

# REVUE MENSUELLE

## MACRO

Le conflit US-Iran, déclenché fin février, reste l'événement structurant du semestre. La fermeture du détroit d'Ormuz — par lequel transite environ un cinquième du pétrole mondial — a privé le marché d'environ 13 millions de barils par jour de production globale depuis février. Cela a relancé l'inflation au moment où les banques centrales se préparaient à normaliser leur politique. En fin de mois, l'annonce par Trump d'un accord-cadre "largement négocié" avec Téhéran a permis un début de détente, sans toutefois lever le doute.

Aux États-Unis, l'économie tient bon : croissance du premier trimestre de 2% sur 1 an grâce aux investissements dans l'IA pour 1.5 point selon le BEA (Bureau of Economic Analysis), inflation à 3.3% en mars, chômage stable à 4.3%, emploi d'avril meilleur qu'attendu. La Fed a maintenu son taux directeur à 3.50-3.75% pour la troisième réunion consécutive, mais avec un niveau de désaccord interne inédit depuis 1992 (quatre dissensions au sein du comité). Les minutes publiées le 20 mai montrent qu'une majorité des membres envisage désormais une hausse de taux si l'inflation reste élevée — un revirement notable par rapport au cycle de baisses anticipé en début d'année. Le mandat de Jerome Powell comme président de la Fed s'est achevé le 15 mai ; il est remplacé par Kevin Warsh, perçu comme plus orthodoxe.

En zone euro, le tableau est stagflationniste : inflation à 3,0 % en avril (plus haut depuis septembre 2023), activité en contraction. Les indicateurs avancés (PMI composite de mai à 47,5) signalent la plus forte contraction de l'activité depuis fin 2023, et l'inflation pourrait remonter vers 4 % dans les mois qui viennent sous l'effet du choc énergétique. Les effets du ralentissement se feront davantage sentir au 2ème trimestre. L'Allemagne a divisé par deux sa prévision de croissance 2026, qui ne devrait pas dépasser 0.5%. La BCE a maintenu son taux de dépôt à 2%, mais sa membre Isabel Schnabel a publiquement demandé une hausse en juin, même en cas d'accord de paix. Le marché envisage aujourd'hui 90% de probabilité d'une hausse en juin et environ 60 points de base de resserrement cumulé d'ici fin d'année — un scénario impensable il y a six mois. À noter que le bilan énergétique de l'Union européenne est une dépendance au pétrole pour 38%.

En Suisse, l'inflation reste très basse (0.3% en mars) et la BNS conserve son taux directeur à 0%, privilégiant l'intervention de change pour contenir l'appréciation du franc.

Côté OPEP+, événement notable : les Émirats arabes unis ont quitté l'organisation au 1er mai, ce qui réduit mécaniquement la capacité excédentaire mondiale et fragilise davantage l'équilibre du marché pétrolier.

## PERSPECTIVES

Le mois de mai a confirmé la vigueur du rebond entamé en avril : le S&P 500 a franchi pour la première fois de son histoire le seuil des 7 500 points, s'appuyant sur des résultats d'entreprises qui continuent de surprendre à la hausse. Le taux de croissance des bénéfices du S&P 500 au premier trimestre 2026 ressort à 27% en glissement annuel, soit la plus forte progression enregistrée depuis le quatrième trimestre 2021. Nvidia reste le symbole de ce cycle : selon Goldman Sachs, elle devrait, avec Micron, générer à elle seule un tiers de la croissance des bénéfices par action de l'indice cette année. Notre portefeuille a bénéficié de ce contexte favorable, et la dynamique reste intacte à l'entrée du mois de juin.

Le risque principal ne vient pas des fondamentaux, mais de la géopolitique. Les craintes inflationnistes alimentées par la guerre au Moyen-Orient ont fait bondir les rendements obligataires et pèsent désormais sur les anticipations de taux. Un accord entre Washington et Téhéran reste possible, mais fragile — et toute rechute du dossier iranien ferait immédiatement repartir le pétrole à la hausse, compliquant la tâche de la Fed pour le reste de l'année.

Evènements importants, le marché se prépare à de très grandes introductions en bourse, SpaceX le 12 juin et probablement ensuite OpenAI et Anthropic. SpaceX envisage de lever au moins \$80 milliards (le précédent record était Aramco avec \$26 milliards lors de son introduction en bourse). Cette émission dépasserait le total de toutes les sociétés entrées sur la bourse américaine ces 2 dernières années. La question est celle de la capacité d'absorption par les marchés de tels montants. À ce jour, ni SpaceX, ni OpenAI, ni Anthropic n'ont été obligés de publier leurs comptes. Ils vont de voir le faire pour la cotation et il pourrait y avoir des déceptions.

Sur les marchés obligataires, une évolution notable mérite attention. Le pétrole, après avoir culminé à plus de 126 dollars le baril en avril, a amorcé une correction marquée au printemps. Si ce repli se consolide en juin, il dessine un scénario dans lequel l'inflation reflue et la Fed retrouve des marges de manœuvre. Mais, tant que le pétrole ne s'est pas stabilisé sous les 100 dollars de façon convaincante, allonger la durée reste prématuré. Nous conservons notre positionnement sur les maturités courtes à intermédiaires, tout en surveillant de près les données d'inflation de juin.

# MARCHÉS ACTIONS

La capitalisation boursière des bourses mondiales a augmenté de près de \$6000 milliards depuis le début du conflit surtout pour les semi-conducteurs et les acteurs de l'IA. L'essentiel des gains sont dans la tech, avec Alphabet, Nvidia, Amazon, Broadcom, Apple, Intel, SK Hynix ... Les pertes sont beaucoup plus réparties, notamment dans l'automobile, la pharmacie, la consommation, le luxe, l'aérien, les mines et la défense.

Aux États-Unis, le S&P 500 et le Nasdaq ont inscrit de nouveaux records historiques le 26 mai, portés par la demande IA structurelle ; à l'opposé, la consommation discrétionnaire et l'immobilier commercial restent à la traîne, freinés par la perspective de taux plus élevés plus longtemps. Les bénéfices du T1 ont progressé de 27%, dont 63% pour le top 7 contre 17% pour les 493 autres.

En Europe, le mois a été plus heurté — tirillée entre des fondamentaux solides et l'inquiétude sur le pétrole et les taux, la hausse n'est venue que dans la dernière semaine sur l'espoir d'un cessez-le-feu ; la croissance bénéficiaire du T1 ressort à 7%, l'écart avec les États-Unis reflétant l'absence prononcée de l'Europe dans l'IA et les semi-conducteurs qui tirent la performance mondiale.

En Suisse, le SMI a regagné du terrain modestement : avec environ 40% de santé et une technologie quasi absente, sa structure défensive contient la volatilité mais bride le potentiel de hausse dans les phases portées par la tech. Les trois poids lourds — Nestlé, Roche, Novartis — ont eu des trajectoires divergentes.

La performance en mai : CAC40 +0,84% (YTD +0,42%), SMI +3,09% (YTD +2,07%), Stoxx600 +2,36% (YTD +5.71%), Nasdaq +9.47% (YTD +20.13%), S&P500 +4.84% (YTD +10.73%), Hang Seng -1.41% (YTD -0,85%), Topix +5.73% (YTD +15.60%).



## MARCHÉ DES CHANGES

EUR/USD s'échange à 1.1639 au 29 mai, en baisse d'environ 0.7% sur le mois et de 1.2% depuis le 1er janvier. Le dollar a regagné du terrain face à l'euro et traduit un rééquilibrage progressif en faveur du dollar : la Fed maintient ses taux dans une fourchette largement supérieure à celle de la BCE, elle apparaît plus restrictive en termes de positionnement, l'économie américaine résiste mieux, et la pression inflationniste énergétique frappe plus fort l'Europe que les États-Unis. La paire reste cependant dans une fourchette étroite 1.16-1.17 — pas de cassure directionnelle.



EUR/CHF s'échange autour de 0.912 au 29 mai, en léger rebond depuis le plus bas historique de 0.9003 touché le 8 mars sur le pic de stress géopolitique. Reflet classique des investisseurs en période de crise : le franc suisse est une valeur refuge et chaque regain de tension au Moyen-Orient se traduit mécaniquement par des achats de francs. Le CHF reste structurellement fort : la BNS a confirmé qu'elle privilégie l'intervention de change plutôt que des taux négatifs pour contenir l'appréciation. Une intervention jugée nécessaire puisqu'un franc trop fort pénalise les exportations suisses et importe de la déflation dans une économie où l'inflation est déjà maîtrisée. Sur le mois, la paire a évolué dans une fourchette étroite 0.91-0.92.



## MARCHÉ OBLIGATAIRE ET LES TAUX

Le mois de mai a mis en évidence un divorce de plus en plus net entre les marchés actions et les marchés obligataires. Les premiers se focalisent sur les profits. Les seconds intègrent les risques structurels : inflation persistante, trajectoire et charge de la dette publique, et changement de régime à la tête des banques centrales. Les craintes d'inflation provoquent des tensions sur les taux partout dans le monde, l'écart entre les taux courts et les taux longs augmente.

Nous avons observé une forte tension des taux en milieu de mois, et une détente en dernière semaine. Mais cette détente reste fragile, elle repose sur une dynamique géopolitique, pas sur un changement des fondamentaux.

Aux États-Unis, le 10 ans Treasury a atteint 4.62% le 19 mai, en hausse d'environ 30 points de base sur le mois, sous l'effet conjoint d'une Fed plus restrictive et de craintes sur la trajectoire de la dette fédérale. En effet plusieurs membres de la FED envisagent une hausse des taux et Kevin Warsh plaide depuis longtemps pour une réduction de la taille du bilan de la FED, actuellement de plus de \$6000 milliards, et réduire le bilan, c'est donc resserrer les conditions monétaires sans toucher aux taux. La liquidité sur le marché s'en trouverait réduite et les taux longs seraient sous tension.

En zone euro, le rendement du Bund allemand à 10 ans a culminé à 3.2% mi-mai — son plus haut depuis 15 ans — sur les anticipations de hausse BCE des taux d'intérêt lors de la prochaine réunion, avant de retomber sous 3% le 26 mai avec l'espoir d'apaisement géopolitique.

Pour un investisseur, le message est clair : le marché obligataire a renoncé à son scénario de baisses synchronisées. La prime de terme se reconstruit, et la duration redevient un risque, pas une protection.



# MATIÈRES PREMIÈRES

## L'OR

L'or se traite autour de 4 480–4 550 \$/oz en fin de mois, conservant une performance fortement positive sur l'année malgré un repli d'environ 13% depuis son pic de février. Ce recul peut surprendre alors que les craintes géopolitiques restent élevées, mais il s'explique par trois facteurs convergents : remontée des taux réels, rebond du dollar qui comprime la demande mondiale, et anticipation d'une Fed contrainte de rester restrictive face à l'inflation énergétique. L'or a ainsi temporairement perdu son statut de couverture pure contre le risque géopolitique, redevenant sensible avant tout aux taux réels et au dollar — un retour à sa logique fondamentale classique.

Cette correction est toutefois conjoncturelle, non structurelle. Les banques centrales émergentes, qui avaient ponctuellement liquidé des positions en mars pour défendre leurs devises, n'ont pas modifié leur doctrine : la demande structurelle de diversification hors dollar de la Chine et des pays du Golfe reste entière. Un scénario de désescalade constituerait un catalyseur puissant et lisible : si le conflit s'apaise et que le pétrole reflue, la pression inflationniste qui paralyse aujourd'hui les banques centrales se dissipe, ouvrant la voie à une détente des taux longs et à un allègement de la pression sur le dollar — précisément le type de transition dans lequel l'or performe le mieux.



## LE PÉTROLE

Mouvement le plus spectaculaire du mois. Le Brent se traite autour de 91 \$ le baril au 29 mai, soit un plus bas de cinq semaines, après avoir culminé à 138 \$ le 7 avril. La moyenne du mois d'avril était de 117 \$.

Le repli reste cependant fragile. Les fondamentaux restent tendus : les stocks mondiaux ont baissé de 117 millions de barils en avril, la production OPEP+ a chuté de 1.74 mb/j sur le mois, et la sortie des Émirats arabes unis de l'OPEP au 1er mai réduit encore la capacité excédentaire mondiale. Les grandes banques d'investissement maintiennent un objectif 2026 entre 85 et 96 \$ en moyenne annuelle, avec un atterrissage vers 75-89 \$ en fin d'année si le détroit d'Ormuz rouvre normalement.

Pour le portefeuille, cela signifie : ne pas considérer la baisse de fin mai comme un signal d'apaisement durable. Le marché reste fortement dépendant d'un événement binaire — accord ou rechute — et la volatilité restera élevée tant que l'incertitude géopolitique persistera.



## DISCLAIMER

Les informations présentées dans cette publication ne constituent en aucun cas des conseils ou recommandations de placement et ne doivent pas être interprétées comme des offres de vente ou d'achats de produits, ni comme des invitations ou incitations à effectuer des transactions ou des actes juridiques. Les informations sont strictement réservées à l'usage interne ; toutefois, la publication peut être transmise à un client de Vision Asset Management ou un investisseur tiers à la demande expresse de ces derniers.

Aucun élément de la publication n'est basé sur les besoins spécifiques, les objectifs de placement et la situation financière d'un client particulier, ni ne constitue une description exhaustive des produits mentionnés. Les clients de Vision Asset Management, ainsi que tout investisseur tiers, doivent éviter de se baser sur ces seules informations pour leurs décisions de placement ou autres. Avant d'effectuer une vente, un achat, une transaction ou un acte juridique quel qu'il soit, les clients de Vision Asset Management et les investisseurs tiers doivent, dans la mesure du nécessaire, s'adresser à leurs consultants en matière juridique, réglementaire, fiscale, financière, économique et comptable, puis prendre leurs décisions de placement (y compris les décisions quant à la pertinence d'une transaction) d'après leur propre appréciation et les conseils des spécialistes consultés. Les performances passées ne sont pas forcément représentatives des performances futures.

Sauf indication contraire expresse, toute information, notamment quant aux prix, est fournie à titre informatif, sur la base d'informations obtenues de sources considérées comme fiables, mais dont le caractère exact, complet, pertinent ou actuel ne saurait être garanti. Les informations de cette publication peuvent changer sans préavis. Nous déclinons toute responsabilité (expresse ou tacite) quant au caractère exact, complet, pertinent, actuel et fiable de ces informations.