

POINT CONJONCTURE

OCTOBRE 2025



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 MACRO-ECONOMIQUE

LES ETATS-UNIS AFFAIBLIS PAR LA POLITIQUE MIGRATOIRE DE L'ADMINISTRATION TRUMP

La croissance de l'économie américaine reste résiliente. Cependant, parmi les données préliminaires du mois de septembre, l'indice PMI manufacturier a reculé plus que prévu à 52 vs 52,2 anticipé. Le déficit de compétences s'est accentué avec la politique migratoire de l'administration Trump : plus de 900.000 travailleurs immigrés sont sortis du marché du travail aux Etats-Unis sur une période de 6 mois.

Le chômage n'augmente pas puisque les travailleurs étrangers sont remplacés par des américains. En revanche, cela crée des goulets d'étranglement dans l'agriculture et dans l'industrie. Les créations d'emploi sont en baisse significative comme le montre le graphique ci-dessous.

Etats-Unis | Créations d'emplois
En milliers, moyenne sur 3 mois
Source : Bloomberg



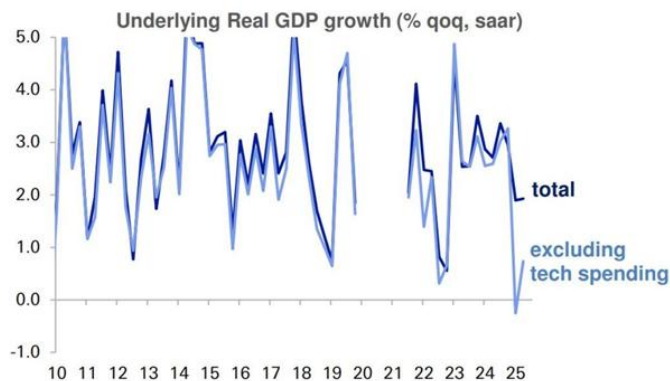
A court terme, la lutte contre l'immigration entreprise par l'administration Trump a évité la hausse du taux de chômage mais cette politique réduit à long terme le potentiel de croissance de l'économie américaine.

BONS CHIFFRES AUX ETATS-UNIS POUR SEPTEMBRE

Au cours de la dernière semaine de septembre, les statistiques américaines sont ressorties meilleures que prévu ; la croissance du PIB au cours du 2^{ème} trimestre est ressortie à +3,8% en rythme annualisé ; les demandes d'allocation chômage sont en baisse à 218.000 contre 233.000 attendus. La consommation des ménages est également en hausse de 1,68%.

L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

L'investissement des entreprises est par ailleurs tiré par l'Intelligence Artificielle – investissements dans les data centers – dans les capacités énergétiques nécessaires à l'alimentation des data centers et investissements en Recherche et Développement.



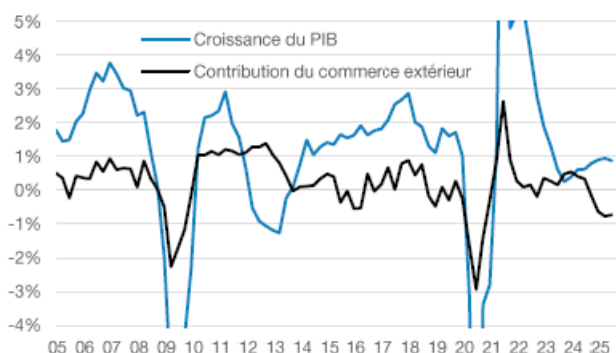
Source : Deutsche Bank Research; underlying GDP measured as real final sales to private domestic purchasers; tech spending includes the software and IT equipment components of fixed investment and domestic sales

Le graphique ci-dessus montre que la croissance de l'économie américaine serait proche de zéro sans les dépenses liées à la technologie liée à l'IA.

ZONE EURO : LA CROISSANCE EST PORTEE PAR LA CONSOMMATION INTERIEURE

En zone Euro, la croissance bénéficie de la bonne tenue de la consommation domestique ; la contribution du commerce extérieur à la croissance globale du PIB est en perte de vitesse en raison de la forte baisse du dollar depuis le début de l'année et de la mise en place de droits de douane pour les exportations européennes à destination des Etats-Unis. (voir graphique ci-dessous)

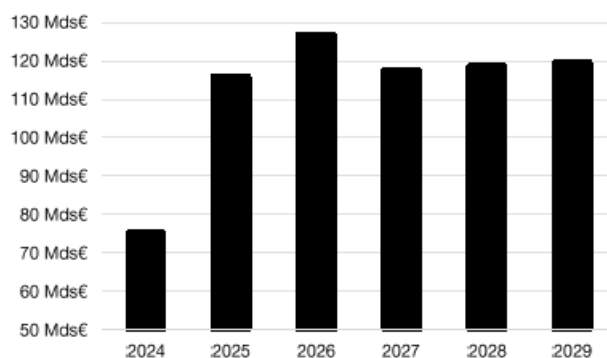
Zone euro | Croissance du PIB sur un an (hors Irlande) et contribution du commerce extérieur
Source : Bloomberg



DECEPTION EN ALLEMAGNE

En Allemagne, l'indice IFO du climat des affaires est en baisse à 87,7 vs un consensus à 89,4 et un niveau de 89 pour le mois précédent. Il s'agit du premier chiffre décevant depuis le grand plan de relance annoncé par le chancelier Allemand, Friedrich Merz. Ceci nous incite à penser que le grand plan de relance de l'Allemagne aura un impact très positif sur toute l'économie européenne mais il sera long avant de produire ses effets

Graphique 8
Allemagne | Investissement public
Source : Ministère des Finances de l'Allemagne



UN REBOND DES MOYENNES CAPITALISATIONS ?

Avec des indices PMI autour de 50, il semble que la conjoncture s'améliore dans le secteur industriel en Europe. Cet environnement en légère amélioration pourrait être plus favorable aux capitalisations moyennes très décotées par rapport aux grandes capitalisations et moins sensibles à la baisse du dollar car plus concentrées sur le marché intérieur.

LES MARCHES DE TAUX

UNE POSSIBLE INFLEXION DE LA POLITIQUE MONETAIRE AMERICAINE ?

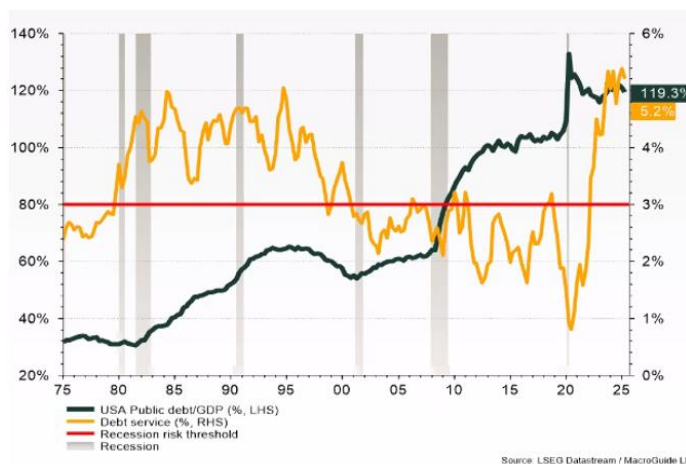
La FED a procédé à sa **première baisse de taux pour 2025** au cours du mois de septembre en effectuant une réduction largement anticipée de 25 points de base portant les taux à 4 % - 4,25%. La dégradation de la dynamique du marché du travail a convaincu le Président, Jérôme Powell de baisser les taux directeurs.

* * *

Le déficit budgétaire américain n'est pas récent comme le montre le graphe ci-contre ; ce déficit n'a jusqu'à présent pas été un élément perturbateur de l'économie américaine ou bien du marché obligataire. Et pourtant depuis les vingt dernières années la dette publique américaine est passée d'un peu moins de 60% du PIB à plus de 100% aujourd'hui. Mais c'est surtout le service de la dette qui connaît une croissance forte.

LA DETTE AMERICAINE

Nous n'anticipons pas dans un proche avenir de crise sur la dette américaine. **La demande des investisseurs pour les Treasuries reste importante** et ne peut être aujourd'hui remplacée par un autre actif aussi liquide et sûr.



Cependant, pour revenir à des niveaux tolérables, les solutions sont connues de tous les économistes :

- Une croissance plus forte
- Plus d'inflation
- Plus d'austérité budgétaire

La croissance plus forte est bien sûr la solution la plus indolore pour le pays ; le surplus de croissance généré par l'IA sera peut être la solution qui permettra d'éviter le recours aux deux autres méthodes.

Plus d'inflation est la solution la plus risquée ; une fois enclenchée l'inflation est difficile à maîtriser.

L'austérité budgétaire est rarement la solution choisie par les gouvernements pour réduire la dette ; ils ne le font que contraints et forcés par les marchés obligataires.

* * *

LES ENTREPRISES DE LA TECH INTERVIENNENT SUR LE MARCHE OBLIGATAIRE

Les entreprises de la tech interviennent de plus en plus souvent sur le marché obligataire ; à titre d'exemple, citons l'émission de la société ORACLE pour USD 18 milliards sur six tranches de maturités différentes. Ces émissions ont pour objet de financer les investissements réalisés dans le développement des infrastructures nécessaires au fonctionnement de l'IA. On pourra noter que la tranche de maturité la plus longue est de 40 ans, signe de confiance des investisseurs obligataires dans la solidité de la société .

LES MARCHES ACTIONS

L'IA – COMMENT INVESTIR

L'IA a été l'un des soutiens du marché des actions aux Etats-Unis. Le cours de l'action ORACLE CORP a progressé de +36% en une seule journée, suite à l'annonce d'une forte progression de son carnet de commandes de US 455 milliards - contrat avec Open AI pour développer une capacité de centre de données de 4,5 gigawatts-.

L'IA – COMMENT INVESTIR

Il nous a apparu important de rappeler ci-dessous les grands thèmes d'investissement de l'IA ; on peut distinguer cinq :

LES INFRASTRUCTURES

- Les infrastructures matérielles et équipements pour les Datacenters : gestion de l'alimentation électrique sans interruption / gestion thermique / systèmes de distribution de puissance / maintenance : **VERTIV – SCHNEIDER ELECTRIC**
- Les serveurs et systèmes de stockage pour les data centers : **CISCO – DELL**

LE CLOUD & LES LOGICIELS

- Production de logiciels , de services cloud : **MICROSOFT** - Plateforme Azure (cloud computing) MICROSOFT investit fortement dans la R&D, l'IA . Les technologies d'IA sont de plus en plus intégrées dans ses produits : Azure IA

LES FABRICANTS DE SEMI-CONDUCTEURS ET LEURS SOUS-TRAITANTS

- Les sous-traitants **ASML** fabrique les machines de lithographie nécessaires pour fabriquer les puces
- Autres sous-traitants : Les concepteurs de logiciels pour les puces : **ARM HOLDING**
- Les concepteurs et producteurs de semi-conducteurs : **NVIDIA - AMD – TSMC – SAMSUNG**

LA CYBERSECURITE

Les acteurs de la cybersécurité **PALANTIR – CROWDSTRIKE – PALO ALTO NETWORKS.**

LES APPLICATIONS AUX ENTREPRISES

- Les applications pour les entreprises en modèle cloud ; RH – Informatique de l'entreprise – Sécurité client / leur modèle repose sur l'abonnement : **SALESFORCE - SERVICENOW**

Les sociétés citées sont mentionnées à titre d'exemple et ne sont en aucun cas des recommandations d'investissement.

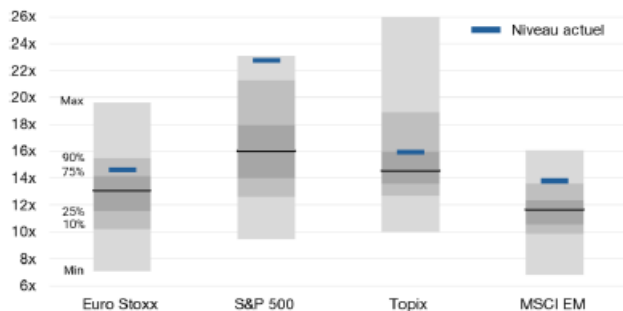
LA VALORISATION DES MARCHES ACTIONS RESTE ELEVÉE / HISTORIQUE

Si on analyse la valorisation des marchés actions par rapport à la valorisation historique, le marché américain (X 22) est très au-dessus de sa moyenne (X 16), tandis que le marché européen (X 15) est légèrement au-dessus de sa moyenne historique (X 13).

Marchés actions | Ratio cours / bénéfices attendus dans 12 mois

Niveaux actuels face aux écarts-types historiques (2006-2025)

Source : Bloomberg



REDUCTION DES DROITS DE DOUANE ENTRE ETATS-UNIS ET CHINE

Les négociations commerciales entre les représentants américains et chinois réunis en Suisse ont abouti à un accord sur les droits de douane pour les importations en provenance de Chine ; le taux a été fixé à 30 % vs 145% précédemment.

La Chine, limitée dans ses exportations à destination du marché américain devrait naturellement réorienter ses exportations sur le marché européen.

L'Europe n'est pas en position de force avec la Chine, sachant que celle-ci est devenue incontournable dans les chaînes d'approvisionnement pour les sociétés de la tech – batteries – terres rares.

Ci-dessous la valorisation de la capitalisation boursière mondiale comparée au PIB.

Marchés actions | Valeur de marché des actions rapportée au PIB

Source : Bloomberg



Performances des marchés actions depuis le début de l'année 2025	
Action Etats-Unis	Ytd
S & P 500	+13,00%
Dow Jones	+8,65%
Nasdaq Comp.	+16,97%
Indices Europe	Ytd
Eurostoxx 50	+12,67%
Stoxx 600	+9,65%
Actions Europe par pays	Ytd
DAX	+19,64%
CAC 40	+6,98%
FTSE 100	+14,41%
IBEX 35	+33,52%
MIB	+24,98%
SMI	+4,56%
Actions Asie	Ytd
NIKKEI 225	+12,63%
Shanghai Composite	+15,84%
Hang Seng HK composite	+39,38%
Pétrole Brent	-12,51%
Once d'Or	+46,35%

Données au 30 sept 2025

Rendement des obligations d'états					
Devise	Pays	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans
Dollars US	Etats-Unis	3,64%	3,79%	3,93%	4,16%
Euro	Allemagne	1,98%	2,26%	2,45%	2,72%
	Portugal	2,02%	2,44%	2,73%	3,13%
	Espagne	2,21%	2,66%	2,89%	3,43%
	France	2,20%	2,78%	3,04%	3,43%
Livre Sterling	Italie	2,16%	2,82%	3,13%	3,54%
	Royaume-Uni	3,95%	4,09%	4,34%	4,71%

Indices PMI					
		Juin			Juill Août
Etats-Unis	Manuf.	49,5	Etats-Unis	Manuf.	49,5 53,3
	Services	55,2		Services	55,2 55,4
	Composite	52,9		Composite	54,6 55,4
Zone Euro	Manuf.	49,5	Zone Euro	Manuf.	49,8 50,7
	Services	50,5		Services	51,2 50,5
	Composite	51,0		Composite	51,0 51,0

Inflation « Headline »		Inflation « Core »	
JUILLET Sur un an glissant		AOÛT Sur un an glissant	
USA (globale)	2,70%		2,90%
USA(core)	3,10%		3,10%
Zone Euro (globale)	2,00%		2,10%
Zone Euro (core)	2,50%		2,30%

EN CONCLUSION

L'économie américaine se porte bien ; cependant, **le risque pour l'économie américaine serait un effet ciseaux entre d'une part un marché du travail qui se porte moins bien et un regain d'inflation lié aux droits de douane** ce qui pourrait avoir un impact négatif sur la consommation. Pour l'instant ce n'est pas ce que l'on peut observer.

* * *

Les actifs risqués sont bien valorisés ; c'est probablement là que réside le principal danger, en particulier pour les marchés actions. Les multiples de valorisation des marchés actions sont à des niveaux historiquement élevés et les spreads de crédit se sont resserrés à des niveaux historiquement bas.

Une déception sur les résultats des entreprises pourrait de ce fait entraîner une correction sur les marchés.

* * *

La croissance des bénéfices des entreprises a été bonne au cours du deuxième trimestre de l'année 2025 à + 8 %. La plupart des entreprises américaines ont dépassé leurs prévisions de chiffre d'affaire au cours de ce trimestre.

La conséquence de ces bons résultats est une valorisation élevée avec un ratio cours / bénéfice de 22,6 X pour l'exercice 2025.

* * *

RESUME DE LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Allocation Globale

La situation macro économique est plutôt favorable et aux Etats-Unis comme en Europe nous n'anticipons pas de récessions dans un avenir à court terme. Cependant, la valorisation des marchés actions comparé à leur historique nous incite à être prudents quant à notre exposition au marché action.

Les portefeuilles obligataires

Nous sommes positifs sur les obligations d'entreprises même si les spreads sont à des niveaux historiquement bas. Ceci s'explique aisément par la solidité des bilans des entreprises. Le portage sur les émissions de type « investment grade » devient moins intéressant.

Les portefeuilles actions

Nous restons sur-pondérés sur les valeurs américaines qui conservent le potentiel de croissance le plus important.

Rédigé le 30 septembre 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,*