

POINT CONJONCTURE

AOUT 2026



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

LES RESULTATS DU 2^{ème} TRIMESTRE SOUTIENNENT LES MARCHES

LES MARCHES ACTIONS SOUTENUS PAR LES RESULTATS DU SECOND TRIMESTRE

Les marchés actions ont été soutenus par les excellents résultats du deuxième trimestre et par la poursuite des investissements dans le secteur de l'IA. La dynamique s'étend désormais à d'autres secteurs que celui de la technologie. L'adoption de l'IA par les entreprises crée des opportunités sur les secteurs les mieux placés pour profiter des gains de productivité – le secteur bancaire – le secteur industriel – la santé.

Les activités de banque d'investissement et la qualité de crédit des ménages et des entreprises ont dopé les résultats des grandes banques américaines.

JP MORGAN a publié un bénéfice record +41% assorti d'une hausse du dividende de 10%, **GOLDMAN SACHS** affiche un résultat en hausse de 44,8% grâce à ses activités de conseil. **MORGAN STANLEY** – le chef de file de l'introduction de SPACEX - affiche également un résultat en hausse de +18,3% et enfin **BANK OF AMERICA** publie un résultat en hausse de +7,3%

SCHNEIDER ELECTRIC, le spécialiste de la gestion de l'énergie et des automatismes, a publié un chiffre d'affaires à Eur 21,23 milliards (hausse de 14% en organique) et un EBITDA record à Eur 4,09 milliards (vs Eur 3,2 milliards anticipé par les analystes). La demande des datacenters aux Etats-Unis et en Chine est toujours très forte.

Les valorisations élevées rendent cependant les marchés très sensibles à toute déception ou bien à toute inquiétude des investisseurs sur la rentabilité future des investissements réalisés (Les estimations de Capex de la société **ALPHABET** pour 2026 et 2027 ont pesé sur le titre en dépit d'excellents résultats publiés).

MICROSOFT a publié un chiffre d'affaires de USD 81,3 milliards en hausse de 17% sur un an soutenu par la croissance de MICROSOFT AZURE (+43%); par ailleurs, COPILOT fait état de très bons résultats sur les enquêtes de satisfaction auprès des utilisateurs.

LA CONCENTRATION DES PERFORMANCES SE POURSUIT

Le poids des sociétés du secteur de la technologie et des « hyperscalers » au sein de l'indice S & P 500 se poursuit ; dans le même temps, les sociétés du secteur de la technologie dans les pays émergents prennent une importance de plus en plus grande - la Corée du Sud (SAMSUNG ELECTRONICS – SK HYNIX – KRAFTON LG CNS) et Taiwan (TSMC – FOXCONN – DELTA ELECTRONICS - MEDIATEK) représentent une part importante du MSCI Pays Emergents.

LE SECTEUR INDUSTRIEL SE REDRESSE AU VU DES ENQUETES PMI

Les résultats des enquêtes PMI, réalisées auprès des responsables des achats des entreprises, sont meilleurs qu'attendus.

Aux Etats-Unis, le chiffre de juillet à 53,6 est en nette progression par rapport à juin.

En Zone Euro, l'amélioration est encore plus marquée : passage d'une contraction en mai (48,5) à 52 en juillet.

PMI Com.	Mai	Juin	Juillet
USA	51,5	51,9	53,6
Zone Eur	48,5	50,0	52,0

Le PMI Manufacturier ressort à 52 contre 51,5 attendu tiré vers le haut par l'industrie Allemande – transport et défense -.

* * *

ETATS-UNIS – L'INFLATION RALENTIT

En juillet 2026, l'indice de confiance des consommateurs américains du **Conference Board** s'est établi à **90,8 points** contre **92,2 points en juin**.

Le consensus des économistes était de 92,3 points, le chiffre publié est donc inférieur aux attentes, mais c'est surtout le troisième mois consécutif de baisse de cet indice, ce qui constitue **un signal négatif pour la consommation** aux Etats-Unis.

En revanche, le **moral des ménages de l'Université du Michigan** est en hausse à **54,4** contre 49,5 pour le mois de juin.

En ce qui concerne **l'inflation**, le chiffre de juin a baissé significativement grâce à la baisse des prix de l'énergie, l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) est stable à 2,6%. Les chiffres de juillet seront publiés le 12 août.

Etats-Un.	Mai	Juin	Juillet
CPI	4,2%	3,5%	N. D.
CPI (core)	2,9%	2,6%	N. D.

PETROLE - HAUSSE DES MARGES DE RAFFINAGE

Au cours du mois de juillet, les cours du Brent ont fortement progressé en raison de la reprise des hostilités entre les Etats-Unis et l'Iran (USD 90 au 31 juillet).

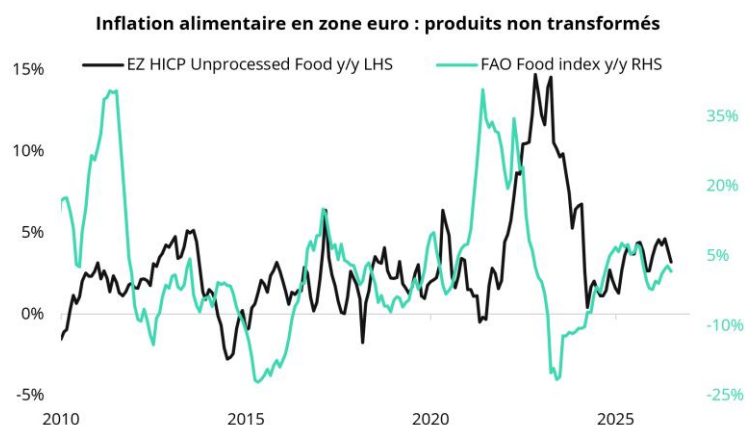
Les marges de raffinage sur le gasoil ont également fortement progressé ; la fermeture du détroit d'Hormuz prive le monde de produits raffinés en provenance du Golfe Persique et par ailleurs, la production de produits raffinés a fortement ralenti en Chine (-18% sur un an) et en Russie.

Le risque pour l'économie mondiale est donc une fermeture prolongée du détroit d'Hormuz qui aurait pour conséquence une poursuite combinée de la hausse des cours du pétrole brut et des marges de raffinage. Les conséquences se feraient ressentir en premier lieu sur les transports, le fret puis la consommation. A cet égard, les négociations entre les Etats-Unis et l'Iran se poursuivent.

ZONE EURO – REBOND EN JUILLET LIE AU PRIX DE L'ENERGIE

En zone Euro, la remontée de l'inflation globale est surtout liée au prix de l'énergie.

Zone Eur	Mai	Juin	Juillet
Inflation	3,2%	2,8%	2,9%
Infla Core	2,5%	2,4%	2,5%



Si l'inflation sous-jacente reste autour de 2,4% en juillet, malgré une inflation globale qui remonte en raison de la hausse des prix de l'énergie, cela devrait inciter la BCE à maintenir ses taux inchangés plutôt que de procéder à une hausse de ses taux directeurs.

LES MARCHES DE TAUX

ETATS-UNIS : LA FED LAISSE UNE NOUVELLE FOIS SES TAUX INCHANGES

Lors de sa réunion de fin juillet, la Réserve Fédérale américaine a maintenu ses taux directeurs inchangés à 3,50% - 3,75%.

Il convient cependant de noter que 3 membres du FOMC étaient en faveur d'un relèvement des taux directeurs en raison de la persistance de l'inflation aux Etats-Unis.

Kevin Warsh, dans son intervention, a insisté sur sa **détermination à ramener l'inflation à 2%**. Il considère en effet que l'objectif implicite de la FED était un niveau plus élevé que 2 % au cours des dernières années ; il entend bien faire de la stabilité des prix un objectif.

Prévisions de la FED :

	2026	2027	2028
PIB	2,2%	2,3%	2,2%
Taux de Chômage	4,3%	4,3%	4,2%
Inflation (PCE)	3,6%	2,3%	2,0%
Inflation (Core PCE)	3,3%	2,5%	2,1%

CEPENDANT LE MARCHE OBLIGATAIRE AMERICAIN S'INQUIETE DE L'ENDETTEMENT DES VALEURS DE LA TECH

Le marché se pose clairement la question : les investissements gigantesques dans l'IA vont-ils générer suffisamment de cash flow pour assurer le remboursement de la dette émise ? Le marché de la dette aux Etats-Unis envoie un signal de prudence assez net sur les valeurs de la tech.

Le marché des CDS sur les entreprises de la tech américaine se tend. Le CDS à 5 ans de la société ORACLE est monté autour de 200pb contre 144pb au 31 décembre. Le CDS à 5 ans de META est autour de 93pb contre 55 pb au 31 décembre et celui de NVIDIA à 78bp contre 41 pb au 31 décembre.

EUROPE COMMENT GERER L'INFLATION IMPORTEE

En Europe, la situation est très différente ; l'économie est quasiment en récession et la BCE a déjà remonté son taux directeur le 17 juin, le taux de Facilité de Dépôt a été relevé de 2% à 2,25% , notamment en raison du choc énergétique.

Le 23 juillet, lors de sa réunion, la BCE n'a pas modifié ses taux.

Le marché obligataire n'est pas dans une configuration de type « crise de crédit » mais on peut considérer que le marché obligataire devient moins confortable pour les entreprises très endettées.

LE HIGH YIELD A RISQUE ?

En Europe, le scénario central reste celui d'une classe d'actif soutenue par des bilans d'entreprises solides et par la demande des investisseurs.

Cependant, les valorisations sur cette classe d'actif sont tendues alors que la situation des finances publiques et la situation géopolitique se dégrade. Un choc énergétique prolongé et/ou une remontée des taux longs amèneront un peu de volatilité sur cette classe d'actif.

QUELLE STRATEGIE ADOPTER SUR LES MARCHES OBLIGATAIRES ?

La solidité des bilans des entreprises et leur capacité à se refinancer sur les marchés obligataires a conduit à maintenir les taux de défaut à des niveaux bas : en Europe le taux de défaut est à 1,7% en ligne avec la moyenne historique et aux Etats-Unis il ressort à 1,9% plus bas que la moyenne historique de 2,4%.

Pour les investisseurs qui souhaitent bénéficier des rendements liés à cette classe d'actif nous suggérons d'investir sur des maturités courtes avec un profil de risque solide (exclure les émissions notées CCC), afin d'éviter la volatilité que pourrait apporter une remontée des taux longs.

FORTE VOLATILITE POUR LES VALEURS DE LA TECHNOLOGIE EN JUILLET

Le marché des valeurs de la technologie a connu un mois de juillet très volatil pour les hyperscalers ALPHABET, les fabricants de semi-conducteurs AMD, les fonderies de semi-conducteurs TSMC ainsi que pour les fabricants de matériels pour les datacenters VERTIV HOLDINGS, SCHNEIDER ELECTRIC et LEGRAND.

Les inquiétudes des investisseurs sont principalement la rentabilité des investissements colossaux réalisés dans le secteur et la concurrence des modèles Chinois beaucoup moins chers.

En dépit d'excellents résultats : **ALPHABET** a publié de très bons résultats largement au-dessus des attentes des analystes mais la direction du groupe a annoncé des dépenses d'investissement 2026 et 2027 qui ont inquiété les investisseurs.

ASML, le fabricant de machines de lithographie destinée à l'industrie des semi-conducteurs, a publié d'excellents résultats pour le 2^{ème} trimestre 2026 – un chiffre d'affaires de Eur 9,33 milliards contre Eur 7,69 milliards un an plus tôt et une marge brute à 54% - largement supérieurs aux prévisions des analystes mais des rumeurs sur une concurrence Chinoise permettant de fabriquer des semi-conducteurs à moindre coût a fait baisser le titre.

ASML reste pourtant très en avance dans cette technologie permettant de fabriquer des transistors sur un disque de silicium et demeure, de ce fait, un acteur incontournable de la chaîne de valeur de l'intelligence artificielle, quelque soit le fabricant de puces. Les machines nouvelle génération High-NA EUV vont permettre de graver des circuits à des dimensions encore inférieures renforçant encore les barrières à l'entrée extrêmement élevées.

Rappelons que ces sociétés ont des valorisations élevées et dépendent du sentiment des investisseurs envers le secteur des semi-conducteurs et de l'intelligence artificielle. Un doute concernant les investissements des hyperscalers ou le rythme de déploiement des infrastructures d'IA pourrait provoquer une correction des valorisations importante.

LES INVESTISSEMENTS DES HYPERSCALERS DANS L'IA

Les investissements des hyperscalers dans l'IA se chiffrent en centaines de milliards de dollars mais les investisseurs s'interrogent ; ces investissements seront-ils rentables ? Quels seront les entreprises gagnantes ? Quels seront les perdants ?

Si on résume les interrogations des investisseurs :

1/ Le chiffre d'affaires IA va-t-il croître assez vite pour absorber les CAPEX ?

Pour l'instant les dépenses d'investissement progressent beaucoup plus rapidement que les revenus liés à l'IA.

Les revenus liés à l'IA peuvent être significatifs (progression d'AWS chez AMAZON au 2^{ème} trimestre est une illustration) mais cela sera-t-il suffisant eu égard aux dépenses effectuées ?

2/ Quel sera le taux d'utilisation des datacenters ?

La demande d'inférence peut progresser, mais il n'est pas exclu d'avoir une surcapacité et donc une pression à la baisse sur les prix

3/ Un même niveau de service IA pourrait nécessiter beaucoup moins de GPU à l'avenir. Donc il faudra moins de CAPEX pour produire un token à l'avenir

C'est bon pour le client mais moins pour le propriétaire d'un datacenter qui possède des GPU achetés très cher.

4/ Quelle est la durée de vie économique d'un GPU ? Si une nouvelle génération apparaît, l'ancienne devient rapidement obsolète

Les analystes vont suivre de près les amortissements réalisés par les hyperscalers

* * *

Performances des marchés actions depuis le début de l'année 2026	
Action Etats-Unis	Ytd
S & P 500	+ 9,41%
Dow Jones	+ 9,20%
Nasdaq Comp.	+ 9,17%
Indices Europe	Ytd
EuroStoxx 50	+ 9,78%
EuroStoxx 600	+ 9,63 %
Actions Europe par pays	Ytd
DAX	+ 4,65%
CAC 40	+ 4,42%
FTSE 100	+ 9,43%
IBEX 35	+ 14,30%
MIB	+ 16,08%
SMI	+ 8,13%
Actions Asie	Ytd
NIKKEI 225	+ 27,86%
Shanghai Composite (SSE)	- 3,44%
Hang Seng HK composite	+ 0,99%
Pétrole Brent (USD 90,09)	+ 47,91%
Once d'Or (USD 4.042,68)	- 6,31%

Rendement des obligations d'états					
Devise	Pays	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans
Dollars US	Etats-Unis	4,30%	4,51%	4,63%	4,70%
Euro	Allemagne	2,77%	2,91%	3,01%	3,21%
	Portugal	2,74%	3,02%	3,39%	3,51%
	Espagne	2,72%	3,10%	3,22%	3,54%
	France	3,97%	3,24%	3,53%	3,89%
Livre Sterling	Italie	2,94%	3,42%	3,69%	3,95%
	Royaume-Uni	4,39%	4,49%	4,89%	5,19%

Indices PMI					
Juin			Juillet		
Etats-Unis	Manuf.	52,9	Etats-Unis	Manuf.	49,8
	Services	51,2		Services	55,0
	Composite	51,9		Composite	53,6
Zone Euro	Manuf.	49,8	Zone Euro	Manuf.	49,8
	Services	49,7		Services	51,0
	Composite	50,0		Composite	51,9

Inflation « Headline »		&	Inflation « Core »
JUIN			JUILLET
Sur un an glissant			Sur un an glissant
USA (globale)	3,5 %		ND
USA(core)	2,6 %		ND
Zone Euro (globale)	2,8 %		2,9 %
Zone Euro (core)	2,3 %		2,5 %

Prix au 31 juillet 2026

EN CONCLUSION

La réaction du marché actions au cours du mois de juillet paraît saine en sanctionnant des dépenses d'investissement qui paraissent trop élevées à ses yeux. Ceci va finalement réduire un risque d'un sur-investissement qui pourrait être sanctionné plus sévèrement à terme.

* * *

Pour les investisseurs, la question principale est quelle société va réellement capturer la marge dans la chaîne de valeur :

- **Machines de machines de lithographie** (ASML)
- **Fabrication de puces** (TSMC – SAMSUNG)
- **Production d'électricité - Alimentation électrique – Refroidissement** (VERTIV-SCHNEIDER-LEGRAND)
- **GPU / accélérateurs** (NVIDIA – AMD)
- **Hyperscalers** (AMAZON – ALPHABET – MICROSOFT – META)
- **Applications IA / Cybersecurité, etc** (PALOALTO - CROWDSTRIKE -FORTINET)

* * *

Pour les sociétés comme SCHNEIDER ELECTRIC – LEGRAND – VERTIV HOLDINGS – EATON, la question est : **combien de temps le boom des datacenters peut-il durer ?**

Pour les hyperscalers, ALPHABET par exemple la question est : **le CAPEX va-t-il générer suffisamment de revenus** via GOOGLE CLOUD – GEMINI pour un « return on equity » satisfaisant ?

Enfin il convient de souligner que **les hyperscalers** GOOGLE – AMAZON – MICROSOFT – META **travaillent sur le développement de leurs propres puces afin de capter une marge plus importante**, ce qui représente une menace pour les fournisseurs traditionnels que sont NVIDIA ou AMD (*les fournisseurs traditionnels de GPU*).

Rédigé le 31 juillet 2026

RESUME DE LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT POUR 2026

Les portefeuilles actions

Nous continuons de surpondérer les sociétés de croissance dans le secteur de la technologie ; notre « stock picking » consiste à évaluer les gagnants et les perdants du développement de l'IA dans les entreprises. Les fournisseurs de datacenters (VERTIV – SCHNEIDER ELECTRIC – LEGRAND – ASML) – les utilities américaines qui produisent l'énergie propre destinée aux datacenters (CONSTELLATION ENERGY – VISTRA – NEXTERA ENERGY) – les hyperscalers (ALPHABET – AMAZON – MICROSOFT) les fabricants de semiconducteurs, les concepteurs de puces fabless (MARVELL), les fabricants de modèles (ANTHROPIC et OPEN AI) dont la cotation des actions devrait intervenir avant la fin de l'année ou bien les entreprises industrielles qui vont bénéficier de l'introduction de l'arrivée des robots humanoïdes (AMD - QUALCOMM – NVIDIA - INTEL).

Les portefeuilles obligataires

Nous privilégions les obligations d'entreprises aux emprunts d'Etat. Nous serons particulièrement vigilants sur la dette française dont l'élargissement avec les taux Allemands à 10 ans devrait se poursuivre.

En revanche, nous avons réduit la duration et augmenté notre exposition sur **la dette d'entreprises à courte échéance** mais pas nécessairement de notation investment grade. La qualité des bilans des entreprises et les faibles taux de défaut nous incitent à exposer les portefeuilles sur ce type d'émetteur. Les spreads de crédit ne sont pas très élevés mais le risque nous semble contenu et nous évitons ainsi le risque de remontée des taux.

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,*