier où de nombreux secteurs privés sont stimulés par un gouvernement central fortement engagé à stimuler la croissance. Nous pensons que le marché chinois a plus d'opportunités à offrir cette année malgré les préoccupations concernant une décélération possible de la croissance au deuxième trimestre 2025, en raison d'exportations potentiellement freinées par la hausse des droits de douane américains. Le rallye mené jusque-là par la technologie pourrait s'étendre à la consommation et aux sociétés financières, grâce à une accélération attendue de la croissance au deuxième semestre.

Inde

Les actions indiennes ont bénéficié d'une réévaluation structurelle en 2023 et 2024 grâce au catalyseur de croissance à long terme du pays. À présent, le recul significatif à 19x du P/E à 12 mois depuis le niveau record de 24x commence à offrir des opportunités pour acheter des grandes sociétés à bon compte. Il s'agira néanmoins d'écouter l'adage boursier qui prévient «qu'on ne rattrape pas un couteau qui tombe», étant donné que la révision de la croissance des bénéfices pourrait continuer à être négative à court terme. Nous attendons patiemment que l'investissement reprenne pour le secteur privé indien et visons globalement une reprise plus large de la croissance de la consommation, notamment en zones rurales.

Amérique Latine

La politique commerciale américaine est susceptible d'avoir des impacts macro-économiques limités sur les économies d'Amérique latine. Les perspectives de croissance du Mexique sont éclipsées par sa politique commerciale sur les importations chinoises, qui a déjà un impact considérable sur

la relocalisation d'industries au Mexique. Les secteurs spécifiques affectés par les prochains tarifs américains dans les économies du Mercosur et des pays andins pourraient conduire à des tensions. Certaines contre-mesures pourraient également se traduire par des révisions de la croissance des bénéfices. Point positif : la valorisation des actions de la région est la moins élevée à 8,6x P/E à 12 mois, bien en dessous de sa moyenne sur 10 ans de 11,5x P/E. Le risque de déception sur la croissance est donc déjà anticipé dans ces valorisations faibles, d'où un profil rendement/risque favorable.

Nous pensons que les marchés émergents dans leur ensemble peuvent continuer à surperformer dans la correction actuelle des actions américaines, étant donné leur valorisation peu élevée et un cadre de croissance plus résilient en Europe de l'Est et en Chine. L'expansion des multiples de valorisation a en effet causé la plupart des performances du MSCI EM depuis janvier. À ce stade, trouver la bonne réponse à la question «où est la croissance» pourrait s'avérer suffisant pour trouver des opportunités de surperformance. Néanmoins, la question «où est la croissance de qualité» se posera vite, lorsque les opportunités de croissance issues de valorisations faibles auront disparu.

« Le plus grand danger en période de turbulences n'est pas la turbulence elle-même, mais d'agir avec la logique d'hier ». Les anciens favoris du marché risquent de perdre leur avantage s'ils ne parviennent pas à s'adapter à un monde en constante évolution. Dans un scénario de guerre commerciale généralisée, un marché interne robuste et profond, comme celui de la Chine ou de l'Inde, pourrait mieux s'adapter, absorber les chocs extérieurs et fournir éventuellement les opportunités de croissance structurelle à long terme.

Xiadong Bao

Fund Manager, Edmond de Rothschild Asset Management

(1) MXME – MSCI EM Eastern Europe Index, performance annuelle jusqu'au 14 mars 2025. Toutes les performances sont exprimées en USD.
(2)MXEF BEst P/E Ratio vs MXWO depuis 2015, selon Bloomberg
(3) La Chine est le problème de tous. – Outlook & Convictions #12

Fin du frein à l'endettement allemand : quel impact sur le marché obligataire européen ?

L'accord de coalition allemand mené par le Chancelier Merz propose un nouveau cadre budgétaire pour l'Allemagne. C'est un changement de paradigme pour la croissance allemande et européenne.



L'accord de coalition allemand comprend plusieurs dimensions :

- Une exemption des limites du frein à l'endettement pour les dépenses de défense dans le budget principal dépassant 1% du PIB ;
- Un fonds d'infrastructure hors budget de 400 milliards d'euros et 100 milliards pour la transition énergétique (au total 11,6% du PIB en 2024) qui devraient être déboursés au cours des 10 prochaines années ;
- Une augmentation du déficit structurel autorisée pour les États fédérés (Länder) du niveau actuel de 0,0% du PIB à 0,35%.

Il laisse par ailleurs une marge de manœuvre pour des dépenses publiques supplémentaires allant jusqu'à 3,85% par an dans les années à venir si les dépenses de défense devaient augmenter jusqu'à 3,5% du PIB, comme le suggèrent certaines propositions. Dans la pratique, nous pensons que la mise en œuvre sera plus progressive, compte tenu des contraintes de capacité et des défis généralement associés à l'augmentation des investissements publics en Europe.

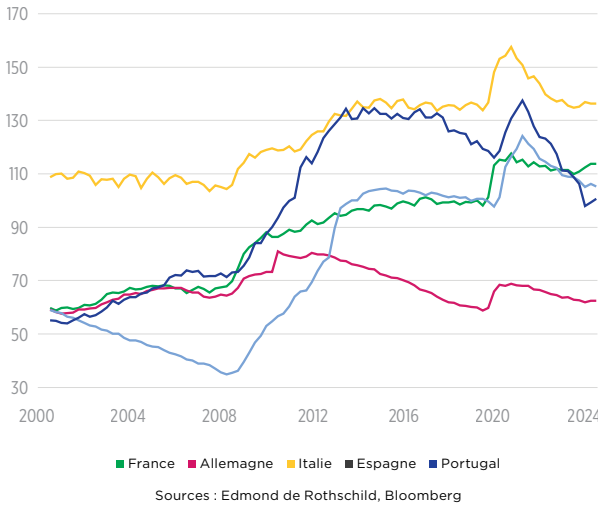
Comment les marchés obligataires européens ont-ils réagi ?

Les marchés obligataires en euros ont enregistré une hausse inédite des rendements souverains en mars 2025. Cela fait suite aux annonces du plan allemand d'investissement pour l'infrastructure et la défense financé par la dette, et d'un accord européen sur l'activation d'un mécanisme permettant aux États membres d'emprunter jusqu'à 650 milliards d'euros sur quatre ans, spécifiquement pour la défense, en dehors des contraintes budgétaires habituelles. Ce montant est complété par 150 milliards d'euros de fonds résiduels initialement consacrés à la lutte contre la pandémie de Covid, qui pourront être réaffectés au même objectif de défense.

Le pivot fiscal potentiel de l'Allemagne signifie que le temps du faible ratio dette/PIB de 62% appartient désormais au passé, avec une priorité claire donnée à la croissance, au détriment de l'équilibre budgétaire.

Une banque d'investissement estime l'impact sur le déficit allemand de 1,0% à 2,5% du PIB par an, ce qui par conséquent augmentera la dette publique à l'avenir. Le 5 mars dernier, le rendement des obligations souveraines allemandes à 10 ans a augmenté de 30 points de base, en ligne avec les autres rendements souverains européens. C'est un phénomène inédit depuis l'instauration de l'euro. La hausse des rendements à long terme reflète un ajustement des marchés aux nouveaux fondamentaux allemands qui intègrent désormais une prime de croissance et une prime d'inflation plus élevées, ainsi qu'une légère augmentation du risque de crédit afin de s'aligner avec la hausse attendue du ratio de dette sur PIB. Même légèrement plus élevée, la dette allemande devrait rester à un niveau modéré relativement aux autres pays européens. L'augmentation soudaine des rendements obligataires européens s'explique aussi par les positions longues en faveur des obligations allemandes des fonds obligataires européens et japonais. Ces fonds ont dû rapidement ajuster leur allocation face à la hausse du risque dans leurs portefeuilles, ajoutant alors un problème temporaire de liquidité à un mouvement fondamental du marché. Ce changement de paradigme européen intervient dans un contexte de normalisation de l'inflation et de faible

Graphique 1 : Ratio dette sur PIB des pays européens



Graphique 2 : Taux 10 ans européens en % à fin mars 2025



croissance, qui a conduit la Banque centrale européenne à abaisser son taux de dépôt de 4% en juin 2024 à 2,25% actuellement. Le marché anticipe ainsi la poursuite de la baisse des taux, avec un taux attendu fin 2025 inférieur à 2%.

Alors que les courbes des taux souverains de l'euro s'étaient déjà progressivement pentifiées, c'est-à-dire que les taux à long terme sont plus élevés que les taux à court et moyen terme, ce mouvement s'est encore amplifié, avec un élargissement de l'écart entre les taux à 10 ans et à 2 ans passé de 30 points de base début 2025 à plus de 60 points de base à la date de

rédaction de ce document. Dans ce contexte, nous pouvons nous attendre à une plus grande volatilité des taux d'intérêt en raison de l'augmentation du volume des emprunts dans les pays européens et du maintien des déficits budgétaires.

Quelles perspectives ?

Sauf dans le cas de dépenses très supérieures aux attentes actuelles (ce qui semble improbable vu les montants importants déjà présentés) il nous paraît peu réaliste à ce stade que le Bund dépasse durablement 3% alors que la BCE va continuer à baisser ses taux et que l'inflation demeure autour de 2%. De plus, l'incertitude liée aux droits de douane va peser davantage sur l'activité que sur les pressions inflationnistes. Certes, le risque de crédit a légèrement augmenté, mais l'Allemagne reste notée triple A et son ratio dette/PIB de 62% est le plus bas des grands pays d'Europe (voir graphique 1). Il ne devrait augmenter que de quelques points de pourcentage par an (rappelons que le plan infrastructure ne devrait représenter que 1,2% du PIB par an et le plan défense 1% au maximum, soit une extension de la dette qui semble limitée a priori à 2% par an). Qui plus est, les «break even» ou anticipations d'inflation pour l'Allemagne à 10 ans ont peu évolué, vu la mise en œuvre seulement graduelle de ces programmes.

En ce qui concerne les rendements des autres pays européens, ils ont évolué de concert avec le Bund (voir graphique 2): en effet, l'augmentation des dépenses allemandes est associée à une croissance plus forte pour toute l'Europe et l'orthodoxie budgétaire imposée par l'Union Européenne a été assouplie par Ursula von der Leyen. Grâce à des dépenses désormais à la charge de l'UE et non plus des budgets nationaux, contrairement au retournement significatif de l'Allemagne, les écarts de crédit sont restés relativement serrés. Nous restons vigilants vis-à-vis des rendements des pays présentant des risques budgétaires, tels que la France. L'Italie devrait quant à elle bénéficier du déboursement des plans de dépenses européens : en 2025, les fonds de la Facilité de relance et de résilience de l'Union européenne (FRR) devraient être un moteur essentiel de la croissance en revigorant l'activité du secteur privé italien.

Les industries allemandes devraient globalement profiter d'une réussite de la mise en œuvre du programme procroissance du nouveau gouvernement, ceci ayant un impact positif sur la plupart des secteurs.

En ce qui concerne le crédit aux entreprises, la hausse des rendements souverains pèsera sur les bilans les plus fragiles et pourrait mettre fin à la dynamique positive des indicateurs de crédit dans certains secteurs tels que l'immobilier. Cependant, les industries allemandes devraient globalement profiter d'une réussite de la mise en œuvre du programme pro-croissance du nouveau gouvernement. La nouvelle coalition vise à rétablir la compétitivité en réduisant l'impôt sur les sociétés et sur le revenu des personnes physiques, en investissant massivement dans la modernisation des infrastructures et en diminuant les prix de l'électricité grâce à la baisse des taxes ainsi qu'au renforcement des capacités de production. Cependant, le risque d'exécution est élevé, car la performance des obligations semble étroitement liée à la capacité du gouvernement Merz à mettre en œuvre son programme et à compenser les effets négatifs liés à la mise en place de droits de douane. Enfin, si la hausse de l'euro face au dollar devait se poursuivre, cela pourrait réduire les effets positifs d'une croissance plus forte, en affectant la rentabilité d'entreprises très exposées au commerce mondial.

Guilhem Savry

Head of Strategy Research, Global Investment Research

La liquidité au sein des marchés privés, un indicateur clé

Les marchés privés ont évolué ces dernières années dans un environnement macroéconomique peu propice à générer des liquidités pour les investisseurs. Dans ce contexte, l'industrie du capital investissement a innové en faisant évoluer le marché secondaire, qui est apparu comme un outil performant de génération de distributions aux investisseurs.

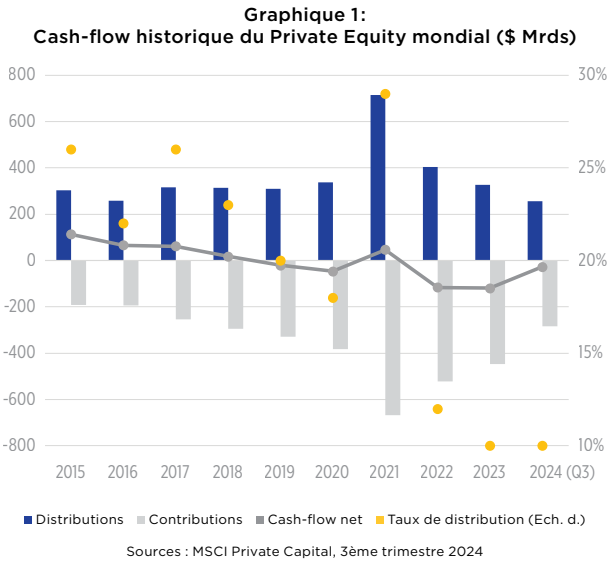


Les fonds de marchés privés se caractérisent par des investissements dans des actifs non cotés, mais aussi, dans la majorité des cas, par une structure de fonds fermés (« closed-end »). Cette structure est particulièrement adaptée à la création de valeur à moyen et long terme par les gérants de fonds. Ces véhicules présentent donc une faible liquidité, dans la mesure où la possibilité de réaliser son investissement, c'est-à-dire la conversion des titres en liquidités, est à la discrétion du gérant. Ce dernier doit procéder à la cession ou au refinancement de ses sociétés en portefeuille. L'investisseur ne peut, en règle générale, céder ses parts de fonds sur un marché secondaire, ou du moins pas aisément. Il demeure donc dépendant d'événements économiques au sein de son portefeuille, telle que la vente d'une société à un acteur industriel qui y trouve un intérêt stratégique, plutôt qu'à une transaction purement financière comme la plupart de celles opérées sur les marchés cotés.

La génération de liquidités est ainsi un élément clé de la performance des fonds privés, car elle dépend directement du gérant.

En résumé, au-delà de la performance affichée par un fonds, la capacité du gérant à convertir des résultats parfois théoriques – issus d'exercices comptables de valorisation – en argent comptant distribué aux investisseurs est essentielle. Cela est particulièrement vrai dans un contexte macroéconomique moins favorable à la génération de liquidités, comme celui que nous avons récemment connu.

Dans un environnement de forte inflation, de restriction d'accès à la dette et de son coût élevé, ainsi que de tensions géopolitiques et économiques, les distributions des fonds d'investissement privés ont en effet considérablement ralenti depuis 2022, affectant la plupart des classes d'actifs. À l'exception, peut-être, du crédit privé, les taux de distribution observés sont les plus bas depuis la dernière crise financière mondiale (2008-09). En outre, l'écart entre les contributions et les distributions des fonds (i.e., le cash-flow net) est significatif. La part de la valeur non réalisée des fonds effectivement liquidée et distribuée aux investisseurs, c'est-à-dire schématiquement le nombre de sociétés en portefeuille cédées chaque année, a également diminué. Là où



(1) Le taux de distribution est la distribution au cours de la période divisée par la dernière valorisation connue du portefeuille, et annualisé.

cette métrique se situait historiquement entre 20% et 30%, soit une société cédée sur trois ou cinq, elle n'a atteint qu'une société sur dix au cours des trois dernières années (cf. le taux de distribution dans le graphique¹). Après plusieurs trimestres consécutifs de contributions nettes, les fonds de Private Equity ont enfin distribué plus de capitaux qu'ils n'en ont demandé aux investisseurs au deuxième trimestre de l'année dernière, et de manière équivalente au troisième trimestre.

Ces distributions sont cruciales, car elles permettent aux investisseurs d'honorer une règle d'or, à savoir celle de la nécessité de s'engager régulièrement dans les marchés privés, millésime après millésime.

Le marché secondaire, outil de liquidité

Cette amélioration a été rendue possible par un recours accru aux refinancements d'actifs. En effet, les gérants ont recapitalisé certains de leurs investissements par l'émission de nouvelles dettes, dont les conditions d'obtention se sont assouplies, permettant ainsi de verser un dividende aux investisseurs.

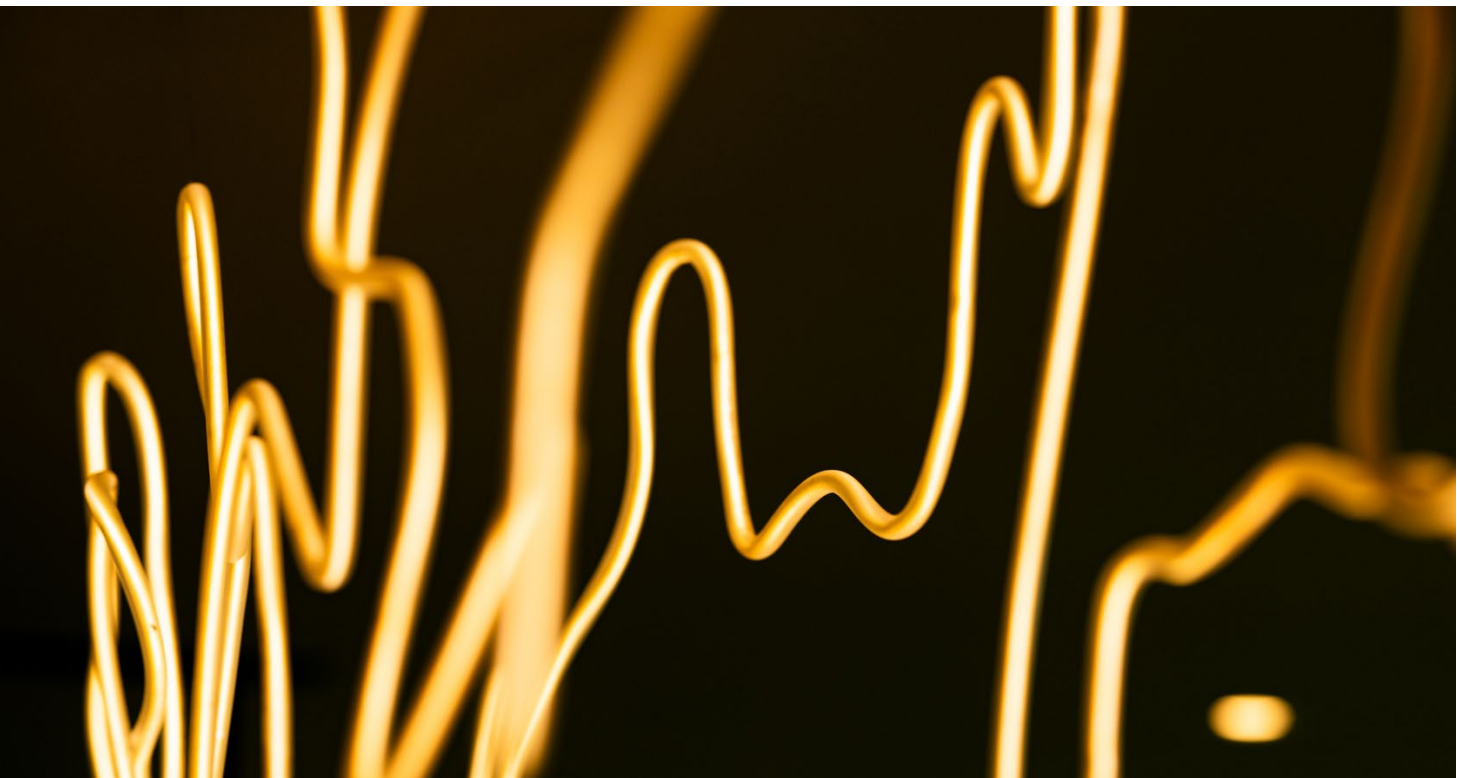
Il convient également de souligner l'essor du marché secondaire comme outil de liquidité.

Ce marché est devenu une véritable stratégie dans le domaine des marchés privés. Traditionnellement, il permettait à un investisseur institutionnel de transférer son engagement dans un fonds fermé à un autre investisseur, qui rachetait l'actif à un prix décoté et reprenait également l'engagement restant, libérant ainsi le vendeur de son obligation d'honorer de futurs appels de capital : on appelle cela une transaction « LP Led ».

Le marché secondaire a cependant évolué ces dernières années, avec un nombre croissant de gérants de fonds initiant des transactions secondaires dites « GP Led ». Dans ce modèle, un gérant ayant détenu une société en portefeuille pendant plusieurs années, mais estimant qu'elle présente encore un potentiel de création de valeur, peut continuer à gérer cet actif tout en offrant de la liquidité à ses investisseurs souhaitant se retirer. Pour ce faire, le fonds fait appel à un acteur spécialisé, un fonds « secondaire », qui valorise l'actif et rachète les parts des investisseurs désireux de sortir, tout en permettant à ceux qui souhaitent poursuivre l'aventure aux côtés du gérant de le faire. Ces transactions requièrent un savoir-faire particulier en matière d'analyse, de structuration et de gestion des conflits d'intérêts potentiels. **Ces dernières années, ce type de transaction a connu une forte croissance, apportant ainsi une solution de liquidité pour les investisseurs dans le besoin, sans contraindre les gérants à céder leurs actifs dans des conditions défavorables.**

Matthieu George, CFA
Head of Private Equity Allocation

De la versatilité politique à la volatilité des marchés



Luminaire salle de dégustation, Château Clarke, Lustrac-Médoc

Une probable absence de tendance claire pour le dollar en 2025

Le scénario d’une appréciation de la devise américaine basée sur la mise en place de taxes à l’entrée des biens aux États-Unis a été nettement remis en question au premier trimestre 2025. Bien entendu, de nouvelles barrières douanières créent un risque de retour de l’inflation aux États-Unis qui pourrait diminuer les velléités de la Réserve fédérale américaine (« Fed ») de baisser son taux directeur. En revanche, l’agressivité politique et le caractère aussi erratique qu’éphémère de certaines annonces de Donald Trump réveillent le spectre de la récession économique aux États-Unis, dans un contexte de guerre commerciale à l’échelle mondiale. Dans ce scénario, la bourse vacille à coup de prises de bénéfices d’investisseurs inquiets et le risque

de baisse des taux par la banque centrale pour soutenir la croissance redevient une sérieuse éventualité. À l’international, les ventes de titres américains s’accompagnent naturellement d’une vente de dollars au profit des devises nationales. En parallèle, le différentiel de taux en faveur du billet vert, souvent appelé portage ou « carry », a nettement diminué ces derniers mois. En effet, l’hypothèse d’une Fed plus accommodante au chevet de son économie s’est cumulée avec le nouveau risque de hausse du coût de la dette en Europe, faisant suite à l’annonce du financement de l’effort militaire par la dette et de l’abandon de l’orthodoxie budgétaire en Allemagne. Comme le montre le graphique de l’évolution de la parité EUR/USD et du différentiel de taux d’intérêt à 1 an, la corrélation est forte et les récentes évolutions du portage ont nettement soutenu le rebond de la devise européenne.

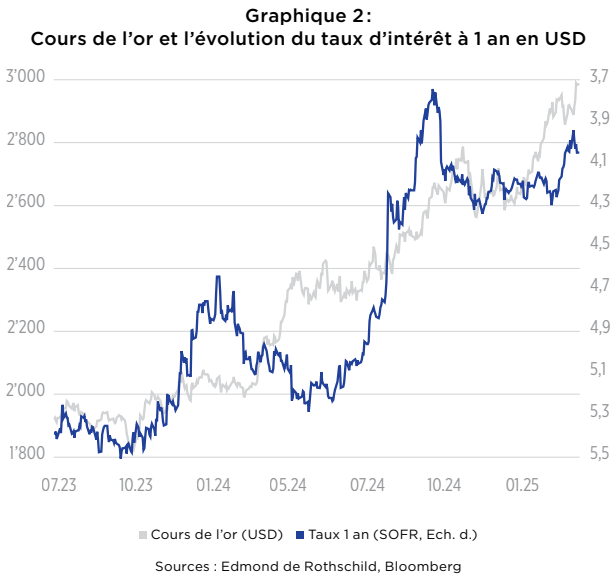
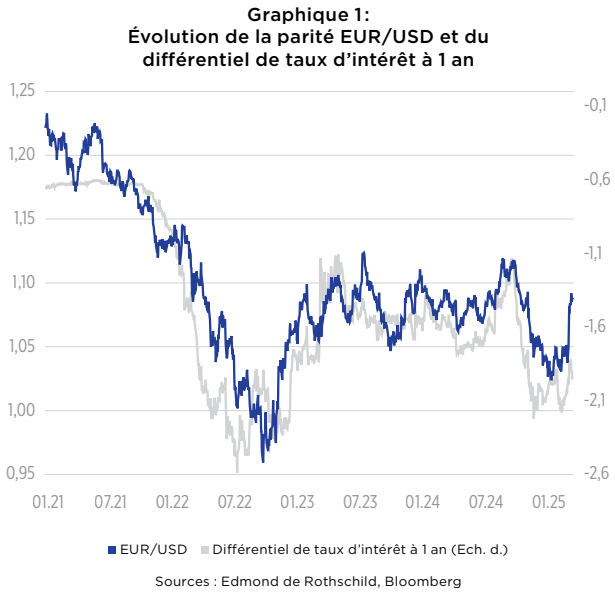
Le maître mot de cette année 2025 restant la volatilité au gré des surprises « trumpiennes », conclure à une baisse continue de la devise américaine portée par la nouvelle dynamique de taux et de croissance serait prématuré. Il est en effet probable que le dollar rebondisse de ses niveaux actuels, soutenu par des facteurs techniques et par une respiration boursière, sur fond d’une possible baisse des impôts pour les entreprises américaines plus tard cette année, pilotée depuis la Maison Blanche.

Quel prix maximum pour l’once d’or ?

De son côté, le métal jaune poursuit sa conquête des cimes avec une progression 2025 atteignant plus de 20% début avril. L’or est notamment soutenu dans son rôle de valeur refuge par la situation géopolitique tendue et le niveau d’incertitude globale amplifié depuis l’investiture de Donald Trump. Il bénéficie également de l’augmentation progressive des réserves en or des banques centrales dans un contexte de défiance grandissante à l’égard des dettes étatiques. La récente panique boursière suscitée par l’annonce des barrières douanières a toutefois conduit à une prise de profits sur l’or permettant un retour sous le niveau psychologique de 3 000 dollars par once. Par ailleurs, le cours du XAU (symbole boursier de l’or) est étroitement lié à son coût d’opportunité, comme le souligne le graphique présentant le cours de l’or et l’évolution du taux d’intérêt à 1 an en USD. En d’autres termes, les avoirs en or n’étant pas rémunérés, lorsque le taux d’intérêt servi sur le dollar diminue, l’attrait pour l’or s’en trouve renforcé. Le risque grandissant d’un assouplissement de la Fed en réaction à un fléchissement économique a donc récemment été un facteur majeur permettant à l’or de dépasser le niveau de 3 000 dollars par once. L’inflexibilité de Donald Trump sur le plan des barrières douanières renforce le scénario d’une banque centrale volant au secours de son économie en ouvrant à nouveau la vanne de la liquidité monétaire.

En conclusion, 2025 restera sans doute une année sans tendance claire, nécessitant un pilotage à vue du risque de change et sur métaux précieux.

Jean-Marc Guillot
Trésorier Groupe



Avertissement

Le présent support est émis par 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 d'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 d'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. 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 d'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 d'Edmond de Rothschild. Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation d'Edmond de Rothschild. Copyright © Edmond de Rothschild – Tous droits réservés

