



EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT

FLASH MARCHÉS : DONALD TRUMP RAVIVE L'INCERTITUDE, CONTRAIGNANT LES BANQUES CENTRALES À L'ATTENTISME

- Les récentes décisions de Donald Trump ont ravivé les incertitudes, notamment l'augmentation des coûts de visas de travail H-1B à 100 000 dollars et l'annonce d'une nouvelle vague de droits de douane.
- Les banques centrales de Chine et de Suisse ont fait le choix de maintenir leurs taux directeurs inchangés, en dépit du ralentissement économique et du faible taux d'inflation.
- Les attentes du marché concernant des baisses de taux de la Fed se sont atténuées, et les taux américains et européens sont nettement remontés.

Les provocations russes se multiplient, avec des incursions de drones et d'avions dans l'espace aérien européen, rendant encore plus lointaine la perspective d'une résolution du conflit en Ukraine et d'une baisse des prix énergétiques.

Malgré le ralentissement économique et un taux d'inflation bas, les banques centrales de Chine et de Suisse ont choisi de maintenir leurs taux directeurs inchangés. Avec un taux de croissance des exportations à son niveau le plus bas depuis février (+4,4 %), signe que les anticipations d'importations américaines s'estompent, la banque centrale chinoise reste dans l'attente d'une meilleure visibilité sur la politique commerciale avec les États-Unis. La Suisse, de son côté, examine l'impact des 39 % de droits de douane américains et fixe des conditions strictes pour envisager un retour à des taux négatifs.

Aux États-Unis, les interventions des membres de la Fed ont mis en lumière des divergences : certains expriment des inquiétudes sur l'emploi, d'autres sur l'inflation. Les récentes décisions de Donald Trump ajoutent de la complexité à ce débat, notamment l'augmentation des coûts de visas de travail H-1B à 100 000 dollars et une nouvelle vague de droits de douane sur les camions lourds (25 %), les médicaments (100 %) et l'ameublement (50 %), ciblant principalement des pays alliés, excluant la Chine. Ces coûts supplémentaires devraient se répercuter à moyen terme sur l'inflation tout en risquant de réduire l'activité et l'emploi, dont la baisse est majoritairement liée à la diminution de l'offre de main-d'œuvre, conséquence directe de la politique anti-migratoire.

Pour le moment, les dernières données économiques confortent l'attentisme de la Fed, avec un indice PMI composite résilient à 53,6, ainsi que des commandes, un PIB et une consommation en hausse respective de 0,4 %, 3,8 %, et 2,5 % au deuxième trimestre. Les inscriptions hebdomadaires au chômage sont en baisse à 218 000 (vs 232 000). De plus, le dernier indice de prix sur le PIB s'est établi à 2,1 %, dépassant les attentes et le précédent taux de 2 %.

En Europe, les données sont plus mitigées. L'indice PMI manufacturier est de nouveau en zone de contraction à 49,5 contre 50,7 en août, tandis que le PMI Services rebondit à 51,4 contre 50,4 (sauf en France), ce qui amène l'indice composite de la zone euro à 51,2 versus 51. Au Royaume-Uni, l'activité continue de ralentir avec un indicateur d'activité à 51 contre 53,5 en août, et l'hypothèse d'un nouvel ajustement budgétaire de 30 milliards de livres se renforce.

À la lumière de ces annonces et des récentes données macroéconomiques, les attentes du marché concernant des baisses de taux de la Fed se sont atténuées, et les taux américains et européens sont nettement remontés. Nous considérons les points actuels comme tactiquement attractifs et avons augmenté nos scores sur les taux américains et européens. Nous maintenons une perspective positive sur les taux émergents et le portage du crédit Investment Grade, tout en restant prudents sur le dollar et les actions américaines.

ACTIONS EUROPÉENNES

Comme indiqué ci-dessus, cette semaine a été marquée par la publication des indices d'activité PMI en zone euro. L'activité manufacturière est ressortie plus faible que prévu (49,5 en septembre contre 50,7 attendu), tandis que le secteur des services a dépassé les attentes (51,4 contre 50,4 attendu). Outre-Atlantique, avant la publication des indices PCE, les chiffres finaux de la croissance du PIB pour le deuxième trimestre se sont révélés plus solides que prévu (+3,8 % contre une prévision de +3,3 %), suggérant une économie américaine plus résiliente qu'attendu. En conséquence, les taux souverains américains ont augmenté, tout comme le dollar, tandis que les anticipations de baisse des taux directeurs de la Fed se sont légèrement ajustées.

Les ventes de voitures neuves en Europe ont progressé de +5,3 % en août par rapport à l'année précédente, et pour la première fois en plus d'un an, **Stellantis** voit ses ventes européennes progresser selon les données publiées par l'Association des constructeurs européens d'automobiles. Il convient également de noter la hausse du secteur de la défense (**Hensoldt, Saab, Leonardo** ou **Rheinmetall**) sur fond de renforcement des tensions géopolitiques entre l'Ukraine et la Russie. En revanche, **ASM International** a abaissé son objectif de chiffre d'affaires pour le second semestre 2025 dans le sillage d'une faiblesse de la demande sur ses marchés finaux. Un message de prudence donc pour le secteur européen de la technologie, moins exposé que son homologue américain à la dynamique de l'intelligence artificielle. Le géant du bricolage **Kingfisher** a revu ses perspectives à la hausse après une publication trimestrielle bien meilleure qu'attendu, signal d'une consommation résiliente, notamment au Royaume-Uni. Dans le secteur pharmaceutique, **Roche** a débuté la semaine sous de bons auspices grâce à la présentation de résultats positifs pour le Giredestrant dans le traitement du cancer du sein avancé, ainsi que des avancées remarquables dans la transformation de la recherche et développement sous la nouvelle direction. Enfin, **Alstom**, la multinationale du secteur des transports, profite de solides commandes au deuxième trimestre, particulièrement stimulées par les États-Unis, générant ainsi un flux de trésorerie robuste pour le second semestre. La direction devrait confirmer la réalisation des objectifs annuels et de moyen terme.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés américains ont terminé en retrait cette semaine : le S&P 500 a reculé de 0,89 % et le Nasdaq 100 de 0,93 %, contrastant avec la tendance haussière observée lors des semaines précédentes. Ce repli s'explique en partie par la vigueur inattendue des données économiques, qui a modifié les anticipations de politique monétaire. Le PIB du T2 a été révisé à la hausse à +3,8 % sur l'année et les inscriptions hebdomadaires au chômage ont diminué à 218 000, contre 232 000 la semaine passée. Ces chiffres ont conduit les investisseurs à réduire la probabilité de deux baisses de taux de 25 points de base d'ici fin 2025 à 60 %.

Sur le plan politique, Donald Trump a signé un décret officialisant la vente des activités américaines de **TikTok** à un consortium d'investisseurs. En toile de fond plane le risque dans les prochaines semaines de « *shutdown* » et a fortiori de paralysie budgétaire, faute d'entente entre les démocrates et les républicains au Congrès.

Le secteur de la santé a enregistré la moins bonne performance de la semaine, impacté par des discussions autour de potentiels droits de douane supplémentaires. Bien que ces augmentations restent pour l'instant très incertaines, elles pourraient éventuellement affecter les dispositifs médicaux et les médicaments de marque importés aux États-Unis. De nouvelles taxes viseront également les poids lourds et le mobilier.

Du côté de la consommation discrétionnaire, **CarMax** est en retrait de 22 % après des résultats marqués par un repli des ventes et un affaiblissement de son activité financière. Les valeurs technologiques ont aussi pesé : **Oracle** (-5,6%) et **Micron Technology** (-3,6%) ont reculé sous l'effet de prises de bénéfices. À l'inverse, **Intel** (+14,9%) a poursuivi son rebond après des informations sur une possible entrée d'**Apple** à son capital. **Nvidia** a annoncé un investissement pouvant atteindre 100 milliards de dollars dans **OpenAI**, une opération qui alimente le débat sur la « circularité » de ces flux financiers, les fonds injectés par **Nvidia** servant in fine à acheter ses propres puces, ce qui pourrait accentuer le risque de bulle dans l'IA.

Dans l'industrie, **Boeing** a profité d'une commande de 75 B787 par **Turkish Airlines**, et **General Dynamics** d'un contrat informatique de 1,5 milliard de dollars.

Dans la santé, **Pfizer** a annoncé un projet d'acquisition de **Metsera**, start-up spécialisée dans la perte de poids, tandis que **GE Healthcare** (-4,6%) a été affecté par l'ouverture d'une enquête américaine sur les importations d'équipements médicaux. Enfin, l'or poursuit sa trajectoire ascendante cette semaine, atteignant des niveaux historiques et se consolidant autour de 3 750 dollars l'once.

MARCHÉS ÉMERGENTS

L'indice MSCI EM a clôturé la semaine quasiment inchangé, affichant une légère hausse de 0,24 % en USD ce jeudi. Taïwan et la Corée ont surperformé les autres marchés, progressant respectivement de 1,63 % et 1,17 %. Le Mexique et la Chine ont également enregistré une hausse de 0,75 % et 0,56 %. En revanche, l'Inde a subi la plus forte baisse, reculant de 2,69 %, suivie par le Brésil (-0,88 %).

En **Chine**, la banque centrale a maintenu le taux préférentiel des prêts (LPR) inchangé en septembre, comme prévu. Trump a signé un décret approuvant l'accord **TikTok**, qui permettra à l'application de continuer à fonctionner aux États-Unis via une co-entreprise détenue majoritairement (>80 %) par des intérêts américains. Le prix proposé de 14 milliards de dollars est bien inférieur à l'évaluation précédente de 40 milliards de dollars. Xi Jinping et Donald Trump doivent se rencontrer lors du sommet de l'APEC en Corée à la fin du mois d'octobre. Le président Xi s'est engagé lors du sommet des Nations Unies sur le climat à multiplier par

six la capacité éolienne et solaire d'ici 2020 sur une période de dix ans. Le MOFCOM prévoit d'augmenter l'offre pour la consommation numérique et de soutenir les activités de diffusion en direct. Le PDG d'**Alibaba** a annoncé son intention d'augmenter les investissements dans l'IA au-delà de 50 milliards de dollars au cours des trois prochaines années. **Berkshire Hathaway** a confirmé s'être complètement retiré de **BYD**.

Taiwan a suspendu les contrôles à l'exportation de puces électroniques qui avaient été imposés à l'Afrique du Sud, signe que l'État n'est pas à l'aise avec l'idée d'utiliser cette technologie clé comme arme dans les différends diplomatiques.

En **Corée**, **Samsung** envisagerait d'augmenter les prix contractuels des puces mémoire de 5 à 30 % au quatrième trimestre 2025. La branche fintech de **Naver** est en pourparlers avec **Dumanu**, l'opérateur de la plus grande bourse de cryptomonnaies de Corée du Sud, **Upbit**, en vue d'une éventuelle fusion.

En **Inde**, le secteur des services informatiques reste sous pression, l'administration Trump ayant proposé de supprimer le système de loterie des visas H1B et d'introduire une sélection basée sur les salaires pour l'octroi des visas. Les prévisions de croissance organique plus faibles d'**Accenture** ont pesé sur les actions des services informatiques indiens. Le gouvernement envisagerait d'augmenter la limite des investissements étrangers dans les banques publiques, actuellement fixée à 20 %. Sur le plan géopolitique, le président Trump a annoncé qu'il imposerait des droits de douane de 100 % sur les produits pharmaceutiques de marque ou brevetés à compter du 1^{er} octobre, à moins qu'une entreprise n'investisse aux États-Unis. Cela suggère que les médicaments non brevetés (génériques) sont exemptés. Le conseil d'administration d'**Airbus** se réunira à Delhi, marquant ainsi l'essor de l'Inde dans le domaine de l'aviation. Cette réunion souligne le rôle stratégique de l'Inde pour Airbus.

En **Indonésie**, la coulée de boue meurtrière de la mine de Grasberg réduira la production de cuivre et d'or à court terme, avec un retour potentiel à la normale au plus tôt en 2027.

En **Pologne**, les ventes au détail ont diminué en août, passant de 4,8 % en juillet à 3 %, en raison de la baisse des prix des denrées alimentaires.

Au **Mexique**, **Citibank** a vendu 25 % de sa participation dans **Banamex** à l'homme d'affaires local Fernando Chico Prado. Banxico (banque centrale du Mexique) a réduit son taux d'intérêt de 25 points de base à 7,50 %, laissant présager d'autres baisses à venir. Le fournisseur de centres de données **CloudHQ** va investir 4,8 milliards de dollars dans un centre de données IA dans l'État mexicain de Querétaro.

Au **Brésil**, le Président Lula devrait s'entretenir avec Donald Trump la semaine prochaine. Selon Bloomberg News, l'un des principaux sujets abordés sera celui des minéraux critiques.

Concernant l'**Argentine**, les États-Unis ont offert un large soutien au pays. La Banque mondiale a en effet accéléré son aide au gouvernement Milei, s'engageant à déployer 4 milliards de dollars sur les 12 milliards d'aide déjà prévus au cours des prochains mois.

DETTES D'ENTREPRISES

La résilience de l'économie américaine, illustrée par la forte révision à la hausse du PIB au deuxième trimestre, de 3,3 % à 3,8 %, et l'amélioration des demandes initiales d'allocation chômage, aurait pu soutenir les marchés financiers. Cependant, la reprise des hostilités commerciales avec une nouvelle vague de droits de douane sur un large éventail de produits

importés, notamment les médicaments, ajoute une nouvelle dose d'incertitude. Le marché du crédit termine ainsi la semaine avec une performance relativement stable sur l'ensemble des segments (Euro Investment Grade : -0,1 %, Euro High Yield : 0 % ; Euro Hybrides : +0,1 %, Euro CoCos : 0 %), malgré une tendance haussière des taux souverains.

Néanmoins, l'activité sur le marché primaire demeure dynamique, et la demande reste solide avec des carnets d'ordres bien remplis, témoignant d'un intérêt toujours prononcé pour le crédit. Le segment du High Yield européen a connu l'une de ses semaines les plus chargées avec près d'une quinzaine d'émissions, totalisant 7,2 milliards d'euros en l'espace de sept jours. On relève notamment le placement privé de **Kiloutou** pour 200 millions d'euros afin de financer des acquisitions, ou encore l'émission de 800 millions d'euros à échéance 2031 du pétrochimiste **Ineos**, assortie d'un coupon de 7,25 %. Sur les financières, **Generali** est venu avec une primo émission RT1 de 500 millions d'euros, assortie d'un coupon de 4,75 %, avec un carnet d'ordres de 6,5 milliards d'euros pour une prime d'émission initiale de 5,375 %. Enfin, les hybrides corporate ont enregistré un volume d'activité conséquent en USD, comme en témoignent les émissions de dette perpétuelle d'**American Electric Power** et d'**Alliant Energy**. La demande reste soutenue en Europe sur ce segment, comme le reflète l'émission d'**Alliander PERP** pour un coupon de 4,125 %, soit un resserrement de 80 points de base par rapport à la prime d'émission initiale.

Achévé de rédiger le 26/09/2025.

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 durée 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).
- CTA : stratégie quantitative qui investit principalement via des contrats à terme (futures) dans une vaste palette d'actifs financiers : Indices Actions, Taux Courts, Taux Longs, Devises, Matières Premières

- Le terme “Quantitative Easing” désigne un type de politique monétaire dit non conventionnel auquel peuvent avoir recours les banques centrales dans des circonstances économiques exceptionnelles.
- Un « stress test » est une techniques destinée à évaluer la résistance d’institutions financières.
- L’indice PMI, pour “Purchasing Manager’s Index” (indice des directeurs des achats), est un indicateur permettant de connaître l’état économique d’un secteur.
- Coco (contingent convertible bonds) : format de dette subordonnée.
- Mortgage : une hypothèque est un instrument financier de garantie d’une dette.
- Les AT1 font partie d’une famille de titres de capital bancaire connus sous le nom de convertibles contingents ou «Cocos». Convertibles parce qu’elles peuvent être converties d’obligations en actions (ou dépréciées entièrement) et contingentes parce que cette conversion ne se produit que si certaines conditions sont remplies, comme la solidité du capital de la banque émettrice tombant en dessous d’un seuil de déclenchement prédéterminé.
- Les RT1 : souches obligataires perpétuelles avec un rappel anticipé possible à 10 ans. Le paiement des coupons est discrétionnaire et non cumulatif.

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