



ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE

L'économie mondiale évolue dans l'incertitude de la guerre commerciale initiée par les Etats-Unis. Les indicateurs avancés montrent que les perspectives se sont légèrement améliorées, mais il est encore trop tôt pour voir un impact réel des droits de douanes américains sur l'inflation et la consommation. L'Europe reste sur un rythme de faible croissance et la Chine tente de relancer la demande intérieure en assouplissant les conditions monétaires.



Zone euro : Le ralentissement est compensé par le Policy mix favorable

La zone euro reste sur un rythme de faible expansion avec une croissance du PIB de +1,2% en variation annuelle au 1er trimestre légèrement en dessous des attentes, et une tendance à +0,8% sur l'année 2025. On note une accélération en Allemagne (+0.2% vs. -0.2% au T4 2024), mais également en France et en Italie. L'enquête HCOB PMI Manufacturier atteint 49.4, légèrement au-dessus des attentes mais reste sous la barre de 50 (au-dessus des attentes pour la France, et conforme aux attentes pour l'Allemagne). Cependant, les perspectives se détériorent dans les services et l'enquête HCOB PMI Services déçoit largement, retombant à 48,9 du fait de la détérioration de l'environnement à court terme. Les difficiles négociations commerciales entre la Maison Blanche et la Commission Européenne jouent défavorablement sur les perspectives. La confiance des consommateurs se détériore nettement fin mai. Avec un taux d'épargne des ménages supérieur à 20%, l'Allemagne devient le premier créancier mondial, détrônant ainsi le Japon.

L'indice des prix à la consommation de la zone euro a progressé de +2,2% et la partie cœur i.e. excluant les éléments volatils, ressort à 2.70 % en avril, légèrement au-dessus des prévisions. Constatant la faiblesse de l'économie et la proximité de sa cible d'inflation, la Banque Centrale Européenne (BCE) a poursuivi ses baisses de taux ramenant le taux de dépôt de 2.5% à 2,25%. La baisse des taux de la BCE soutient l'économie alors que les plans d'investissement public (Allemagne) améliorent les perspectives de croissance.

La Banque d'Angleterre (BoE) a réduit son principal taux directeur de 25 points de base, le ramenant à 4.25 %. L'inflation s'est repliée à 3.5 %, mais une remontée temporaire est anticipée en raison de la hausse des prix de l'énergie. La BoE reste confiante et anticipe une baisse à long terme du taux d'inflation qui devrait se rapprocher de la cible des 2%. Le Royaume-Uni a signé un accord de coopération avec l'Union Européenne (UE) sur la sécurité & défense ainsi que l'énergie, et une première phase d'ajustement du Brexit est annoncé. Quoique symbolique à ce stade, cet accord marque néanmoins le souhait britannique d'une coopération renforcée avec l'UE.



États-Unis : Entre incertitude, résilience et désinflation

Malgré la forte incertitude sur la politique commerciale, l'économie américaine s'est montrée résiliente avec une amélioration étonnante des anticipations à la fin du mois. Néanmoins, des signes de faiblesse sont apparus en particulier sur la confiance des ménages. En début de mois, l'ISM Manufacturier était légèrement au-dessus des attentes à 48.7, restant dans la zone de contraction. Les services en revanche ont positivement surpris avec un ISM Non-Manufacturier à 51.7. En fin de mois, les enquêtes montraient un rebond positif du secteur manufacturier et des services (S&P US PMI).

La publication du PIB du 1er trimestre montrant une contraction de -0.2% en variation annualisée pour la première fois en 3 ans, a été le point marquant. La croissance des dépenses de consommation a été faible, tandis que les investissements fixes ont progressé à un rythme soutenu. Ces chiffres montrent que la demande intérieure privée reste ferme et les marges des sociétés stables. La progression des revenus des ménages permet une avancée de la consommation et une remontée du taux d'épargne. Le moral des ménages (Conference Board) axé sur l'emploi, s'améliore. En effet, le marché du travail reste stable avec un taux de chômage à 4,2% et des créations d'emplois montrant que l'incertitude générée par D. Trump n'a pour l'instant pas modifié les anticipations des entreprises.

L'inflation américaine continue de baisser. L'indice des prix à la consommation a été inférieure aux prévisions en avril, à 2,3 % en glissement annuel, marquant ainsi son troisième ralentissement consécutif cette année. Rien n'indique clairement que les droits de douane aient eu un impact significatif, mais il pourrait se faire sentir dans les prochains mois. L'anticipation des importations (les importateurs achetant des marchandises avant l'entrée en vigueur des droits de douane) ainsi que les retards et les exemptions accordés pourraient également retarder l'impact final de ces droits à l'importation sur les prix. L'indice des prix de la consommation personnelle (PCE) a progressé de 2,1% en avril en rythme annuel, après +2,3% en mars. La désinflation se confirme avec des variations de prix PCE « cœur » à 2.5% la mesure préférée de la Réserve Fédérale (Fed). Devant l'incertitude liée à la politique commerciale de Washington, la Fed a préféré temporiser laissant ses taux directeurs inchangés entre 4.25 % et 4.5 %, invoquant des incertitudes économiques, notamment sur l'emploi et l'inflation.



Asie : La guerre commerciale contraint la croissance

Le Japon a connu une contraction du PIB au premier trimestre et la tendance sur le mois de mai est restée faible. Le PIB a reculé de -0,2 % en glissement trimestriel, pénalisé par la faiblesse des exportations. Ce chiffre ne reflète pas encore pleinement l'impact des droits de douane américains et marque la première contraction de l'économie depuis le premier trimestre 2024. L'inflation sous-jacente s'est accélérée en avril à 3,5 % en glissement annuel (contre +3,2 % en mars). Cette accélération s'explique par la réduction des subventions sur l'électricité et le gaz, et par la poursuite de la hausse des prix des denrées alimentaires. Plus important encore, les prix des services restent élevés, confirmant que la hausse des salaires a un impact sur les prix. La Banque du Japon (BoJ) a maintenu son taux directeur à 0,5 % lors de la réunion du 1er mai 2025, mais le marché anticipe une hausse cet été.

La guerre commerciale des Etats-Unis a affecté les perspectives économiques dans les principaux marchés asiatiques, particulièrement en Chine. L'indice PMI manufacturier d'avril est passé de 50,5 à 49, signalant une légère contraction de l'économie à partir du deuxième trimestre 2025. Les droits de douane exorbitants imposés par les États-Unis, entrés en vigueur le 9 avril, ont commencé à peser sur les exportateurs chinois. L'indice des commandes à l'exportation a chuté à son plus bas niveau depuis la réouverture de la Chine après la pandémie de Covid-19 début 2023. On note une forte hausse des exportations vers le reste de l'Asie. Le taux de chômage officiel est stable à 5,1% et les ventes de détails ont été publiées en hausse de 5%. Cependant, la déflation se poursuit avec des prix à la production en baisse de 2,7% en variation annuelle. La Chine a repris son assouplissement monétaire dans un contexte d'incertitude commerciale. La banque centrale (PBoC) a procédé à une nouvelle baisse des taux préférentiels (LPR) à 1 an et 5 ans. Elle a aussi réduit son taux directeur de 10 points de base et le ratio des réserves obligatoires de 50 points de base le 7 mai, afin de stimuler l'activité économique.



Marchés

Léger regain d'optimisme sur les marchés d'action porté par les bons résultats des entreprises et les perspectives d'accord commerciaux avant l'été. Cependant les taux d'intérêt américains continuent de monter et le dollar reprend une trajectoire baissière signe de défiance des investisseurs.



Marchés Actions

Contrairement au mois d'avril qui avait connu des phases d'extrême volatilité, le mois de mai a été marqué par une tendance positive continue sur les marchés d'actions et une accélération en fin de mois. Le début des négociations prometteuses entre la Chine et les Etats-Unis ainsi que les résultats des entreprises supérieurs aux attentes ont soutenu le marché. Le MSCI ACWI a progressé de 5,5% en USD, tiré par les marchés développés (MSCI World +5,7%) qui ont surperformé les marchés émergents (MSCI EM +4%). L'indice VIX de volatilité implicite est retombé sous les 19%.

Le marché américain a surperformé l'Europe et l'Asie. L'indice S&P500 a progressé de +6,2% contre +4% en moyenne pour les indices européens et 5,3% pour le Nikkei225 japonais. Depuis le début de l'année, la surperformance de l'Europe reste notable avec plus de 20 points d'écart relatifs aux Etats-Unis. Les valeurs de technologies ont rebondi et le Nasdaq100 a progressé de près de 10% sur le mois porté par les résultats de 7 Magnifiques. En Europe, on note la surperformance du marché allemand avec +6,7% pour le DAX et seulement +2,1% pour le CAC40. A noter également la surperformance des petites et moyennes capitalisations avec le MSCI Europe Small Caps, qui progresse de plus de 8% sur le mois écoulé.

En Asie, la tendance était également positive avec une nette surperformance de la Corée (+7,7%) et de Taiwan (+12%) lié au rebond des valeurs de Technologies, alors que la Chine ne progressait que de 2,3% et l'Inde de 1% en USD.



Marchés Obligataires

Aux États-Unis, le taux des bons du Trésor à 10 ans a progressé de 4,17% à 4,41% alors que Moody's a dégradé sa note de AAA à Aa1, et que les investisseurs internationaux commencent à douter de la signature américaine. A noter que les taux à 30 ans ont dépassé les 5%. Les rendements sur les bons du Trésor à 2 ans ont également progressé de +30bp terminant à 3,9% malgré les perspectives de ralentissement de la croissance, car la Fed continue de temporiser.

En Zone Euro, les taux d'intérêt à long terme ont d'abord progressé en ligne avec les US Treasuries pour finalement redescendre. Le rendement de l'emprunt allemand à 10 ans termine à 2,5% et l'OAT 10ans à 3,16% après un passage proche des 3,4%. L'agence S&P a maintenu la note souveraine de la France à AA-, mais avec une perspective négative, indiquant qu'une dégradation pourrait être envisagée si la situation ne s'améliorait pas. Les taux courts ont progressé légèrement avec +9pts pour l'emprunt à 2 ans allemand à 1,78%.

La tendance la plus nette a été celle de emprunts d'état japonais, dont les taux continuent de monter pour atteindre des niveaux historiques. Les taux JGBs à 10 ans sont passés au-dessus de 1,5%, du jamais vu depuis 2009.



Change & Or

Après un cours rebond début mai, le dollar a repris sa tendance baissière initiée avec l'arrivée de Donald Trump au pouvoir. Après un passage à 1,11 l'euro-dollar est revenu à 1,135. Mêmes mouvements pour le Sterling qui progresse de 0,4% et termine à 1,35 contre USD ou pour le Yen qui s'échange à 144 contre USD. L'or est resté inchangé oscillant autour de 3300 USD l'once. Cette apparente stabilité cache en réalité la disparition du lien entre les taux d'emprunt américains et le dollar, signe de défiance des investisseurs face au billet vert.

Matières premières et énergie

Le prix du pétrole a rebondi en mai et termine à \$64 pour le baril de Brent. Cependant, la tendance reste négative. Le ralentissement de la croissance mondiale entraîne une baisse de la consommation. L'OPEP s'apprête à augmenter sa production, ce qui maintiendra la surcapacité et exercera une pression à la baisse sur les prix. Le faible niveau des stocks américains a empêché un effondrement des cours, mais les risques sont orientés à la baisse en raison de l'impact potentiel d'une récession américaine non prise en compte à ce stade.



VARIATIONS MENSUELLES

Marchés d'actions	5/31/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/12/2024
S&P 500	5912	1.9%	6.2%	0.5%
Eurostoxx 50	5367	0.8%	4.0%	9.6%
CAC 40	7752	0.2%	2.1%	5.0%
Dax 30	23997	1.6%	6.7%	20.5%
Nikkei 225	37965	2.2%	5.3%	-4.8%
MSCI Marchés Emergents	1157	-1.2%	4.0%	7.5%
Marché des changes	5/31/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/12/2024
EUR/USD	1.135	-0.1%	0.2%	9.6%
USD/JPY	144	1.0%	0.7%	-8.4%
EUR/GBP	0.84	0.4%	-0.8%	1.9%
EUR/CHF	0.93	0.0%	-0.3%	-0.7%
Matières premières - Volatilité	5/31/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/12/2024
Pétrole (Brent, \$/baril)	64	-1.4%	1.2%	-14.4%
Or (\$/once)	3289	-2.0%	0.0%	25.3%
VIX	19	-3.72	-6.13	+1.2
Marchés du crédit	5/31/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/12/2024
Itraxx Main	+58 bp	-3 bp	-11 bp	-
Itraxx Crossover	+300 bp	-15 bp	-51 bp	-13 bp
Itraxx Financials Senior	+62 bp	-4 bp	-11 bp	-2 bp
Marchés des taux	5/31/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/12/2024
€STR	2.16	-1 bp	-	-74 bp
Euribor 3M	2.00	-4 bp	-16 bp	-72 bp
Libor USD 3M	4.85	-	-	-
Taux 2 ans (Allemagne)	1.78	+1 bp	+9 bp	-31 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	2.50	-7 bp	+6 bp	+13 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	3.90	-9 bp	+29 bp	-34 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	4.40	-11 bp	+24 bp	-17 bp
Écarts de taux 10 ans vs Allemagne	5/31/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/12/2024
France	+66 bp	-3 bp	-6 bp	-17 bp
Autriche	+39 bp	-2 bp	-5 bp	-2 bp
Pays-Bas	+21 bp	-1 bp	-2 bp	-2 bp
Finlande	+45 bp	-1 bp	+5 bp	-1 bp
Belgique	+52 bp	-2 bp	-7 bp	-9 bp
Irlande	+29 bp	-5 bp	-6 bp	+1 bp
Portugal	+48 bp	-4 bp	-8 bp	-1 bp
Espagne	+59 bp	-3 bp	-8 bp	-10 bp
Italie	+98 bp	-4 bp	-14 bp	-18 bp

Source: Bloomberg, Amundi Strategy

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Société Générale Gestion n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Société Générale Gestion ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable de Société Générale Gestion, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Copyright Groupe Amundi.

SOCIETE GENERALE GESTION

91-93, BLD PASTEUR 75015 PARIS

SA au capital de 567 034 094 EUR 491 910 691 RCS Paris

Société de gestion de portefeuille agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)

sous le numéro GP-09000020

Société Générale Gestion est courtier en assurance immatriculée à l'ORIAS sous le n° 24 006 914

www.societegeneralegestion.fr

