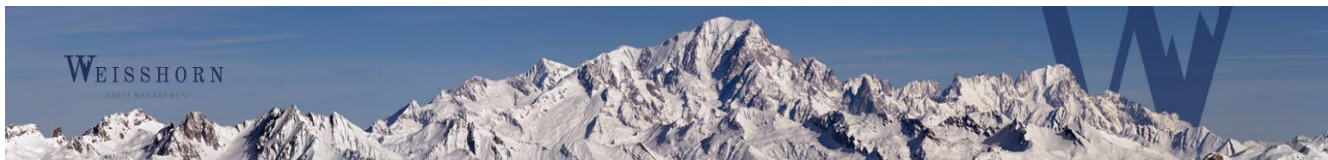




Le mois de mai n'a pas dérogé à la tendance observée en 2025, marqué par une forte volatilité sur les marchés et de nombreux rebondissements sur le plan politique. Heureusement, les marchés actions ont affiché des performances positives, portées en partie par un regain d'appétit pour le risque chez les investisseurs. Les diverses annonces de discussions commerciales entre les États-Unis et plusieurs partenaires internationaux en vue de conclure des accords ont contribué à restaurer la confiance. Par ailleurs, la publication des résultats d'entreprises pour le premier trimestre 2025 a constitué un autre facteur de soutien. Ces chiffres, meilleurs qu'attendu, ont bénéficié d'anticipations révisées à la baisse par les analystes, en raison des inquiétudes liées aux droits de douane susceptibles de peser sur les marges et les bénéfices.

Sur le plan politique, les Républicains sont parvenus à faire adopter le projet de loi du président Trump, baptisé « Big Beautiful Bill », après d'intenses négociations de dernière minute. Ceci n'a pas beaucoup plus au marché car le plan proposé semble être bien plus déficitaire que ce qui avait été annoncé en mars. Le 23 mai, M. Trump a également menacé l'Union européenne, estimant que les discussions n'avançaient pas et annonçant l'instauration de droits de douane de 50% à compter du 1er juin. Deux jours plus tard, il est revenu sur ses propos à la suite d'un appel d'Ursula Von Der Leyen sollicitant un report. Il a alors accepté de différer la mesure jusqu'au 9 juillet.

Le 28 mai, la Cour du commerce international a jugé illégaux les droits de douane mis en place par le président, ce qui a déclenché un bref bond sur les marchés car dès le lendemain, la cour d'appel a infirmé cette décision en validant les mesures présidentielles. À ce jour, les droits de douane restent donc en vigueur.



Entre le « Big Beautiful Bill » et les hausses tarifaires, les économistes redoutent une résurgence des tensions inflationnistes, que la Fed tente de contenir depuis maintenant trois ans. De plus, selon le nouveau budget fédéral, le déficit devrait continuer de se creuser, et le coût de la dette pourrait devenir difficilement soutenable, ce qui pourrait se traduire par une prime de risque accrue sur les obligations du Trésor américain. Ce contexte entraîne une remontée des taux longs et accentue l'incertitude quant à une éventuelle baisse des taux directeurs de la Fed ou de l'inflation.

Évolution des marchés à fin mai 2025

End of May	Equities in Local Currencies							
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	5.69%	6.15%	4.00%	2.08%	6.51%	0.91%	4.00%	1.85%
Perf 3 Month	1.53%	-0.72%	-1.77%	-4.43%	6.03%	-5.98%	5.48%	-1.28%
Perf YTD	4.20%	0.51%	9.61%	5.03%	22.05%	5.40%	7.61%	-2.41%

End of May	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	4.43%	1.24%	0.02%	4.09%	-0.16%	-0.89%	0.81%	0.30%
Perf 3 Month	-12.86%	-12.68%	15.10%	1.50%	-8.56%	-4.40%	-2.18%	0.41%
Perf YTD	-15.24%	-14.39%	25.33%	8.33%	-8.76%	-0.42%	-1.86%	0.73%

End of May	Bloomberg Indices Bonds Total returns							
	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-0.36%	-0.72%	0.17%	-1.17%	-1.06%	0.10%	1.65%	0.67%
Perf 3 Month	3.21%	-0.29%	0.27%	0.21%	-3.27%	2.99%	2.19%	0.26%
Perf YTD	5.28%	2.45%	0.93%	3.71%	-4.04%	5.24%	4.41%	2.97%

Source : Bloomberg 31/05/25

- **Big Beautiful Bill**

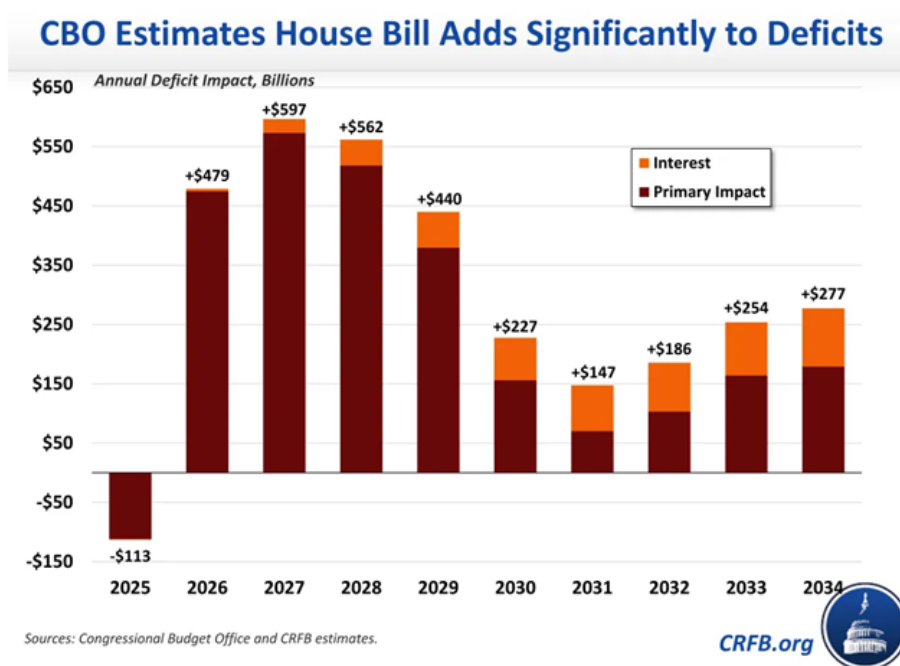
Après plusieurs revirements et ajustements de dernière minute, la Chambre des représentants a finalement voté en faveur du « Big Beautiful Bill ». Ce vote serré, conclu par 215 voix pour et 214 contre, a été rendu possible par des compromis de dernière minute. Ce nouveau cadre budgétaire aura des répercussions sur de nombreux aspects de l'économie. Sur le plan fiscal, il prolonge les baisses d'impôts instaurées en 2017 par M. Trump, évitant ainsi aux contribuables une hausse des impôts pouvant aller jusqu'à 22%. Si cette mesure devrait stimuler la consommation intérieure, elle représente également un manque à gagner considérable pour l'État, compliquant davantage le financement de sa dette.

Un autre changement majeur concerne l'accès aux aides publiques dans le domaine de la santé. En effet, les conditions d'éligibilité au programme Medicaid devraient être durcies, impactant potentiellement les populations les plus fragiles. Si la mesure est validée par le Sénat, les bénéficiaires devront justifier d'un minimum de 80 heures de travail par mois. Cette exigence vise à réduire les dépenses publiques, mais elle pourrait se faire au détriment des plus démunis.



D'autres dispositions sont également prévues, comme une augmentation de 150 milliards de dollars du budget de la défense. Par ailleurs, les heures supplémentaires et les pourboires ne seraient plus soumis à l'impôt.

En résumé, hormis les réductions des dépenses liées à Medicaid, la plupart des mesures proposées devraient accentuer le déficit public. Selon certaines projections, ce plan pourrait alourdir la dette fédérale de 3 800 milliards de dollars sur la prochaine décennie. En conséquence, la Chambre des représentants a également voté une augmentation du plafond de la dette de 4 000 milliards de dollars afin de financer ces nouvelles mesures ainsi que les engagements actuels.

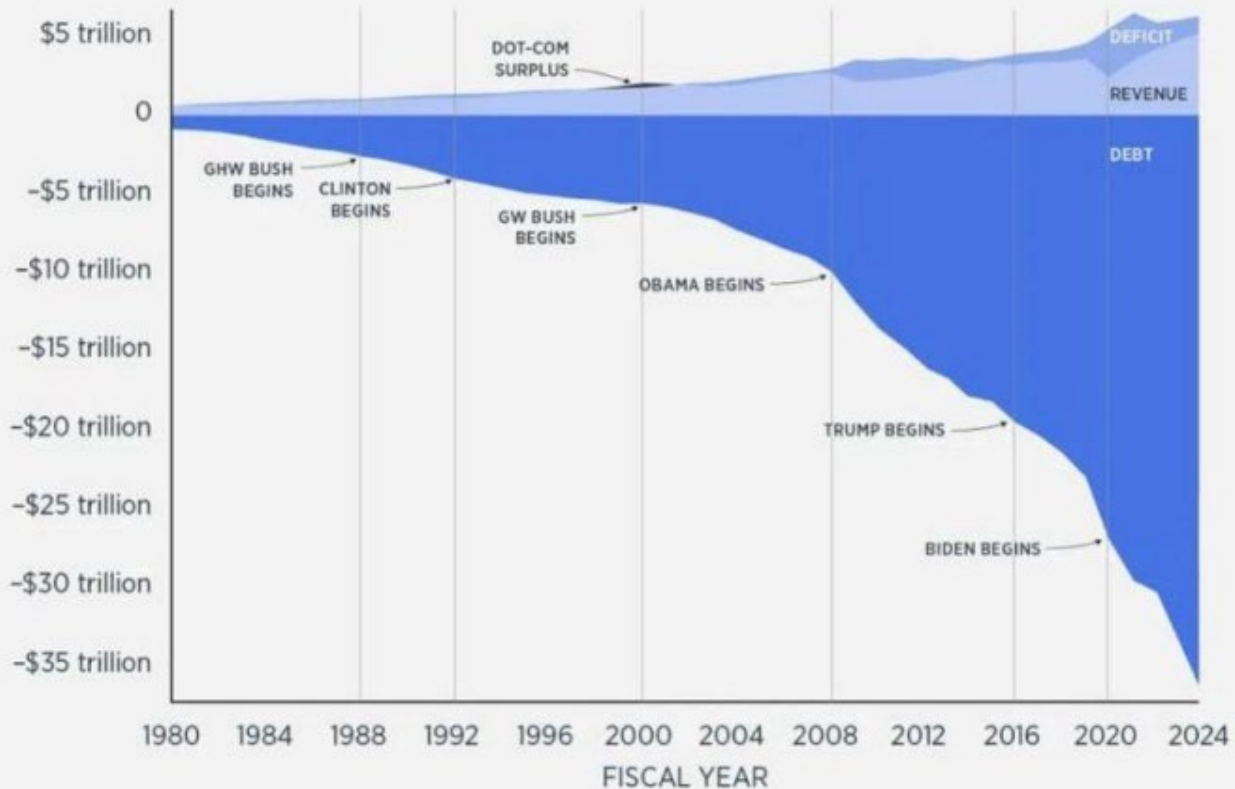


Comme mentionné précédemment, le texte doit désormais être examiné par le Sénat, qui devrait se prononcer d'ici le 4 juillet. D'éventuelles modifications sont donc encore possibles avant l'adoption finale d'un compromis satisfaisant pour les différentes parties. Certains élus républicains pourraient s'y opposer, invoquant la nécessité d'une gestion budgétaire plus rigoureuse.

Le marché obligataire reste, pour l'instant, relativement serein face à ces annonces, suggérant que les investisseurs continuent de croire en la capacité du gouvernement à honorer ses engagements et à placer ses émissions. Toutefois ceci pourrait se compliquer si les détenteurs étrangers de dette américaine comme la Chine sortent du paysage. Il ne faudrait toutefois qu'une étincelle pour que les taux longs regagnent de la hauteur. Par ailleurs, malgré certains sondages comme le University of Michigan 1Yr inflation expectation montrant une perception accrue du risque inflationniste par les ménages pour cette année, les anticipations d'inflation à long terme le 10 year breakeven rates demeurent bien ancrées, n'indiquant pas de menace imminente.

U.S. Deficit, Revenue and Debt Since 1981

The national debt has increased drastically under every recent president, regardless of political party.

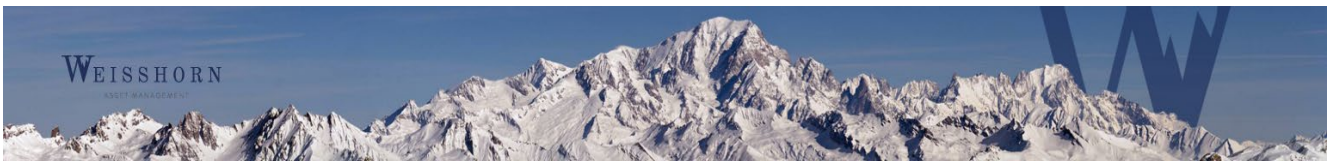


SOURCE: THE BALANCE, "U.S. FEDERAL GOVERNMENT TAX REVENUE BY YEAR," MAY 15, 2024; FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS, "FEDERAL SURPLUS OR DEFICIT (FYFSD)"; INVESTOPEDIA, "U.S. NATIONAL DEBT BY YEAR," NOV. 4, 2024.

DISCOURSE

- **Taxes Douanières**

Du côté des droits de douane, de nombreuses annonces ont été faites au cours du mois, sans pour autant modifier significativement la situation actuelle. Le principal point positif réside dans la tenue des négociations entre les États-Unis et la Chine, organisées début mai à Genève. À l'issue d'un week-end de discussions, les deux principales puissances économiques sont parvenues à un accord temporaire, les États-Unis ont accepté de réduire leurs tarifs de 145% à 30%, tandis que la Chine abaissait les siens de 125% à 10%, et ce pour une période de 90 jours, afin de se laisser le temps de poursuivre les négociations. Cette annonce, très attendue, a entraîné une forte réaction des marchés, bien qu'elle ait été en grande partie anticipée, dans la mesure où des niveaux tarifaires aussi élevés étaient intenables à moyen terme pour les deux économies.



Comme évoqué précédemment, à la fin du mois, le président américain a menacé l'Union européenne de mettre en place des droits de douane de 50% à compter du 1er juin, avant de revenir rapidement sur ses propos. En plus de cela, durant la dernière semaine de mai, une décision de justice a initialement déclaré que les taxes douanières étaient illégales, avant qu'une autre juridiction ne les valide. Cette succession d'annonces contradictoires illustre bien le climat d'incertitude qui domine sur les marchés depuis l'arrivée au pouvoir du nouveau président. Chaque semaine, des informations susceptibles d'influencer l'économie mondiale émergent, pour être aussitôt démenties ou invalidées. Encore à la toute fin mai, les tensions entre les États-Unis et la Chine ont ressurgi, chaque partie accusant l'autre de ne pas respecter les engagements pris à Genève.

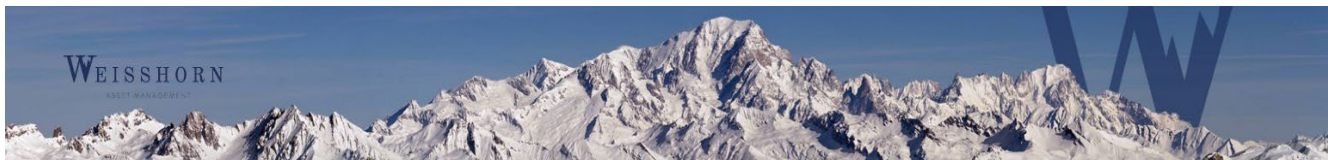
Les regards sont désormais tournés vers l'échéance du 9 juillet, date à laquelle prendra fin la trêve de 90 jours sur les droits de douane réciproques. Bien que des discussions soient toujours en cours, il semble peu probable qu'un compromis durable soit trouvé d'ici là. À défaut d'un accord final, notamment avec l'Union européenne, les marchés risquent de redevenir plus nerveux à mesure que la date fatidique approche. Par ailleurs, les actions ont nettement rebondi depuis le « Liberation Day » et atteignent à présent des niveaux de valorisation relativement élevés. Ce regain d'optimisme s'explique en partie par le phénomène surnommé « TACO Trade » (TACO pour Trump Always Chickens Out), expression populaire qui reflète la conviction selon laquelle le président finit toujours par reculer sous la pression. Cette perception contribue à l'attentisme complaisant observé sur les marchés actions, qui semblent parier sur un retrait de Trump à l'approche des décisions majeures. Ce contexte suggère que si, cette fois-ci, le président ne « recule pas », les marchés pourraient être pris de court et faire face à une correction brutale.

Figure 2. U.S. Average Effective Tariff Rate Since 1790



* Assumes revised April 9 tariffs stay in place.

Chart: The Budget Lab • Source: Historical Statistics of the United States Ea424-434, Monthly Treasury Statement, Bureau of Economic Analysis, The Budget Lab analysis. • Created with Datawrapper

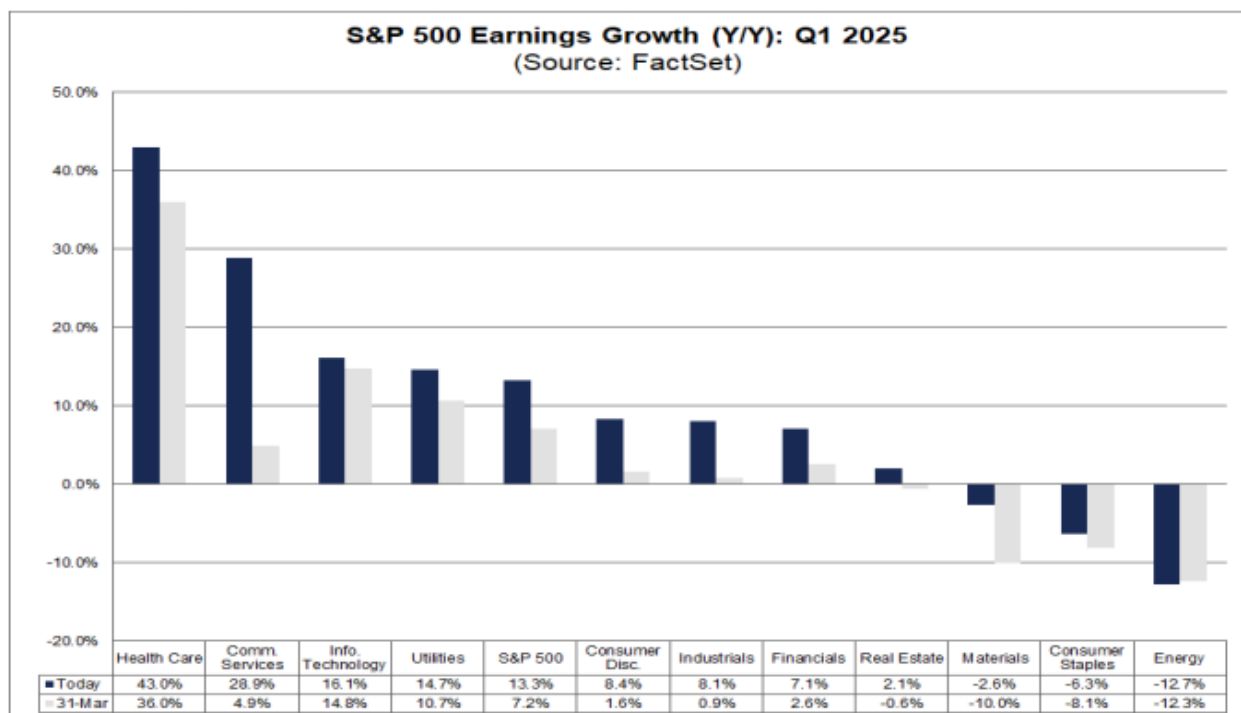


• Résultats d'entreprises

En dépit d'un environnement marqué par une forte incertitude, les marchés actions ont tous enregistré des performances positives, dans la continuité du rebond amorcé après la correction du « Liberation Day ». Le Nasdaq s'est distingué en affichant la plus forte progression mensuelle, avec une hausse de plus de 9%, suivi du S&P 500 en hausse de 6.3%. En Europe, le Stoxx 600 a gagné plus de 5%, tandis que l'indice chinois CSI 300 a terminé le mois en hausse de 2%. Bien que les États-Unis aient prolongé leur dynamique haussière plus vigoureusement que les autres régions, c'est toujours l'Europe qui conserve la tête en termes de performance depuis le début de l'année, avec une progression de 10.75%.

L'accord entre les États-Unis et la Chine a naturellement soutenu ce mouvement haussier, mais les publications de résultats du premier trimestre ont également joué un rôle clé en apaisant les inquiétudes des investisseurs les plus prudents, tout en confortant l'optimisme des plus confiants. Compte tenu des récentes annonces gouvernementales, de nombreux analystes avaient revu à la baisse leurs anticipations de croissance pour le premier trimestre. Cependant, la majorité des droits de douane n'ayant été instaurée qu'en avril, leur impact sur les résultats du trimestre écoulé s'est avéré marginal. Certaines entreprises ont même bénéficié de cette situation, ayant anticipé les hausses tarifaires en constituant des stocks à moindre coût.

Il en résulte une croissance des bénéfices des entreprises du S&P 500 bien supérieure aux attentes. Alors que le consensus tablait sur une progression de 7.2% au 31 mars 2025, la croissance effective s'établit à 13.3% au 30 mai. Les marges bénéficiaires ont continué de s'améliorer, accompagnées d'une hausse des revenus supérieure aux prévisions. En somme, les publications ont surpassé les attentes sur l'ensemble des indicateurs.



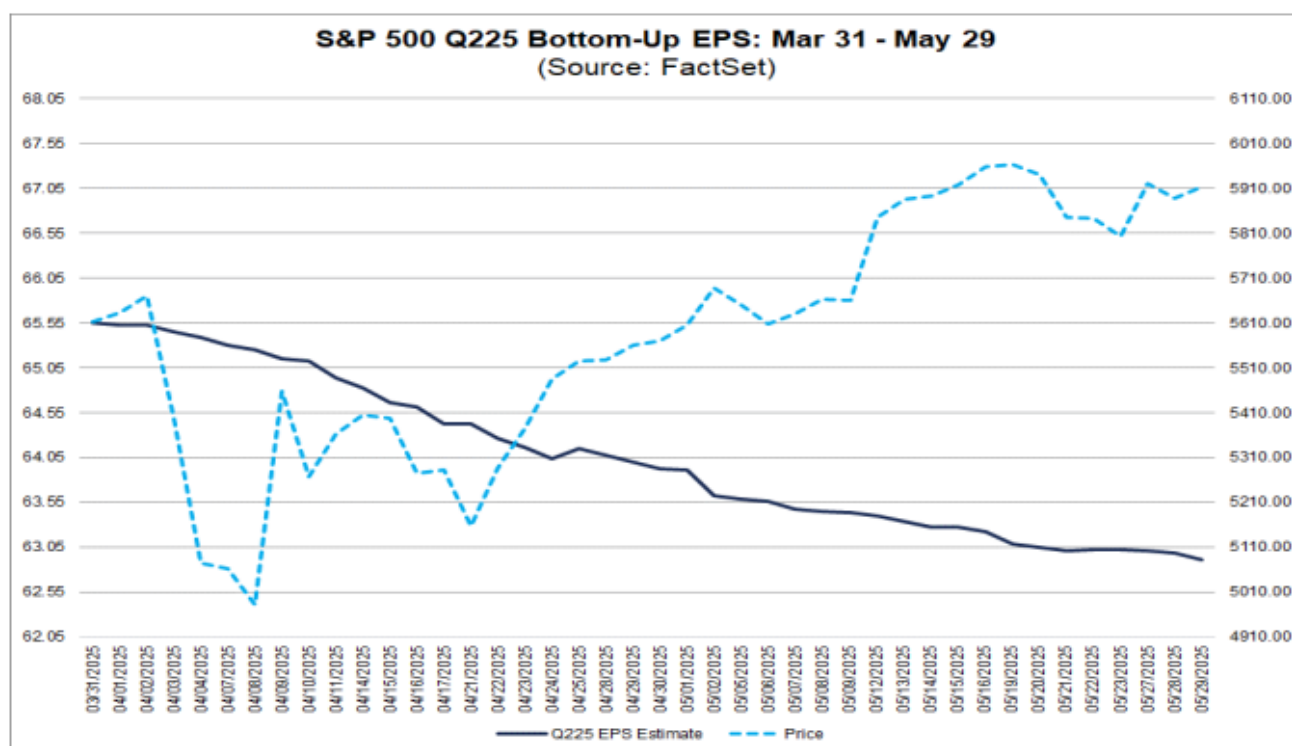
Source : Factset 30/05/25



Néanmoins, plusieurs signaux laissent entrevoir des risques à venir. Le ralentissement de la croissance des résultats des « Magnificent 7 » commence à se faire sentir, et une forte décélération est attendue au deuxième trimestre, à moins que les analystes n'aient, une fois de plus, été trop prudents. Ces sept valeurs représentant près d'un tiers du S&P 500, une déception sur leurs bénéfices pourrait peser lourdement sur l'indice. Le véritable test pour la croissance interviendra au deuxième trimestre, une fois que les entreprises américaines auront pleinement intégré la hausse des coûts liés aux importations. Deux scénarios se dessinent, si les entreprises répercutent ces hausses sur les prix de vente, la consommation pourrait fléchir, affectant ainsi la croissance du chiffre d'affaires. À l'inverse, si elles choisissent d'absorber ces coûts, leurs marges seront mises sous pression, en particulier pour celles dépendantes des biens importés.

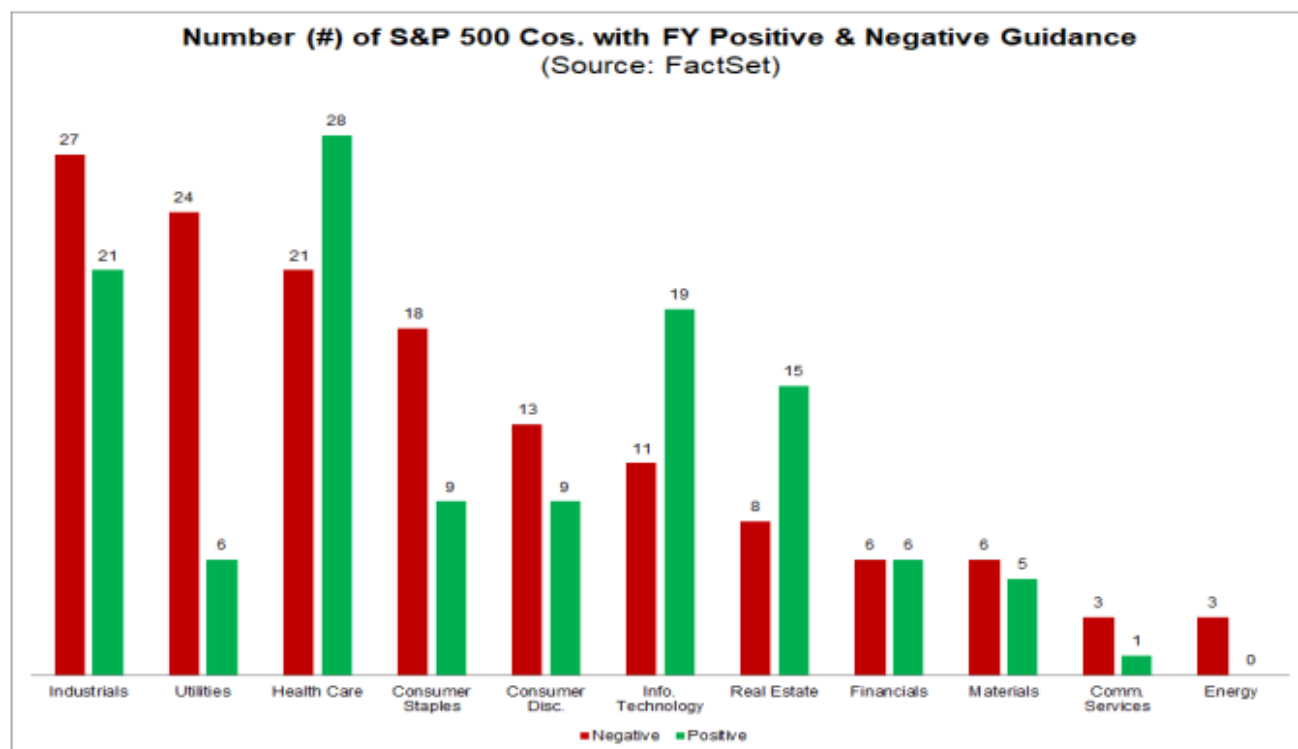
Les effets de cette nouvelle donne devraient également se faire sentir à l'international. Une baisse des importations américaines pourrait pénaliser les entreprises exportatrices européennes et chinoises. Celles-ci pourraient voir leur chiffre d'affaires décliner, ou être contraintes de baisser leurs prix pour maintenir leur compétitivité, ce qui, là aussi, rognerait leurs marges. L'éventail des scénarios possibles reste large, et il est encore trop tôt pour évaluer précisément l'impact des mesures douanières.

Du point de vue des analystes, le deuxième trimestre devrait être moins favorable que le premier, les révisions de croissance poursuivant leur tendance baissière. En revanche, les entreprises elles-mêmes affichent un discours plus résilient. Malgré le manque de visibilité, la majorité a confirmé ses objectifs annuels, très peu ont retiré leur guidance, et une proportion légèrement supérieure à la moyenne historique a révisé à la baisse, ou élargi, la fourchette de ses prévisions.



Source : Factset 30/05/25

FY 2025 / 2026: EPS Guidance



Source : Factset 30/05/25

• Flows

Si l'on se fie uniquement à l'évolution des indices boursiers mondiaux, on pourrait croire que le sentiment de marché est redevenu positif et que les investisseurs se repositionnent pour profiter de la hausse. Pourtant, cette impression est trompeuse, ce regain d'optimisme ne se reflète pas uniformément selon les catégories d'investisseurs. Ces dernières semaines, le rallye sur les actions a été principalement porté par les investisseurs privés. En raison du manque de visibilité sur les tendances économiques, les investisseurs institutionnels ainsi que les hedge funds ont, quant à eux, adopté une posture plus prudente en réduisant leur exposition aux actions. De leur côté, les particuliers poursuivent leur stratégie « buy the dip », qui leur a jusqu'ici permis d'enregistrer de solides performances.

Cependant, ce mouvement haussier sur les marchés actions pourrait bien s'essouffler. Après un rebond de 18% du S&P 500 depuis ses plus bas d'avril, JP Morgan a récemment indiqué observer les premiers signes de prises de bénéfices de la part des investisseurs privés sur cette stratégie d'achat dans les creux. Si ces derniers venaient à se retirer, la dynamique d'achat s'affaiblirait considérablement, laissant peu de soutien pour les cours. Les prochaines semaines seront donc cruciales, d'autant que les investisseurs institutionnels attendent des signaux macroéconomiques forts avant de reprendre du risque dans leurs portefeuilles.

Exhibit 28: Hedge Funds: rolling 4-wk avg. flows negative since Dec. '24

Net buys (4 week avg, \$ mn)

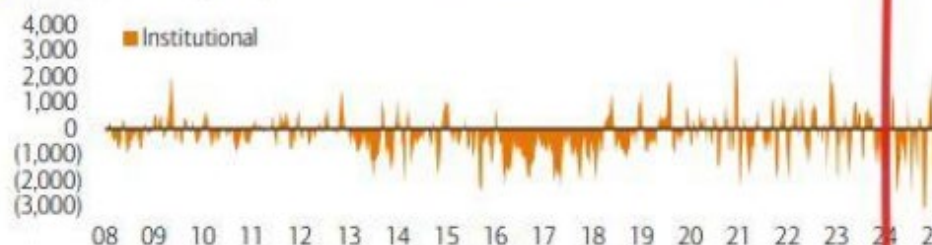


Source: BofA Securities

BofA GLOBAL RESEARCH

Exhibit 29: Institutional clients: rolling 4-wk avg. flows negative since Jan. '25

Net buys (4 week avg, \$ mn)



Source: BofA Securities

BofA GLOBAL RESEARCH

Exhibit 30: Private clients: rolling 4-wk avg. flows positive since Dec. '24

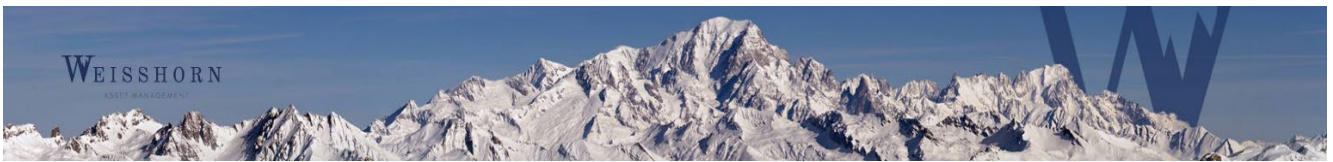
Net buys (4 week avg, \$ mn)



Source: BofA Securities

BofA GLOBAL RESEARCH

Plusieurs échéances majeures auront lieu en juillet, le 4, le Sénat américain devra se prononcer sur la « Big Beautiful Bill », le 9 marquera la fin de la trêve tarifaire. Enfin, juillet marquera aussi le début de la saison des résultats du deuxième trimestre. D'ici là, les banques centrales tiendront leurs réunions respectives, et les propos de la Réserve fédérale seront particulièrement scrutés afin de détecter d'éventuels signes de résurgence des pressions inflationnistes. À ce stade, le marché n'anticipe pas de baisse des taux pour la prochaine réunion, et si M. Powell parvient à maintenir un discours rassurant, le mois de juin pourrait s'installer dans une dynamique d'attente. Toutefois, si aucun accord significatif sur les droits de douane n'est trouvé d'ici au 9 juillet, le stress sur les marchés pourrait s'intensifier au fur et à mesure que la date butoir approche.



Dans ce contexte incertain où la lecture des données économiques devient aussi déterminante pour nous que pour les banques centrales, il demeure difficile d'établir des perspectives claires. Néanmoins, il est essentiel de rappeler que la volatilité est inhérente aux marchés financiers. Les turbulences de court terme ne doivent pas occulter les perspectives de performance à long terme, qui demeurent favorables et si vous avez suivi l'adage « sell in may and go away » vous ne devriez pas avoir de soucis en juin. Nous vous souhaitons un excellent début d'été, ainsi que de très bonnes vacances à celles et ceux qui ont déjà la chance de partir.

Legal Notice:

These documents are intended exclusively for clients of Weissshorn Asset Management who have signed a management mandate and have expressed their wish to receive such information and documents (such as financial analyses, research notes, market reports and commentaries and/or factsheets). These documents may not be communicated to third parties. The information and opinions (including positions) they contain are for information purposes only and may not be considered as a solicitation, offer or recommendation to sell or buy securities, to influence a transaction or to enter into any contractual relationship. In particular, no information, document or opinion (including positioning) indicated on this Web site concerning services or products may constitute or be considered as an offer or solicitation to sell or buy securities or any other financial instrument in any jurisdiction where such offer or solicitation is prohibited by law or where the person making the offer or solicitation does not possess a license or regulatory authorization to do so or where any offer or solicitation contravenes local regulations. Any such prohibited offer or solicitation will be considered null and void, and Weissshorn Asset Management will disregard any communication received in this regard. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of current or future performance, and no representation or warranty, expressed or implied, is made regarding future performance. Clients are advised to seek professional advice to assess the opportunities and risks associated with any financial operation before committing to any investment or transaction.