

# POINT CONJONCTURE

MAI 2025



15, Rue de la Fontaine – 1204 GENEVE

Site internet : [www.asset-ms.ch](http://www.asset-ms.ch)

Tel : + 41 22 73 13 263

Société de gestion agréée par la FINMA le 9 février 2022

## Situation Macroéconomique

### LE DOLLAR EST SUREVALUE SELON STEPHEN MIRAN

Selon Stephen Miran, conseiller économique de la Maison Blanche, le dollar est surévalué en raison de son statut de devise de réserve qui pousse les banques centrales et les investisseurs à acheter du dollar pour des motifs uniquement financiers.

Selon lui, la conséquence principale de ce dollar surévalué, est un déficit commercial élevé puisqu'un dollar fort réduit l'attractivité des produits américains dans le reste du monde. Il pense également que la désindustrialisation des Etats-Unis et le déficit commercial sont liés et que l'économie américaine est devenue une économie de services et de propriété intellectuelle.

Face à ce constat, il souligne que des pays comme la Chine et la Russie investissent massivement dans leur outil de production.

Selon lui, les Etats-Unis doivent :

- mener une politique tarifaire plus agressive
- contraindre les pays « alliés » à vendre leurs avoirs en obligations d'Etat américaines et / ou les remplacer par des obligations à 100 ans du Trésor américain.

Les conseillers économiques de Trump veulent réindustrialiser les Etats-Unis, réduire le déficit commercial et faire baisser le dollar. Le « mix » paraît difficile à réaliser et les moyens pour y parvenir peuvent entraîner de nombreuses perturbations sur les marchés.

### EUROPE

Les mesures de relance budgétaire annoncées par le nouveau gouvernement de Friedrich Merz devraient avoir un effet positif sur l'économie Allemande, ceci est indéniable ; cependant le délai de transmission sur l'ensemble de l'économie par un effet de ruissellement est difficile à évaluer.

### ETATS-UNIS : RISQUE DE RECESSION ACCRU ?

#### Croissance du PIB à travers le monde

	2024	2025	2026	2027
Monde	3,3%	2,6%	2,8%	3,0%
Etats-Unis	2,8%	1,8%	1,5%	2,1%
Zone Euro	0,9%	0,8%	1,2%	1,4%
Royaume uni	1,1%	0,9%	1,2%	1,5%
Chine	5,0%	4,2%	4,2%	4,1%

Source Bloomberg / consensus

#### Perspectives d'inflation

	2024	2025	2026	2027
Monde	5,7%	3,9%	3,5%	3,2%
Etats-Unis	3,0%	3,2%	2,8%	2,4%
Zone Euro	2,4%	2,1%	1,9%	2,0%
Royaume uni	2,5%	3,1%	2,3%	2,0%
Chine	0,2%	0,4%	1,0%	1,5%

Source Bloomberg / consensus

Au premier trimestre, le PIB américain a reculé de 0,3%, le premier chiffre négatif depuis 2022. Cela s'explique par une forte progression des importations (+41,3%) et une consommation mois forte que prévue (+1,8% la progression la plus faible depuis 2023).

Le secrétaire d'Etat aux Finances Scott Bessent considère que les tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine devraient s'apaiser. Des droits de douane additionnels de 145% mis en place par l'administration américaine et ceux de 125% décidés par la Chine en représailles sont équivalents à un embargo commercial ce qui n'est pas une situation tenable. La Chine, l'Europe et la Grande Bretagne essaient de défendre une économie mondiale ouverte.

Scott Bessent, qui est considéré comme une force de modération dans l'entourage du président des Etats-Unis, a suivi les mouvements erratiques des marchés obligataires et du dollar, suite aux annonces de droits de douane et il est très conscient des besoins de refinancement annuels considérables des Etats-Unis sur les marchés obligataires.

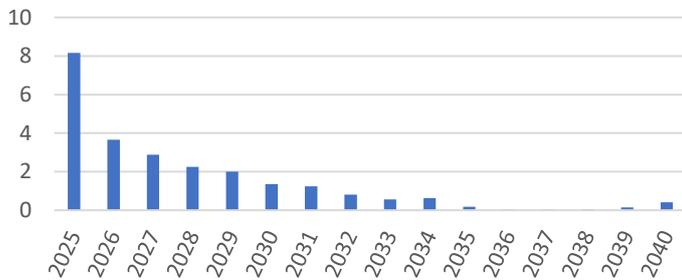
## Les marchés de taux

### L'INFLATION : BAISSÉ INSUFFISANTE POUR CONVAINCRE LA FED

Pour le Trésor américain comme pour la FED il convient d'éviter tout dérapage des taux longs alors que **les Etats-Unis font face à des besoins de refinancement** de leur dette très élevés. (Le montant de la dette atteint USD 36.000 milliards). Le pic de refinancement en 2025 intervient alors que les rendements obligataires sont en hausse ce qui va entraîner mécaniquement une dégradation du déficit budgétaire.

Montant de la dette publique US arrivant à échéance

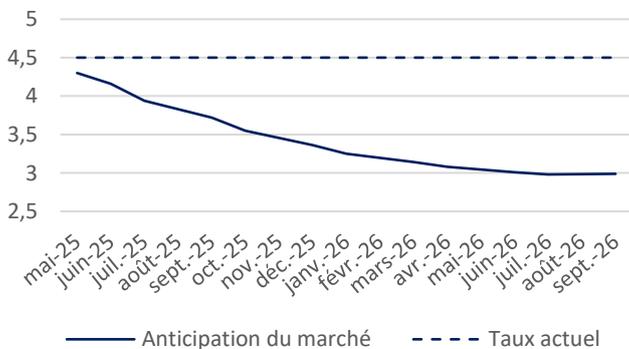
par années, en trillions de dollars



Lors de sa réunion de mars, la FED a revu à la baisse ses prévisions de croissance mais aussi revu à la hausse ses prévisions d'inflation. (la hausse des prix s'est maintenue à +2,5% pour février)

Aux **Etats-Unis**, le marché anticipe 2 baisses de taux de la FED d'ici la fin de l'année.

Anticipation des taux directeurs aux Etats-Unis



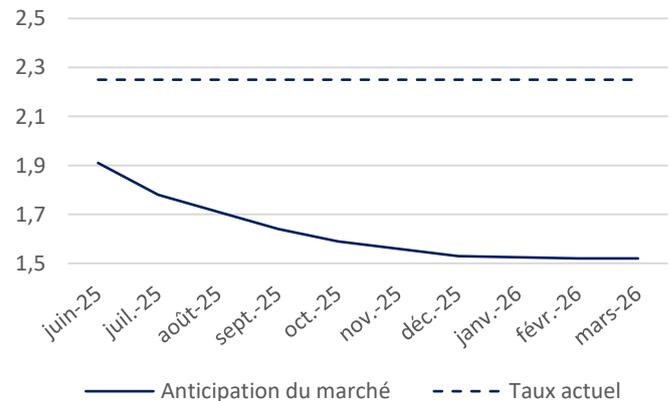
### EN EUROPE : BAISSÉ DES TAUX DANS UN ENVIRONNEMENT DE CROISSANCE FAIBLE

L'Allemagne reste la plus grande économie de la zone Euro et sa situation reste toujours très difficile. L'inflation semble être désormais sous contrôle et nous pensons que la BCE devrait procéder à plusieurs baisses de taux d'ici la fin de l'année 2025.

Les pays d'Europe du Sud ont amélioré leurs conditions de refinancement sur les marchés obligataires : l'Italie vient de gagner un cran à BBB+, l'Espagne et le Portugal ont des taux souverains à 10 ans inférieurs à ceux de la France ; la Grèce est à nouveau « investment Grade » chez Moody's. La France voit ses conditions de refinancement se dégrader par rapport à ses voisins d'Europe du Sud.

La BCE devrait encore abaisser ses taux directeurs d'ici la fin de l'année 2025 vers 1,50% - 1,75%.

Anticipation des taux directeurs en zone Euro



Pour les obligations d'entreprises, nous favorisons les secteurs les moins touchés par la politique commerciale (même si beaucoup de secteurs seront touchés indirectement) en raison de leur présence très locale, comme les télécoms ou l'assurance.

## Les marchés actions

### LES RESULTATS DU 1<sup>er</sup> TRIMESTRE

Les actions américaines ont majoritairement publié des résultats supérieurs aux attentes - 76% des entreprises du S&P 500 ont publié des bénéfices supérieurs aux attentes du consensus.

En Europe, la surprise est moins positive, seules 42% des entreprises du Stoxx 600 ont publié un chiffre d'affaires supérieur aux attentes.

En revanche, des deux cotés de l'atlantique, une majorité d'actions affichent des chiffres d'affaires et des bénéfices en hausse.

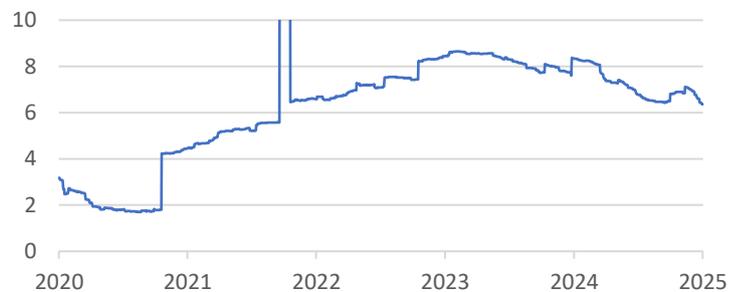
			S&P 500	Stoxx 600
Surprise vs consensus	Chiffre d'affaires	+	49%	42%
		=	21%	18%
		-	30%	40%
	Bénéfices	+	76%	52%
		=	4%	9%
		-	20%	39%
Croissance	Chiffre d'affaires	+	69%	66%
		=	4%	7%
		-	27%	27%
	Bénéfices	+	68%	58%
		=	2%	4%
		-	30%	38%

### LE SECTEUR DU LUXE : UN NOUVEL ENVIRONNEMENT

Le secteur est fragilisé par une conjonction d'éléments défavorables : la situation économique en Chine et les tensions géopolitiques. Kering et LVMH ont vu leurs résultats baisser sensiblement (la marque Gucci est très exposée au marché Chinois et Gucci représente 50% des ventes de Kering) ; en revanche, les marques plus haut de gamme comme Hermès ou Ferrari continuent d'afficher des résultats en croissance.

La génération Y (personnes nées entre 1980 et 1990) représente approximativement les trois quarts des consommateurs de luxe. Les grandes marques doivent en conséquence s'adapter à cette clientèle qui utilise des plateformes digitales pour effectuer ses achats et qui n'hésitent pas à acheter des produits de seconde main.

Anticipations de bénéfices par action des entreprises européennes du luxe



### LE SECTEUR DE L'ENERGIE IMPACTE PAR LE NOUVEL ENVIRONNEMENT GEOPOLITIQUE

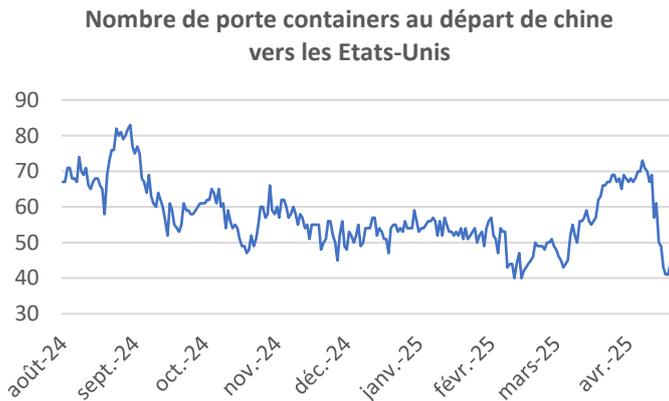
Le secteur pétrolier a été pénalisé par la baisse du prix du baril, consécutive au probable ralentissement économique lié à la guerre commerciale. Le pétrole est en baisse de 15% depuis le début de l'année. Aux Etats-Unis, 60% des entreprises du secteur ont publié un chiffre d'affaires et des bénéfices en baisse au premier trimestre. En Europe, l'impact est similaire. Les droits de douanes sur l'acier, l'aluminium ou les équipements industriels augmentent les coûts de production et d'investissement pour les entreprises du secteur.

La Chine, l'Inde et l'Asie du Sud Est restent des relais de croissance solides pour ce secteur d'activité, portés par une classe moyenne en forte expansion. Les mesures de relances en Chine pourraient soutenir la consommation. Rappelons que le consommateur Chinois représente près de 30% des ventes de produits de luxe.

## Les marchés actions (suite)

### CHINE : LA RISPOSTE DE LA CHINE

Face à l'offensive commerciale américaine d'augmenter les droits de douane sur les importations Chinoises, la Chine devrait réagir en lançant de nouvelles mesures de relance pour stimuler sa consommation intérieure et diversifiera ses exportations vers d'autres pays voisins et vers l'Europe.



Les secteurs de l'économie Chinoise qui seront les plus affectés par cette guerre commerciale qui ne fait que commencer seront très certainement :

- Les produits à faible marge – industrie du jouet – vêtements
- Les appareils électroménagers
- L'électronique

Rappelons qu'en 2024, les exportations Chinoises vers les Etats-Unis se sont élevées à USD 525 milliards alors que les importations chinoises en provenance des Etats-Unis ne représentaient que USD 164 milliards.

L'Asie est affectée dans son ensemble ; le consensus général est que la plupart des pays d'Asie peuvent s'adapter à des droits de douane de 10% mais au-delà cela constitue une menace sérieuse pour nombre d'entreprises.

Nous restons confiants sur le fait que des accords commerciaux finiront par être conclus à des niveaux plus élevés que ceux en vigueur actuellement, mais raisonnables.

Si les biens Chinois bon marché se déversent ailleurs qu'aux Etats-Unis, cela aura pour effet de tirer l'inflation vers le bas, sauf aux Etats-Unis mais représentera une menace pour les producteurs nationaux.

### LES INVESTISSEURS VONT-ILS REDUIRE LEUR EXPOSITION AUX ACTIONS AMERICAINES ?

Les actifs financiers américains ont toujours été privilégiés par les investisseurs européens ou asiatiques. Aujourd'hui tous les investisseurs se posent la même question : notre exposition au marché américain n'est elle pas trop importante ? Quelle est l'allocation raisonnable qu'un investisseur non-américain doit avoir sur ce marché ?

La réponse est pour la plupart des investisseurs qu'il convient de se rapprocher de la contribution des différentes régions géographiques au PIB mondial afin de déterminer la meilleure allocation. Nous ne le pensons pas ; le marché américain, en dehors du dynamisme de ses entreprises présente les avantages d'un marché liquide et bien régulé.

Nous devons cependant analyser de près les grands mouvements de réallocation d'actifs qui sont initiés par les fonds souverains et les grands fonds de pension non-américains à l'égard des actifs américains.

MICROSOFT a annoncé des résultats records grâce à sa division Azure cloud computing ; en revanche APPLE et AMAZON sont aujourd'hui les grands perdants de la guerre tarifaire initiée par le président des Etats-Unis. Lors de la présentation des résultats, Tim Cook n'a pas réussi à rassurer les investisseurs sur les conséquences de la guerre tarifaire sur les résultats de sa société.

META et ALPHABET ont souffert du brutal ralentissement des dépenses publicitaires de Chine.

Performances des marchés actions depuis le début de l'année 2025	
<b>Action Etats-Unis</b>	
S & P 500	-5,31%
Dow Jones	-4,41%
Nasdaq Comp.	-9,65%
<b>Actions Europe</b>	
Eurostoxx 50	5,40%
Stoxx 600	3,97%
<b>Actions Europe par pays</b>	
DAX	13,00%
CAC 40	2,89%
FTSE 100	1,20%
IBEX 35	16,60%
MIB	10,00%
SMI	4,85%
<b>Actions Asie</b>	
NIKKEI 225	-9,65%
Shanghai Composite	0,98%

Performances des indices obligataires depuis le début de l'année 2025	
US Corporates	2,27 %
European Corporates	1,08%
US High Yield	0,98%
European High Yield	0,63%
EM Aggregate \$	2,29%
Convertible Bonds \$	0,17%

Données au 30 avril 2025

Rendement des obligations d'états					
Devise	Pays	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans
Dollars US	Etats-Unis	3,60%	3,72%	3,92%	4,15%
Euro	Allemagne	1,68%	1,98%	2,16%	2,44%
	Portugal	1,74%	2,23%	2,57%	3,00%
	Espagne	1,88%	2,35%	2,60%	3,11%
	France	1,84%	2,39%	2,77%	3,17%
Livre Sterling	Italie	1,98%	2,71%	3,04%	3,56%
	Royaume-Uni	3,79%	3,91%	4,06%	4,43%

Indices PMI							
		Mars	Avril			Mars	Avril
France	Manuf.	48,5	48,2	Etats-Unis	Manuf.	50,2	50,7
	Services	47,9	46,2		Services	54,4	51,4
	Composite	48,0	47,3		Composite	53,5	51,2
Allemagne	Manuf.	48,3	48,0	Chine	Manuf.	51,2	50,4
	Services	50,9	48,8		Services	51,9	
	Composite	51,3	49,7		Composite	51,8	
Zone Euro	Manuf.	48,6	48,7				
	Services	51,0	49,7				
	Composite	50,9	50,1				

Inflation « Headline »			Inflation « Core »	
		Sur un an glissant	Sur un an glissant	
Etats-Unis	2,4	France	0,8	
Chine	-0,1	Allemagne	2,2	
Zone Euro	2,2	Zone Euro	2,4	
Allemagne	2,1	Etats-Unis	2,8	
France	0,8	Chine	0,8	

## EN CONCLUSION

L'annonce des hausses de droit de douane a eu pour conséquence une forte hausse de l'or, une baisse brutale du dollar, une correction sur les marchés actions et une forte volatilité sur les marchés de taux. Les obligations émises en USD par le trésor américain ont jusqu'à présent été la valeur refuge par excellence en cas de crise (2008 par exemple). La donne a désormais changé. La politique du président Trump a provoqué une crise de confiance vis-à-vis des Etats-Unis. En effet, les marchés obligataires ne se préoccupent pas uniquement de l'inflation ; le dérapage du déficit budgétaire associé à une croissance économique qui ralentit **pose le problème du refinancement de la dette américaine** alors même que le déficit explose.

Face à ces incertitudes, l'or a tout naturellement joué son rôle de valeur refuge ainsi que le Franc Suisse.

Le refinancement de cette dette américaine à des taux d'intérêt plus élevés pourrait forcer la FED à adopter des mesures d'assouplissement monétaire.

La promesse électorale de D. Trump de « re-shoring » ou relocaliser les emplois industriels n'est pas nouvelle puisque c'était également le programme de J. Biden. La différence est une différence dans la méthode ; avec D. Trump, la méthode est plus brutale, il veut réaliser cette réindustrialisation rapidement et si nécessaire au détriments des pays partenaires historiques des Etats-Unis.

Rédigé le 30 avril 2025

## RESUME DE LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Dans un contexte de défiance vis-à-vis des Etats-Unis, nous pensons que l'Euro pourrait attirer davantage d'investisseurs internationaux. Bien que l'Euro soit loin de supplanter le dollar, les investisseurs internationaux qui pourraient être tentés d'effectuer leurs transactions commerciales dans leurs devises en remplacement du dollar.

A défaut d'émettre de la dette « commune » - les pays d'Europe du Nord restent malheureusement encore réticents à cette idée -, les investisseurs vont probablement acheter des emprunts d'Etats des pays d'Europe du Sud dont la situation économique s'est améliorée. Pour notre part, **nous restons toujours exposés aux obligations d'entreprises** de type « Investment Grade » libellées en Euro. Nous pensons que le marché obligataire n'a pas intégralement pris en compte les risques de ralentissement en Europe sur l'ensemble de la courbe des taux ; **nous privilégions les maturités de 5 ans – 7 ans** qui devraient bénéficier de la baisse des taux.

**Nous restons à l'écart des dettes de pays émergents** fortement exposés aux Etats-Unis.

La réorganisation des chaînes d'approvisionnement mondiales déclenchée par l'administration américaine ne se fera pas sans heurts. Il faudra du temps aux Etats-Unis pour reconstituer leurs capacités industrielles - s'ils y parviennent. La réorganisation des plateformes de production, d'assemblage et de distribution menace l'efficacité même du commerce mondial. Nous devons désormais analyser les entreprises qui seront le plus affectées et celles qui seront épargnées.

## Informations importantes

*Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle, Il est remis à son destinataire à titre d'information,*

*Les éléments qui figurent sur ce document sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer une garantie de performance,*

*Ce document a été préparé par les équipes d'AMS – Asset Management Services sur la base d'informations de sources publiques,*

*Les analyses qui figurent dans ce document ne sauraient être interprétées comme des recommandations d'investissement de la part d'AMS,*

## Lexique

- *L'indice des prix à la consommation « IPC » mesure la variation moyenne des prix des produits consommés par les ménages,*
- *L'indice des Prix de Base de la Consommation « PCE » mesure la variation des prix des biens et services achetés par les particuliers hors produits alimentaires et énergétiques,*
- *« L'Indice PMI » signifie « Purchasing Manager's Index » ; c'est une enquête effectuée auprès des directeurs des achats dans les grandes entreprises qui permet de mieux apprécier la situation économique d'un secteur d'activité,*
- *Les obligations « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement est considéré comme très faible (AAA) à modéré (BBB-) selon par exemple la notation de Standard&Poor's,*
- *Les obligations « High Yield » sont des obligations émises par des entreprises présentant un risque de défaut plus élevé que les obligations « Investment Grade » ; en contrepartie, elles offrent généralement un coupon plus élevé aux investisseurs,*
- *La « duration » correspond à la durée de vie moyenne d'une obligation actualisée de tous les flux (paiement des intérêts et remboursement du 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 ; le spread pour la dette française est par exemple l'écart de rentabilité entre l'OAT Français et le Bund Allemand à même maturité ; pour une entreprise le « spread » mesure l'écart de taux avec celui de la dette souveraine de son Etat d'origine,*