

POINT CONJONCTURE

JUIN 2025

AMS

ASSET MANAGEMENT SERVICES



15, Rue de la Fontaine – 1204 GENEVE

Site internet : www.asset-ms.ch

Tel : + 41 22 73 13 263

Société de gestion agréée par la FINMA le 9 février 2022

Situation Macroéconomique

UNE NOUVELLE DEFIANCE VIS-A-VIS DES ETATS-UNIS

Le lancement d'une guerre commerciale contre le reste du monde aura certes pour effet la réduction du déficit commercial américain, mais à quel prix ? Plus d'inflation aux Etats-Unis, une réduction probable de la consommation et un accroissement du déficit budgétaire, conséquence inévitable et mécanique d'un ralentissement de l'activité. Les Etats-Unis vont-ils rentrer en récession ?

Pour les investisseurs, la question se pose de savoir si la place des Etats-Unis dans les portefeuilles obligataires et actions ne doit pas diminuer. Défiance vis-à-vis du dollar et défiance vis-à-vis d'un endettement qui ne fait que s'aggraver.

Le mouvement qui s'amorce vis-à-vis du principal marché financier dans le monde pourrait-il provoquer des mouvements importants sur les marchés ?

L'EUROPE VA-T-ELLE BENEFICIER DU PLAN DE RELANCE ALLEMAND ?

L'Allemagne va redevenir sans aucun doute la locomotive de l'économie Européenne avec ses multiples plans de relance et sa décision de porter son déficit public à 4% - 4,5%. Ces décisions, initiées par le nouveau Chancelier Friedrich Merz, auront très vraisemblablement un effet très positif sur l'économie Allemande dans les 3 à 4 prochaines années mais aussi sur les autres économies européennes.

L'ampleur de ce plan pour le développement des infrastructures et de l'industrie de défense est sans précédent – il représente Eur 500 milliards sur une période de 12 ans. Le plan de relance allemand va se porter principalement sur la défense, mais aussi moderniser les infrastructures rail, routes, énergie renouvelable, mais aussi dans l'intelligence artificielle (5 Milliards d'€), le quantique (2 Milliards €) et la digitalisation, autant de domaines qui vont profiter à l'industrie.

ETATS-UNIS : RISQUE DE RECESSION ACCRU ?

Croissance du PIB à travers le monde

	2024	2025	2026	2027
Monde	3,3%	2,7%	2,8%	3,0%
Etats-Unis	2,8%	1,4%	1,5%	2,0%
Zone Euro	0,9%	0,8%	1,1%	1,5%
Royaume uni	1,1%	1,0%	1,1%	1,5%
Chine	5,0%	4,5%	4,1%	4,0%
Inde	9,2%	6,3%	6,3%	6,5%

Source Bloomberg / consensus

Perspectives d'inflation

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

Source Bloomberg / consensus

RETOUR EN GRACE DES PAYS EMERGENTS POUR LES INVESTISSEURS

La Chine et l'Inde seront à notre avis les bénéficiaires de cette politique protectionniste américaine. **La Chine a déjà une avance significative dans les secteurs technologique et de l'énergie renouvelable** et l'Inde devrait bénéficier de la relocalisation d'entreprises américaines sur son sol ; c'est en effet un pays qui connaît une croissance économique forte (5% à 6%) et qui dispose d'une main d'œuvre hautement qualifiée. Enfin, pour les américains, à la différence de la Chine, l'Inde est considéré comme un pays « ami ».

Les marchés de taux

LA NOTE DES ETATS-UNIS ABAISSEE

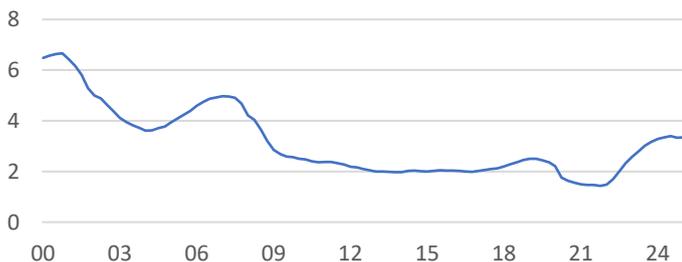
Le vendredi 16 mai, l'agence Moody's a abaissé la note de la dette américaine à Aa1. Le ratio dette publique / PIB devrait fortement progresser dans les cinq prochaines années de 98% à 125% et le déficit public pourrait également faire un bond de 6,4% à près de 9% en 2035 selon Moody's.

La question que se pose les investisseurs comme les agences de notation est la suivante : cette forte progression de la dette est-elle soutenable ? **En 2024, la charge des intérêts sur la dette publique américaine s'est élevée à USD 880 milliards** ; or la majorité de la dette publique a été émise lorsque les taux étaient encore bas. Aujourd'hui, les taux souverains américains à 10 ans sont à plus de 4,5% et les taux à 30 ans ont dépassé 5%. La conclusion est que la charge de la dette ne peut que progresser dans les années à venir.

Les Etats-Unis supporteront sans difficulté cette forte progression de la charge de la dette si l'économie poursuit sa trajectoire de croissance. L'équipe de Scott Bessent, le Secrétaire d'Etat au Trésor, considère que les efforts de dérégulation de l'économie devraient produire rapidement leurs effets sur la croissance qui pourrait dépasser 3% dans les trois prochaines années. Ils considèrent que la réduction des dépenses publiques devrait également produire ses effets rapidement.

Sur le marché des emprunts d'Etat américains, on constate cependant que la demande d'investisseurs « non américains » a tendance à s'effriter en passant de 70% à moins de 60% sur la dernière adjudication. Les tensions géopolitiques vont par ailleurs limiter les achats étrangers d'obligations américaines (Chine – Inde – Russie) à l'avenir. Mais **le marché des « US Treasuries » restera le marché obligataire le plus liquide et le plus important en volume pour de nombreuses années encore.**

Coût annuel moyen de la dette souveraine US
(en %)



INQUIETUDE SUR L'INFLATION

Ces derniers mois, le marché considérait que la baisse des taux d'intérêt était inéluctable, conséquence de la chute de la croissance dans les économies développées, devant naturellement conduire à une baisse des taux des banquiers centraux.

Or, les taux longs américains comme les taux longs japonais ont connu des soubresauts ces derniers mois.

Les investisseurs obligataires sont en effet très attentifs aux risques d'inflation pouvant résulter :

- De tensions commerciales - mise en place de droits de douane élevés par les Etats-Unis et mesures de rétorsion des partenaires commerciaux
- Goulots d'étranglement sur les matières premières
- Restrictions sur les exportations de technologie

Dans le même temps, nous avons assisté à **une réduction de la taille du bilan des banques centrales dans le monde** ; les banquiers centraux sont moins enclins à soutenir les marchés obligataires par leurs achats d'obligations.

LE REFINANCEMENT DE LA DETTE PUBLIQUE

Trois évolutions majeurs à souligner :

- Les Banques Centrales réduisent leurs portefeuilles d'obligations souveraines ce qui modifie drastiquement la typologie des acheteurs : les investisseurs de dette souveraines sont plus sensibles aux prix.
- Les emprunts souverains « bruts » de la zone OCDE sont passés de USD 12.100 milliards en 2022 à USD 14.100 milliards en 2023 et à USD 15.800 milliards en 2024.
- Le coût des nouveaux emprunts dans la zone OCDE est passé de 1% en 2021 à 4% en 2023

Cependant, il convient de souligner que les ratios Dette/PIB sont restés relativement stables car les augmentations des emprunts sont compensées par l'impact de l'inflation sur le PIB nominal.

Les marchés actions

LA MISE EN GARDE DE LA BCE

La BCE, dans son rapport semestriel sur la stabilité financière publié le 21 mai, a souligné que les marchés actions et obligataires semblent être désynchronisés eu égard au contexte d'incertitudes géopolitiques et commerciales.

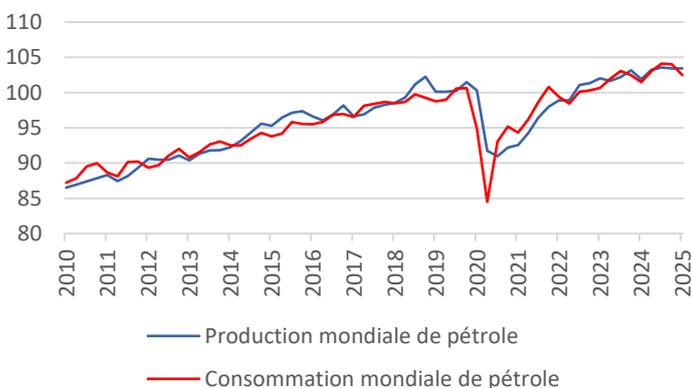
La BCE avertit que les investisseurs pourraient sous-estimer le risque que l'économie se porte moins bien que prévu, que les tensions commerciales s'intensifient et que l'assouplissement de la politique monétaire ne se concrétise pas.

LES COURS DU PETROLE ORIENTES A LA BAISSSE

Depuis quelques années, **la demande de pétrole** est plus faible en raison du ralentissement de la croissance Chinoise qui représente le premier marché d'importation. La transition énergétique entamée en Chine a pesé sur la demande.

Du côté de **l'offre de pétrole**, les pays producteurs continuent d'augmenter leur production en particulier les Etats-Unis avec le gaz de schiste. Le Brésil et le Canada augmentent également leur production entraînant un accroissement de l'offre globale.

Offre et demande de pétrole mondiale



En réduisant sa production pour essayer de maintenir les prix à un niveau satisfaisant, les pays de l'OPEP ont perdu des parts de marché significatives. Il semble qu'ils souhaitent désormais modifier cette stratégie perdante

en accroissant les volumes afin de financer une transition nécessaire de leurs économies pour les rendre moins dépendantes du pétrole.

Les tensions géopolitiques au Moyen Orient pourraient provoquer des sursauts de cours mais il est peu probable, dans un contexte d'excédent d'offre de voir les cours dépassés les \$70 d'ici la fin d'année

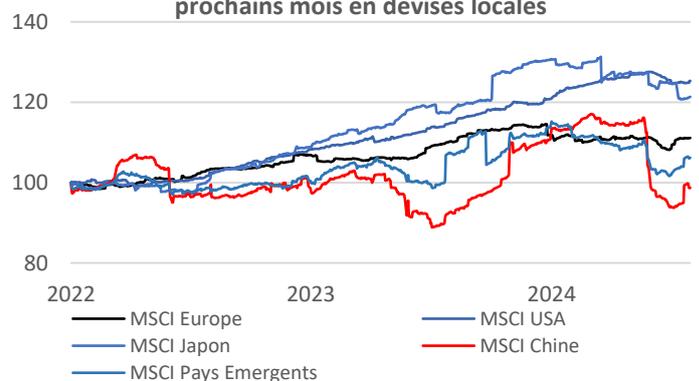
LE RETOUR EN GRACE DE L'EUROPE AUPRES DES INVESTISSEURS ?

A court terme, l'environnement monétaire joue en faveur de l'Europe ; l'inflation y est plus basse qu'aux Etats-Unis ce qui a permis à la BCE d'abaisser ses taux à 2,25% avec déjà trois baisses de taux depuis le début de l'année.

Les économies dynamiques des pays du sud – Italie – Espagne – Grèce et l'effort budgétaire massif décidé par l'Allemagne ont incité les investisseurs à revenir sur le marché des actions européennes.

Nous devons cependant souligner que l'année 2025 ne devrait pas être une bonne année sur le plan de la croissance bénéficiaire des sociétés européennes ainsi que le montre le graphique ci-dessous.

Evolution des estimations de bénéfices des 12 prochains mois en devises locales



Le risque le plus important pour les entreprises européennes et pour les marchés actions européens demeure la politique commerciale agressive de l'administration américaine. Même si des droits de

Les marchés actions (suite)

douane de 50% sur les produits de la zone euro semblent peu probables à l'issue des négociations, une taxation de 10% comme celle appliquée au Royaume Uni devrait entraîner des révisions à la baisse des perspectives bénéficiaires. Cet élément explique en grande partie la prudence des chefs d'entreprises sur leurs prévisions.

LE POTENTIEL CHINOIS REEVALUE ?

Les investisseurs perçoivent différemment le **potentiel du secteur de la technologie chinoise** depuis la révélation de DeepSeek, société produisant une IA comparable à celle de ChatGPT et surtout à moindre coût.

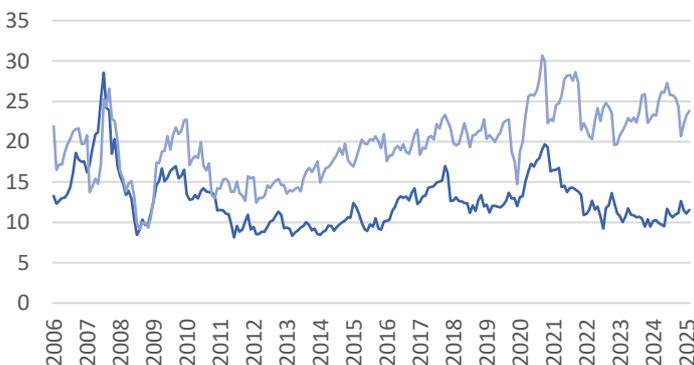
Sur le secteur de la transition énergétique, le système de recharge rapide de BYD pour ses voitures électriques reflète les efforts très importants de la Chine dans la recherche et le développement.

Enfin, la Chine a décidé d'assouplir sa politique budgétaire avec un objectif de 5% de déficit pour 2025 contre 4% en 2024. La politique monétaire est également assouplie ; par une baisse des taux de prise en pension de la PBC et par une réduction du ratio des réserves obligatoires pour les banques. L'inflation en Chine est inexistante, ce qui signifie que la PBC dispose d'une marge de manœuvre significative pour procéder à de nouvelles baisses de ses taux directeurs.

La valorisation du « marché actions » chinois est en dessous de la moyenne historique avec un PER de 11,5 X.

Dans la réallocation des portefeuilles des grands investisseurs internationaux, le marché Chinois, tout comme le marché indien devraient être les grands gagnants.

Valorisation des marchés Indiens et Chinois
(Prix/Bénéfice)



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

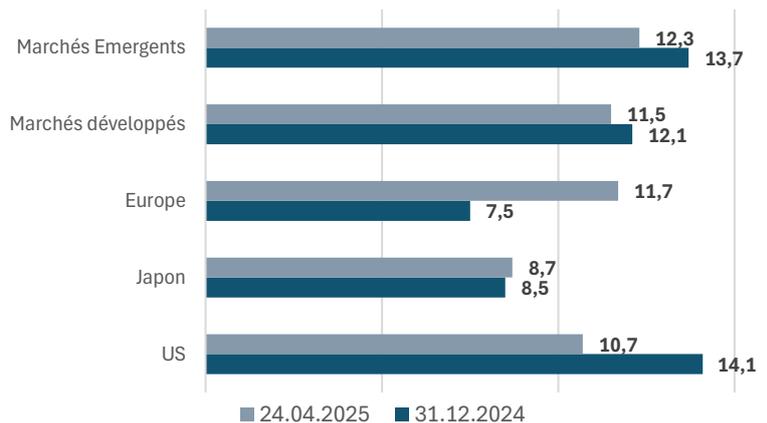
Les investisseurs vont devoir désormais intégrer des tarifs douaniers plus élevés dans les échanges internationaux. La demande de transport maritime a fortement chuté au cours du mois d'avril.

Au 1^{er} trimestre 2025, les résultats des entreprises américaines ont été bons avec des bénéfices en hausse et des chiffres d'affaires en progression (+4,1% sur un an). Mais beaucoup d'entreprises ont refusé de publier des projections de résultats en raison de l'incertitude sur la politique tarifaire de D. Trump.

Pour l'année 2025, le consensus sur les résultats des sociétés du S&P 500 a été révisé à la baisse de 3% au cours des quatre derniers mois. Les estimations de croissance des résultats sont actuellement à 10,7% pour 2025.

L'économie américaine reste la principale économie et son marché financier le plus profond et le plus liquide ; nous pensons que certains investisseurs vont effectuer un mouvement de diversification mais nous ne croyons pas à un basculement d'ampleur.

Les anticipations de résultats sont sous pression



Performances des marchés actions depuis le début de l'année 2025	
Action Etats-Unis	
S & P 500	1,06%
Dow Jones	0,08%
Nasdaq Comp.	1,88%
United States Actions Europe	
Eurostoxx 50	12,31%
Stoxx 600	10,75%
Actions Europe par pays	
DAX	20,51%
CAC 40	8,72%
FTSE 100	10,10%
IBEX 35	25,16%
MIB	20,94%
SMI	8,60%
Actions Asie	
NIKKEI 225	-3,92%
Shanghai Composite	1,22%

Performances des indices obligataires depuis le début de l'année 2025	
US Corporates	2,06 %
European Corporates	0,93%
US High Yield	2,72%
European High Yield	2,15%
EM Aggregate \$	2,93%
Convertible Bonds \$	3,11%

Données au 31 mai 2025

Rendement des obligations d'états					
Devise	Pays	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans
Dollars US	Etats-Unis	3,93%	4,00%	4,21%	4,44%
	Allemagne	1,79%	2,10%	2,26%	2,54%
Euro	Portugal	1,81%	2,29%	2,59%	3,00%
	Espagne	1,95%	2,40%	2,64%	3,12%
	France	2,10%	2,62%	2,81%	3,20%
Livre Sterling	Italie	2,01%	2,69%	3,08%	3,51%
	Royaume-Uni	3,92%	4,06%	4,30%	4,65%

Indices PMI							
		Avril		Mai			
		Avril	Mai			Avril	Mai
France	Manuf.	48,7	49,8	Etats-Unis	Manuf.	50,2	52,0
	Services	47,3	47,4		Services	50,8	52,3
	Composite	47,8	48,0		Composite	50,6	52,1
Allemagne	Manuf.	48,4	48,3	Chine	Manuf.	49,0	49,5
	Services	49,0	47,2		Services	50,4	50,3
	Composite	50,1	48,6		Composite	50,2	50,4
Zone Euro	Manuf.	49,0	49,4				
	Services	50,1	48,9				
	Composite	50,4	49,5				

Inflation « Headline »			Inflation « Core »		
		Sur un an glissant		Sur un an glissant	
Etats-Unis	2,3	France	0,8		
Chine	-0,1	Allemagne	2,2		
Zone Euro	2,2	Zone Euro	2,7		
Allemagne	2,1	Etats-Unis	2,8		
France	0,7	Chine	0,5		

EN CONCLUSION

Aux Etats-Unis, **les marchés actions ont été soutenus par les chiffres de l'emploi et par les résultats des entreprises.**

Sur le front obligataire, le budget américain a créé une tension sur les taux longs – au-delà de 4,50% pour le 10 ans et au-delà de 5% pour l'emprunt à 30 ans. Par ailleurs, les retards de paiement sur les cartes de crédit progressent ainsi que sur les crédits automobiles. Seul élément de réconfort, le chômage reste stable à un niveau bas (4,2%), les créations d'emploi pour avril ressortent à 177.000 et les salaires progressent. La dérive budgétaire a eu un impact sur les marchés obligataires mais l'impact reste pour l'instant limité sur les marchés actions.

Les enquêtes PMI du mois de mai ne sont pas bonnes et préfigurent une croissance plus faible de l'économie américaine au cours du 2^{ème} semestre de l'année.

Au cours de cette période de négociation sur les tarifs douaniers, les marchés vont rester volatiles et **à l'issue de ces négociations, l'impact sur l'économie mondiale sera négatif**, quel que soit le résultat final.

RESUME DE LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Nous privilégions toujours la poche obligataire pour nos portefeuilles. En raison des incertitudes sur l'évolution macro-économique qui se reflète par la prudence des entreprises dans leurs prévisions de résultats, nous restons sur des maturités moyennes 5 ans – 6 ans.

Nous privilégions les obligations émises par des entreprises et en particulier par les entreprises du secteur bancaire. En Europe, la situation financière des banques est suivie de près par les régulateurs, les bilans des banques sont solides et les perspectives d'activité sont bonnes en particulier pour les banques de réseaux. Ainsi nous avons fréquemment 50% d'obligations du secteur bancaire sur nos portefeuilles d'obligations d'entreprises.

Pour la partie investie en actions Nous attendons d'être mieux informé sur les décisions de l'administration américaine concernant les droits de douane, une fois établie nous réévaluerons le potentiel d'une exposition asiatique. En attendant nous favorisons les valeurs américaines domestiques peu exposées à la tech, plus que les européennes qui ont bénéficiés d'un regain dans les dernières semaines.

Aujourd'hui l'important est une diversification plutôt qu'une concentration géographique

Rédigé le 31 mai 2025

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 intérêt 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,*