

POINT CONJONCTURE

MARS 2026



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

LE RETOUR AU CAPITALISME D'ETAT

Au cours des mois qui ont suivi l'élection de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis, le paysage géopolitique a radicalement changé. Aujourd'hui, les gouvernements considèrent qu'ils ne peuvent plus laisser les forces de marché sans contrôle et l'influence des gouvernements sur les entreprises considérées comme stratégiques semble devenir la norme – cyber sécurité – défense – énergie – semi-conducteurs – puces électroniques, etc...

Par ailleurs, les politiques budgétaires deviennent le principal outil des Etats – les plans de relance initiés par le chancelier Friedrich Merz en Allemagne et par le nouveau premier ministre Sanae Takaichi au Japon en sont un exemple.

Quelles conséquences pour nos économies ?

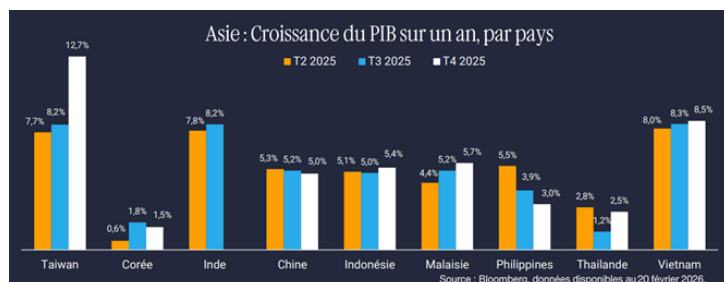
- Plus d'inflation
- Pression à la baisse sur les marges des entreprises

Quelles conséquences pour les investissements ?

- Une approche plus nationaliste va accroître les disparités de performances économiques entre les zones géographiques ; d'où l'importance de l'analyse du risque pays dans les processus d'investissement
- Les impératifs géopolitiques vont inciter les gouvernements au contrôle de leurs ressources stratégiques – minéraux- et de leur approvisionnement énergétique ; ne pas négliger ce secteur dans les portefeuilles

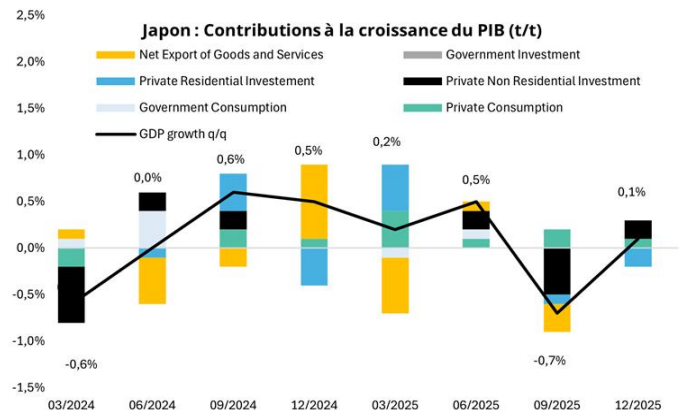
CROISSANCE SOUTENUE DES ECONOMIES ASIATIQUES AU 4^{ème} TRIMESTRE 2025

Comme le montre le tableau ci-dessus, la croissance est toujours d'actualité pour les économies asiatiques au 4^{ème} trimestre 2025.



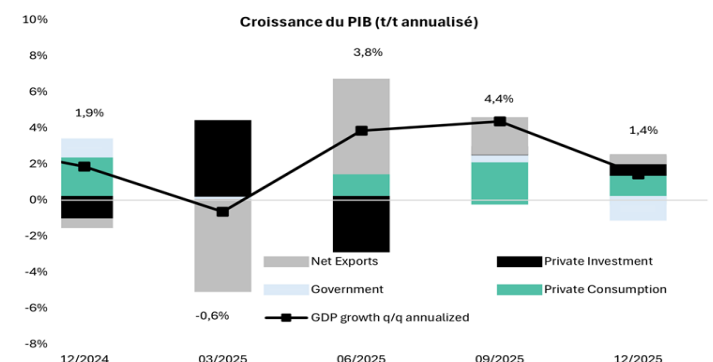
JAPON : PIB SOUTENU PAR LA DEMANDE PRIVEE

Ainsi que le montre le graphique ci-dessous, au Japon, le PIB du dernier trimestre de l'année 2025 est soutenu par la demande privée.



A ce jour, l'investissement public n'a pas redémarré – il recule même par rapport au trimestre précédent -1,3% . Cependant, le nouveau premier Ministre, Madame Sanae Takaichi, a annoncé une politique budgétaire agressive, en particulier dans le secteur de la défense qui devrait doper la croissance de l'économie japonaise.

RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE AMERICAINE



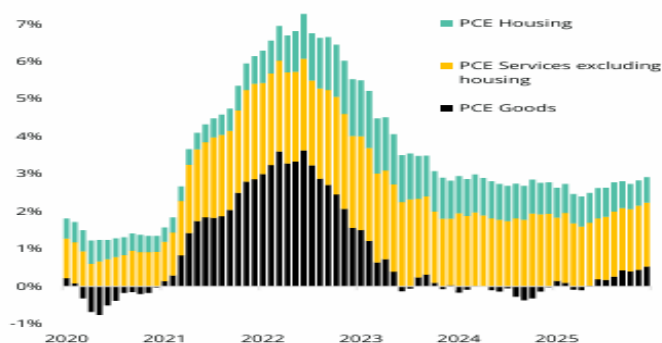
Ralentissement de la croissance américaine pour le 4^{ème} trimestre 2025 à 1,4% en rythme annualisé ; les économistes attendaient 2,5%. Le « shutdown » de 43 jours a pesé sur l'activité ainsi que la baisse des dépenses gouvernementales.

LES MARCHES DE TAUX

UNE PENTIFICATION DE LA COURBE DES TAUX AUX ETATS-UNIS ?

L'économie américaine a réussi à négocier un atterrissage en douceur après la surchauffe inflationniste de 2022 ; l'inflation s'est stabilisée et le chômage ne s'est pas dégradé.

Comme le montre le graphique ci-dessous, l'inflation a reculé mais l'inflation des SERVICES reste persistante.



Dans ce contexte quelle sera la politique monétaire du remplaçant de Jérôme Powell au mois de mai prochain ? Si Kevin Warsh est confirmé par le Congrès, celui-ci cherchera à baisser les taux courts et à réduire le bilan de la FED ainsi qu'il l'a souligné à plusieurs reprises.

Cette politique devrait logiquement avoir pour effet une pentification de la courbe des taux – les taux courts en baisse et les taux longs en hausse du fait de la réduction du bilan de la FED.

EUROPE : LA SITUATION DIFFICILE DES BANQUES CENTRALES

Le mandat officiel de la BCE est d'assurer la stabilité des prix avec une inflation contenue à 2% maximum.

Cet objectif va-t-il évoluer avec une dette publique des pays européens qui ne cesse de progresser ?

La principale crainte des investisseurs obligataires est une banque centrale qui, pour stabiliser la dette publique, effectuerait des baisses de taux non justifiées ou réaliserait des achats de dette publique excessifs.

Les politiques monétaires restrictives sont efficaces dans les périodes de surchauffe par l'effet direct sur les agents économiques des hausses de taux. En revanche, dans les périodes de ralentissement ou de récession, les politiques monétaires ne peuvent intervenir qu'en appui des politiques budgétaires.

Les Banques Centrales ne peuvent pas à la fois garantir la stabilité des prix, la croissance de l'économie et le plein emploi. Un assouplissement monétaire ne débouche pas nécessairement sur plus d'investissement et plus de croissance.

LA DETTE PRIVEE – DIFFICULTES EN PERSPECTIVE ?

En septembre dernier, la faillite de FIRST BRANDS et de TRICOLOR a inquiété les investisseurs de dette privée par la taille des sociétés concernées. L'exposition importante des acteurs de dette privée sur le secteur des logiciels est à surveiller de près.

Plusieurs **fonds de dette privée ont restreint les rachats sur leurs fonds** BLUE OWL CAPITAL – APOLLO – BLACKSTONE en raison principalement de leur sur-exposition au secteur des logiciels.

LE SECTEUR DES LOGICIELS EST-IL A RISQUE ?

L'apparition de l'IA dans le secteur des logiciels va entraîner des bouleversements au sein des sociétés du secteur : feuille de route du produit, pricing, attentes des clients.

Les conséquences ne seront pas les mêmes pour toutes les sociétés : **l'investisseur devra différencier les gagnants et les perdants** de l'apparition de l'IA pour les sociétés de logiciels.

- **Les gagnants** sont ceux qui seront en mesure d'intégrer l'IA dans leur offre client tout en préservant leurs marges et qui disposent des données clients qui les rendent difficilement concurrencables
- **Les perdants** seront ceux qui n'ont pas les bases de données ou qui ont les « business models » les plus fragiles

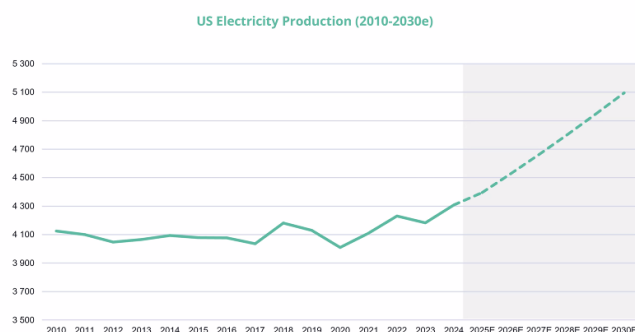
INTUIT aux Etats-Unis ou SAP en Europe devraient incontestablement figurer parmi les gagnants compte tenu de l'importance des données clients qu'ils contrôlent ; l'IA ne sera pas en mesure de remplacer INTUIT ou SAP si facilement.

Dans le **secteur de la cybersécurité**, la réponse est différente ; c'est probablement **le secteur qui devra le plus avoir recours à l'IA** ; mais dans le même temps, l'émergence de l'IA induit **de nouveaux risques** contre lesquels les sociétés devront se prémunir.

LE SECTEUR DE L'ENERGIE

Le secteur de l'énergie – indispensable au développement des data centers – est également un secteur que nous suivons de près compte tenu de la demande croissante en énergie générée par l'IA.

The USA need more electricity to power AI and reshoring



LA ROTATION DES PORTEFEUILLES

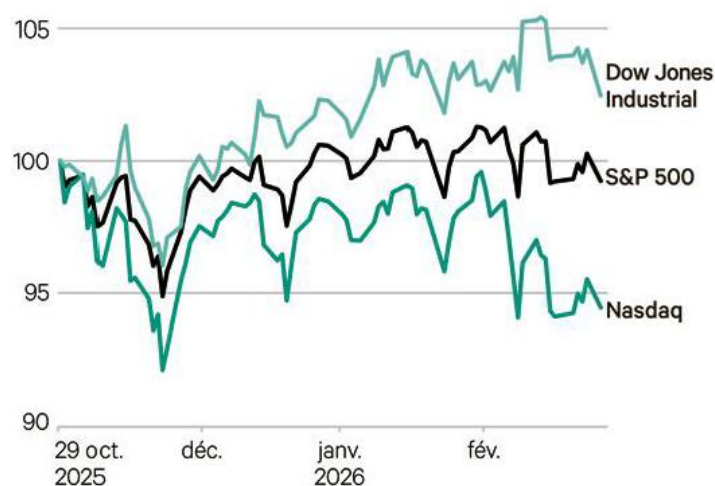
Les investisseurs craignent que les investissements importants réalisés sur le développement de l'IA ne puissent pas être monétisés à hauteur des investissements réalisés – mais dans le même temps, ils s'inquiètent des retombées de cette technologie sur les modèles économiques des sociétés de logiciels. Dès qu'une entreprise semble à risque d'être bousculée par l'IA, la sanction en bourse est immédiate. CAP GEMINI – SAP – INTUIT – SALESFORCE – CROWDSTRIKE....

* * *

Ce doute a accéléré la **rotation des portefeuilles vers la vieille économie** – CHEVRON – Mc DONALD'S – CATERPILLAR – DEERE.

Les valeurs industrielles ont pris de l'avance sur la technologie

Base 100 au 29/10/2025



* * *

La rotation des portefeuilles a également été géographique ; les investisseurs américains, dans un souci de diversification, ont investi **sur les actions européennes et des pays émergents** dont les valorisations sont sensiblement moins élevées.

Performances des marchés actions depuis le début de l'année 2026	
Action Etats-Unis	Ytd
S & P 500	+ 0,27%
Dow Jones	+ 1,72%
Nasdaq Comp.	- 2,53%
Indices Europe	Ytd
EuroStoxx 50	+ 4,92%
EuroStoxx 600	+ 7,12%
Actions Europe par pays	Ytd
DAX	+ 3,36%
CAC 40	+ 4,70%
FTSE 100	+ 9,64%
IBEX 35	+ 6,19%
MIB	+ 3,89%
SMI	+ 5,79%
Actions Asie	Ytd
NIKKEI 225	+ 13,54%
Shanghai Composite	+ 3,47%
Hang Seng HK composite	+ 3,90%
Pétrole Brent	+ 19,52%
Once d'Or	+21,27%

Rendement des obligations d'états					
Devise	Pays	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans
Dollars US	Etats-Unis	3,48%	3,64%	3,81%	4,01%
Euro	Allemagne	2,00%	2,26%	2,44%	2,75%
	Portugal	1,98%	2,32%	2,56%	2,94%
	Espagne	2,13%	2,45%	2,69%	3,02%
	France	2,16%	2,60%	2,85%	3,36%
Livre Sterling	Italie	2,11%	2,57%	2,87%	3,24%
	Royaume-Uni	3,55%	3,77%	4,11%	4,40%

Indices PMI					
Déc			Janv		
Etats-Unis	Manuf.	47,9	Etats-Unis	Manuf.	52,6
	Services	53,8		Services	53,8
	Composite	52,7		Composite	52,8
Zone Euro	Manuf.	48,8	Zone Euro	Manuf.	48,4
	Services	52,4		Services	51,9
	Composite	51,5		Composite	51,5

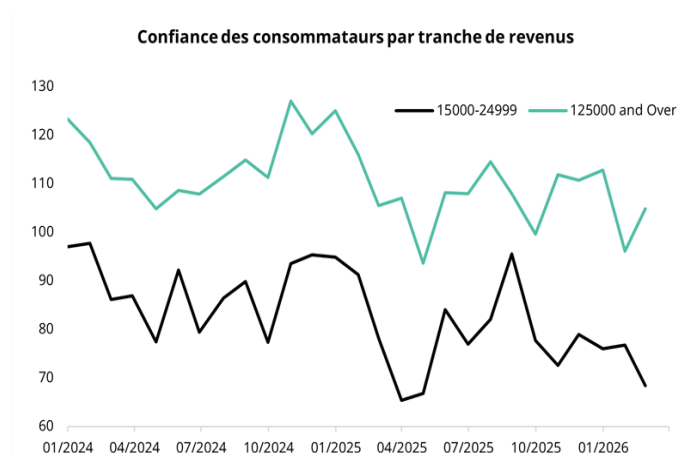
Inflation « Headline »		&	Inflation « Core »
DECEMBRE			JANVIER
Sur un an glissant			Sur un an glissant
USA (globale)	2,7 %		2,4 %
USA(core)	2,6 %		2,5 %
Zone Euro (globale)	1,9 %		1,7 %
Zone Euro (core)	2,3 %		2,2 %

Prix au 28 février 2026

EN CONCLUSION

Aux Etats-Unis, les indicateurs macro-économiques sont en demi-teinte : les créations d'emploi du mois de janvier ont nettement surpris à la hausse avec 130.000 postes créés.

L'indice de confiance du consommateur américain reflète une évolution en K, c'est-à-dire la partie de la population la moins favorisée demeure inquiète sur son avenir et la partie de la population la plus favorisée (des revenus annuels supérieurs à USD 125.000) consomme principalement dans les secteurs des loisirs et de la santé.



* * *

Les analystes constatent depuis six mois une forte progression des résultats pour les entreprises du RUSSELL 2000. Cette progression incite les investisseurs à réorienter leurs investissements sur les petites et moyennes capitalisations américaines.

* * *

En Asie, Taiwan se distingue avec un taux de croissance de +12,7% au 4^{ème} trimestre 2025 ; cette croissance exceptionnelle est bien entendue portée par les exportations liées à l'IA (TSMC).

* * *

Rédigé le 28 février 2026

RESUME DE LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT POUR 2026

Les portefeuilles actions

Après la sanction boursière des entreprises de logiciels – INTUIT, SAP, CAP GEMINI – ce sont les entreprises de la cybersécurité qui souffrent. ANTHROPIC par exemple, dispose d'un nouvel outil - CLAUDE CODE SECURITY – capable de déceler les failles de sécurité d'un logiciel et de les corriger.

Selon nous, cette correction sur les plus belles valeurs de sociétés de logiciels – INTUIT – SAP – ADYEN sont plutôt des opportunités d'achat avec un PER moyen du secteur retombé à 16,9.

Les pays émergents devraient profiter de la baisse du Dollar US et du rééquilibrage des actifs hors Etats-Unis que font les investisseurs actuellement. Notre préférence va vers les pays d'Asie.

Les portefeuilles obligataires

Sur les marchés obligataires les spread de crédit sont à un niveau historiquement bas mais semblent pour l'instant en ligne avec les fondamentaux – taux de défaut faible aux Etats-Unis et en Europe.

Les spreads sont peu importants mais les obligations d'entreprise semblent moins exposées à la dérive des déficits publics des deux cotés de l'atlantique.

Les stratégies de performance absolue

Nous maintenons une exposition significative sur les fonds de performance absolue qui offrent dans la configuration actuelle une sécurité ; les niveaux de valorisation sont élevés et une gestion décorrélée des marchés actions et bien adaptée.

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,