

BRUELLAN PANORAMA

Q2/2025



PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES / AVRIL / MAI / JUIN 2025

LE PRIX DE L'INCERTITUDE

SUISSE

LA NORMALISATION
DE LA CROISSANCE
CHALLENGÉE

EUROPE

LES DERNIÈRES SEMAINES
ONT-ELLES MARQUÉ LE
DÉBUT D'UNE SUPER
DÉCENNIE POUR L'EUROPE?

ETATS-UNIS

VERS UNE STAGFLATION?

ASIE

AU-DELÀ DES CRAINTES
TARIFAIRES, UNE OPPOR-
TUNITÉ DE REDRESSEMENT
POUR LA CHINE

TABLE DES MATIÈRES

- 04 Editorial**
Le prix de l'incertitude
- 06 Performances des marchés & grilles d'allocation**
- 10 Suisse**
La normalisation de la croissance challengée
- 12 Europe**
Les dernières semaines ont-elles marqué le début d'une super décennie pour l'Europe?
- 14 Etats-Unis**
Vers une stagflation?
- 16 Asie**
Au-delà des craintes tarifaires, une opportunité de redressement pour la Chine
- 18 Obligations**
- 22 Disclaimer**
- 23 Où nous trouver**

ÉDITORIAL

LE PRIX DE L'INCERTITUDE

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

Après deux années de croissance supérieure aux attentes et de recul des pressions inflationnistes, les risques de stagflation refont surface, en partie dus à la perspective de changements politiques radicaux sous l'administration Trump. Des mesures favorables à la croissance, telles que des réductions de l'impôt sur les sociétés, une déréglementation, la baisse des prix de l'énergie et un éventuel accord de paix entre la Russie et l'Ukraine, pourraient soutenir l'expansion économique. Toutefois, les risques de ralentissement demeurent importants: les droits de douane et le durcissement des politiques d'immigration pourraient perturber les chaînes d'approvisionnement mondiales et alimenter les pressions inflationnistes.

Le président Trump peut bien prétendre « ne pas regarder le marché boursier » en ce qui concerne les décisions tarifaires, mais il surveille probablement son taux de popularité. Depuis son investiture, les sondages ont évolué et se situent désormais à 46,5% d'avis favorables contre 49,7% d'avis défavorables, ce qui est bien pire que le président Biden au même stade de son mandat, avant que l'inflation n'érode sa popularité malgré quatre années de croissance annualisée du PIB supérieure à 2,5%.

L'inflation constituant une préoccupation majeure des électeurs, toute pression sur les prix pourrait encore affaiblir le taux de popularité de Trump, ce qui inciterait à la prudence en matière de politiques risquant d'alimenter l'inflation avant les élections de mi-mandat.

Les perspectives générales sont très incertaines. Ce qui est clair par contre, c'est que **l'incertitude a un prix**. Dans un environnement à visibilité limitée, les dirigeants d'entreprise peuvent être amenés à retarder le déploiement de dépenses en capital, tandis que les investisseurs exigent une meilleure rémunération du risque. Les marchés

boursiers pourraient continuer à progresser, mais leurs gains devraient être portés par la croissance des bénéficiaires plutôt que par une expansion des multiples, c'est-à-dire des ratios cours/bénéfices (P/E) plus élevés.

Une économie mondiale résiliente malgré la volatilité des marchés

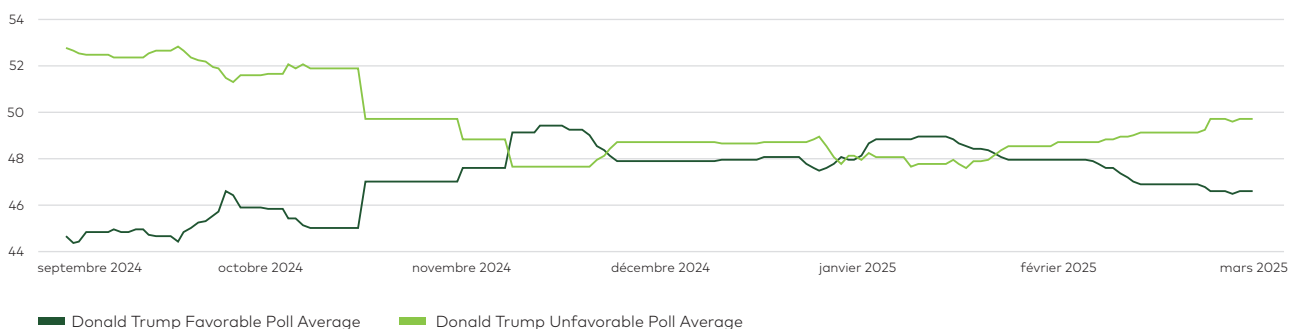
Jusqu'à présent, l'impact s'est concentré sur les valorisations boursières plutôt que sur l'économie réelle. Les indicateurs avancés sont toujours porteurs et l'économie mondiale reste solide. L'indice PMI mondial des services, bien qu'ayant décéléré de 53,8 en décembre à 51,6 aujourd'hui, demeure en territoire expansionniste, avec 94% des pays qui affichent une croissance. L'indice PMI manufacturier, quant à lui, poursuit son rebond, après une longue période de contraction. Il a désormais légèrement dépassé le seuil de 50, signalant une nouvelle phase d'expansion.

Aux États-Unis, le secteur manufacturier est clairement reparti à la hausse, avec un PMI qui a grimpé à 52,7. Et si l'économie européenne reste en dessous de la barre des 50, signe de faiblesse persistante, presque tous les pays de l'UE ont affiché une amélioration significative au cours du dernier trimestre.

L'Europe et la Chine intensifient leurs mesures de relance pour soutenir la croissance dans un contexte d'incertitude grandissante

L'Europe et la Chine mettent en œuvre d'importantes mesures pour soutenir la croissance de leurs économies. En Europe, l'Allemagne est en première ligne avec des projets visant à assouplir le frein à l'endettement pour financer EUR 500 milliards d'investissements dans les infrastructures et renforcer considérablement les dépenses de défense. L'Allemagne, avec un ratio dette/PIB de 63%, a une capacité budgétaire suffisante pour les porter.

Les opinions défavorables à l'égard de Donald Trump dépassent désormais largement les opinions favorables



Le PMI des services mondiaux ralentit mais reste en territoire expansionniste, tandis que le secteur manufacturier renoue avec la croissance après deux ans de contraction



La Chine, pour sa part, travaille à renforcer les dépenses de consommation par le biais de politiques de crédit assouplies, tout en investissant massivement dans des secteurs de haute technologie tels que l'IA et la robotique pour soutenir la croissance sur le long terme.

Le repli de l'inflation permet un soutien continu des banques centrales

Les pressions inflationnistes mondiales se calment progressivement et, en l'absence d'une nouvelle guerre commerciale engagée par Donald Trump, cette tendance devrait perdurer. L'inflation des prix à la consommation a considérablement diminué, l'IPC s'établissant actuellement à 2,8% aux États-Unis, à 2,4% dans l'UE, et la Chine évoluant en territoire déflationniste. Du côté des producteurs, l'inflation est désormais contenue, avec un PPI américain à 2,1%, un PPI européen à 1,1% et la Chine en déflation depuis plus d'un an. Le dernier obstacle, l'inflation des services (qui représentent 60% de l'IPC), devrait continuer à se modérer à mesure que la croissance des salaires et les coûts du logement ralentissent.

Cette toile de fond devrait permettre aux banques centrales de continuer à soutenir l'économie, la Fed et la BCE étant susceptible de procéder à deux baisses de taux supplémentaires. Historiquement, de telles actions ont stimulé l'industrie manufacturière, compte tenu de sa sensibilité aux taux d'intérêt.

Les bénéfices des entreprises portent les marchés boursiers, face à des niveaux de valorisation tendus

La saison des résultats du 4^{ème} trimestre 2024 s'est avérée solide, avec une progression de 13% du BPA du S&P 500. Si l'on retire l'énergie, la croissance a atteint 16%, la plupart des secteurs affichant des gains à deux chiffres. Le S&P 500 hors «sept magnifiques» a désormais augmenté sa contribution aux bénéfices pour le troisième trimestre consécutif, ce qui témoigne d'un marché qui s'élargit.

Pour 2025, une croissance à deux chiffres du BPA est prévue, soutenue par la résilience conjoncturelle et les réductions d'impôts potentielles, bien que les droits de douane et les politiques d'immigration constituent des risques. Le ratio cours/bénéfice du S&P 500 est passé de 22x à 20x, et la grande incertitude entourant le programme politique

de Donald Trump devrait limiter l'expansion des multiples. Les gains supplémentaires sur les actions dépendront donc de la croissance des bénéfices plutôt que d'une réévaluation des valorisations. Partant, les régions aux multiples plus bas, comme l'Europe et la Chine, pourraient offrir des opportunités plus intéressantes, le Stoxx Europe 600 se négociant actuellement à un ratio cours/bénéfice de 14x et l'Asie hors Japon à 13x.

Un monde d'incertitudes: croissance plus faible, inflation plus élevée, mais pas de récession prévue

Le retour au pouvoir de Donald Trump remodèle le paysage économique mondial. L'évaluation de l'impact net demeure très complexe, car la pérennité de ces politiques est incertaine, compte tenu des revirements fréquents, des contestations judiciaires et des négociations politiques en cours.

Au final, nous anticipons un ralentissement modéré de la croissance mondiale, qui devrait tomber légèrement en dessous de 3%, avec aussi une inflation plus élevée que prévu. Cela dit, **une récession reste peu probable** de notre point de vue, étant donné la résilience des fondamentaux économiques dans toutes les grandes régions. **La croissance des bénéfices devrait continuer à soutenir les marchés boursiers**, en particulier les indices dont les valorisations sont moins tendues, car l'incertitude accrue limitera vraisemblablement l'expansion des multiples.

En matière d'investissement, nous **maintenons notre vue constructive sur les actifs à risque**, en particulier les actions, réitérant notre **stratégie d'achat sur repli** tout en renforçant la nécessité d'une **plus grande diversification** dans un contexte de retour de la volatilité des marchés.

Sur le plan régional, nous **conservons un positionnement neutre à ce stade**. Si la récente correction du marché boursier américain a amélioré les valorisations, celles-ci restent élevées par rapport aux normes historiques, limitant l'intérêt d'une surpondération. À l'inverse, l'Europe et la Chine présentent des opportunités intéressantes en raison de leurs décotes de valorisation et de leurs efforts de relance budgétaire. Toutefois, une confirmation supplémentaire des réformes structurelles sera nécessaire avant d'adopter un positionnement plus constructif sur ces régions.

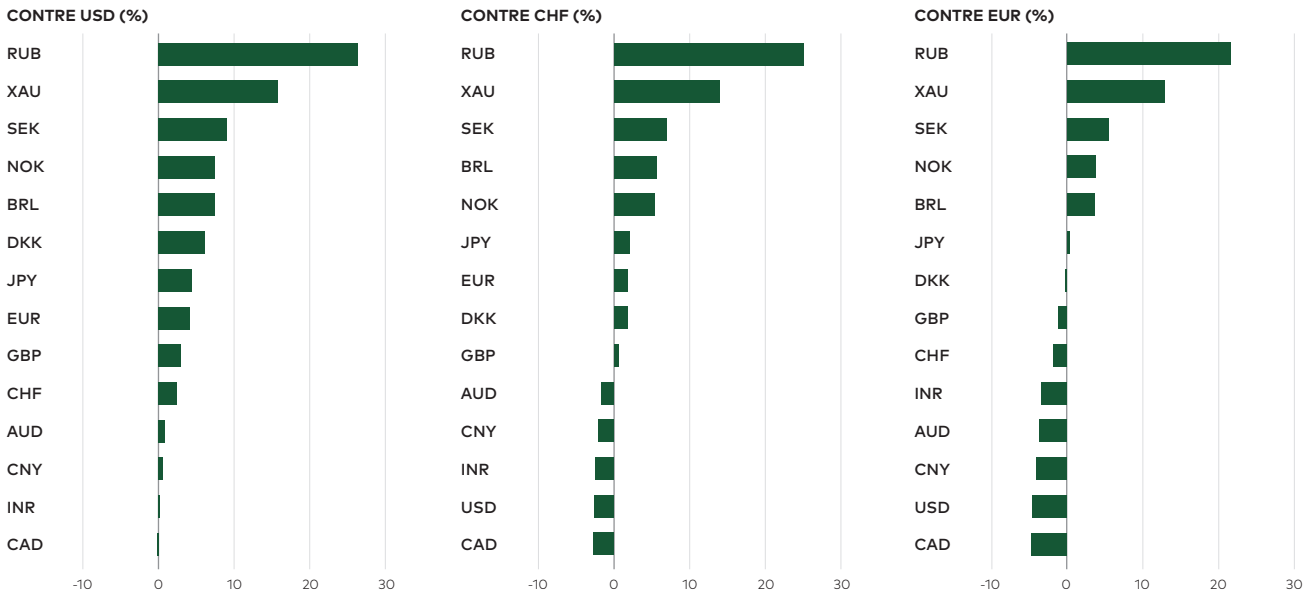
6 PERFORMANCE DES MARCHÉS

Indicateurs économiques actuels

	PIB réel %		Inflation %		PMI	Dette % PIB	Compte courant % PIB	Budget % PIB	Chômage %	Taux d'intérêt	
	2024	2025	2024	2025	Dernier					Dernier	Dernier
USA	2,8	1,9	3,0	3,0	49,8	97,8	-3,8	-6,9	4,1	4,3%	4,2%
Zone Euro	0,4	0,9	2,4	2,2	48,6	87,4	2,8	-3,2	6,2	2,1%	2,7%
Suisse	1,3	1,3	1,1	0,5	48,9	17,8	5,7	0,0	2,6	0,2%	0,5%
UK	1,1	1,0	2,5	3,1	44,9	101,0	-2,7	-5,1	4,4	4,5%	4,6%
Asie ex Japon	5,3	4,5	1,3	1,9	-	4,6	1,5	-6,0	4,3	4,4%	3,5%
Japon	0,1	1,2	2,7	2,6	48,4	216,2	4,8	-4,0	2,5	0,3%	1,5%
Brésil	3,4	2,0	4,4	5,4	53,0	60,8	-2,9	-8,5	6,7	-	15,1%
Russie	4,1	1,6	8,4	8,2	48,2	19,5	2,8	-0,6	2,3	-	-
Inde	9,2	6,3	4,8	4,7	57,6	46,5	-0,9	-4,9	8,5	7,3%	6,6%
Chine	5,0	4,5	0,2	0,6	51,2	330,0	2,3	-4,8	4,0	1,9%	1,8%
Monde	3,3	2,9	4,2	4,0	-	-	0,6	-	7,1	-	-

Performance des marchés (du 31.12.2024 au 31.03.2025)

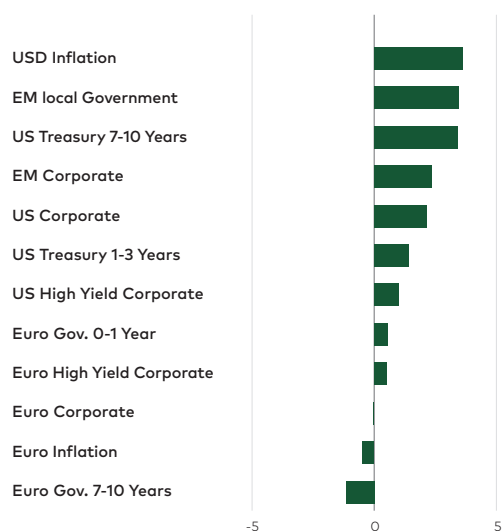
Taux de change



Marché actions / Rendement Total & Valorisation
(du 31.12.2024 au 31.03.2025)

	USD	EUR	CHF	GPB	Leading PE	
					Médiane LT	Dernier
					S&P 500	-4,3%
Eurostoxx	12,3%	7,5%	9,4%	9,0%	14,0	14,6
Swiss Perf. Index	11,1%	6,8%	8,6%	8,0%	19,1	18,0
FTSE 100	9,4%	4,7%	6,6%	6,1%	14,2	12,3
MSCI Asia Ex-Jpn	1,1%	-3,2%	-1,5%	-1,9%	14,7	13,4
Nikkei 225	-5,6%	-9,2%	-7,7%	-8,2%	20,4	18,2
Brazil Bovespa	16,9%	12,4%	14,2%	13,6%	14,0	7,5
MSCI Russia	-	-	-	-	6,1	-
India SENSEX	-3,0%	-7,1%	-5,5%	-5,9%	20,9	20,3
China CSI 300	-0,4%	-4,7%	-3,0%	-3,4%	15,5	15,1
MSCI World	-1,8%	-6,0%	-4,3%	-4,7%	17,4	18,9

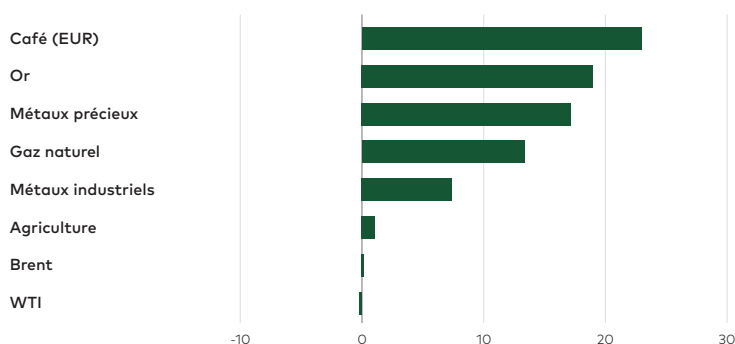
Marché obligataire



Secteurs / Performance & Valorisation (Leading PE)

	Performance			USA		Europe		Monde	
	USA	Europe	Monde	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier
	Cons. Discr.	-13,5%	-4,4%	-10,5%	21,6	25,3	14,6	15,0	18,8
Cons. Non Cycl.	4,6%	4,7%	5,5%	19,5	21,9	18,4	16,0	19,3	19,8
Finance	2,0%	15,5%	5,5%	14,4	16,4	11,5	10,7	13,6	14,0
Energie	9,3%	10,8%	9,2%	14,4	16,3	11,0	9,4	13,3	13,3
Industrie	-0,7%	6,9%	2,0%	18,4	22,8	18,9	20,4	18,3	20,4
Technologie	-12,9%	-4,6%	-12,0%	22,5	34,6	25,4	26,8	23,3	34,2
Matériaux	1,7%	0,0%	3,2%	17,7	20,3	14,6	15,8	16,2	17,3
Services publics	4,1%	9,9%	6,6%	16,9	18,1	14,1	13,1	16,7	16,2
Santé	5,7%	0,0%	4,6%	19,6	17,9	20,4	15,9	20,4	17,4
Télécom.	-7,0%	10,3%	-4,6%	17,9	18,2	16,1	17,9	18,2	18,5
Immobilier	2,9%	2,3%	-4,6%	44,2	37,5	21,1	13,0	28,3	27,6

Matières premières



8 GRILLES D'ALLOCATION

Classes d'actifs

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Actions	●			Nous restons constructifs sur les perspectives pour l'année 2025. Bien que la croissance du PIB ait été révisée à la baisse et que les pressions inflationnistes soient plus fortes, l'économie globale demeure solide.	Des guerres commerciales alimentant les pressions inflationnistes et l'incertitude qui pèse sur la croissance constituent toujours des risques majeurs.
Obligations	●			Les obligations mondiales présentent des rendements attractifs, alors que la guerre commerciale augmente les risques sur le front de la croissance. Les obligations devraient conserver leurs vertus diversificatrices si la conjoncture ralentit plus que prévu.	Une inflation plus persistante que la normale et des politiques budgétaires très expansives.
Or		●		Les achats des banques centrales et la demande d'or en tant que protection contre l'incertitude continueront de soutenir les prix.	Une normalisation de la politique tarifaire de l'administration Trump et un éventuel accord de paix en Ukraine.
Cash			●		

Actions

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats-Unis		●		Les bénéfices des entreprises américaines devraient afficher une progression de 11% cette année, grâce à la résilience de l'activité économique et à une amélioration du climat des affaires.	L'augmentation de la charge d'intérêt, de potentielles pressions inflationnistes et les attentes réduites en matière de baisses des taux par la Fed soulignent les vulnérabilités persistantes.
Europe		●		Une continuation des bonnes surprises macroéconomiques, couplée à la réalisation de catalyseurs clés (comme un cessez-le-feu en Ukraine), peut permettre une poursuite de la performance robuste.	Deux risques majeurs identifiés: une sortie du scénario «Boucles d'or» aux Etats-Unis (surchauffe ou décrochage) ainsi qu'une intensification de la guerre commerciale déclenchée par le président Trump.
Suisse		●		Le plan allemand d'investissement dans les infrastructures constitue sans nul doute un des moteurs principaux pour les entreprises suisses, surtout celles actives dans la construction/rénovation et les S&M caps.	Toujours beaucoup d'incertitudes susceptibles de casser la croissance internationale, ce qui aurait de facto un impact négatif sur l'économie et le marché.
Asie Pacifique ex-Japon		●		Les mesures de relance visant à stabiliser le secteur immobilier et à rétablir la confiance devraient favoriser une vue plus constructive de la Chine.	Un renforcement potentiel des droits de douane américains.
Japon		●		La croissance se redresse, alimentée par de fortes hausses de salaires et une demande intérieure soutenue.	Un renforcement potentiel des droits de douane américains ou une appréciation du yen dans le cadre d'un éventuel accord de Mar-a-Lago.

Obligations

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats développés	●			La hausse des bons du Trésor américain a été marquée et pourrait perdre de son élan, d'autant que les obligations souveraines européennes commencent à devenir plus intéressantes. La récente relance budgétaire allemande a poussé les rendements européens à des niveaux plus attractifs, offrant des opportunités dans la région.	Une nouvelle poussée inflationniste aux États-Unis pourrait remettre en question les baisses de taux prévues par la Fed, tandis qu'une expansion budgétaire européenne plus large pourrait accentuer encore la pentification des courbes de rendement et retarder la normalisation du marché obligataire.
Entreprises (IG)	●			L'élargissement modeste des spreads a amélioré les valorisations des obligations d'entreprises de qualité. Nous maintenons un positionnement constructif, en privilégiant les échéances de moyen terme.	Un ralentissement économique plus marqué ou un événement de crédit pourrait peser sur les bilans des entreprises, creuser les spreads et pénaliser les rendements totaux.
Haut rendement			●	«L'incertitude politique accrue justifie une approche prudente. Bien que les spreads se soient élargis, nous privilégions les obligations à haut rendement de courte échéance, présentant de solides profils de portage.	Le passage de la rhétorique à la mise en œuvre des politiques tarifaires américaines pourrait compromettre les prévisions de croissance et peser lourdement sur le crédit de moindre qualité.
Emergents		●		Les obligations émergentes sont toujours soutenues par la faiblesse du dollar américain et la flexibilité accrue des banques centrales sur les principaux marchés. Ces conditions offrent un contexte favorable, en particulier pour la dette libellée en monnaie locale.	Une guerre commerciale généralisée ou un regain de vigueur du dollar constitueraient des obstacles majeurs, susceptibles de resserrer les conditions financières et de limiter la marge de manœuvre des dirigeants des économies émergentes.

Taux de change

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	
EUR vs USD		●		A long terme, l'USD est cher contre EUR, mais la récente hausse de l'EUR laisse peu de marge de dépréciation sur le court terme.
EUR vs CHF			●	Le CHF devrait continuer à s'apprécier modérément par rapport à l'EUR.
USD vs CHF			●	La BNS a peu de marge de manœuvre pour freiner l'appréciation du CHF, avec des taux à 0,25% et une administration Trump opposée à ce que les banques centrales utilisent leurs réserves pour manipuler leurs devises.
EUR vs GBP			●	«Le différentiel croissant de taux d'intérêt en faveur de la GBP devrait soutenir son appréciation contre EUR».
EUR vs JPY			●	Point d'entrée intéressant pour prendre une position longue sur le JPY contre EUR : le JPY est sous-évalué et le différentiel de taux d'intérêt joue désormais en sa faveur.
USD vs GBP		●		Positionnement neutre compte tenu de la nette évolution des taux d'intérêt, qui favorise l'USD.

LA NORMALISATION DE LA CROISSANCE CHALLENGÉE

ANICK BAUD / SENIOR FUND MANAGER

Alors que le monde entier a les yeux rivés sur les annonces erratiques et changeantes de Monsieur Trump, susceptibles de faire basculer l'économie globale dans des directions opposées, il convient plus que jamais de raison garder et d'analyser factuellement ce qui pourrait, au niveau suisse, faire pencher la balance.

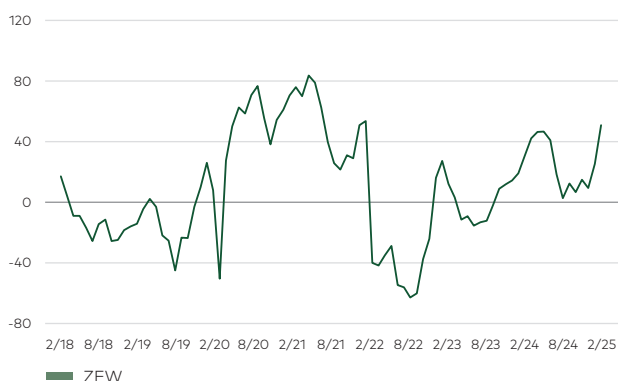
Près de trois mois après l'entrée en fonction du 46^e président des Etats-Unis, les conséquences de sa politique économique, au sein de son pays mais également pour le reste du monde, sont toujours aussi floues. En fonction de l'application ou non de certaines de ses décisions, deux scénarios bien distincts se dessinent pour la croissance mondiale, et suisse par extension, dans les mois à venir. Comme l'incertitude est par essence impossible à appréhender, nous avons décidé de ne retenir que le scénario le moins pessimiste, à savoir celui d'une très probable normalisation de la croissance mais à un rythme inférieur à la moyenne. Il existe en effet, à l'heure où nous écrivons ces lignes, plusieurs éléments porteurs pour la conjoncture helvétique, mais également certains risques de nature à édulcorer une véritable reprise.

Le plan allemand, un coup de fouet pour l'économie:

le vaste plan d'investissement de EUR 500 milliards récemment voté par le parlement allemand est une véritable aubaine, non seulement pour la croissance de notre pays voisin, mais aussi pour celle de l'économie suisse. L'Allemagne étant le deuxième partenaire commercial de la Confédération, sa bonne santé est en effet une condition sine qua non à une reprise du secteur manufacturier suisse, en difficulté depuis près de trois ans.

Au-delà des montants engagés et des retombées économiques attendues pour les entreprises suisses actives dans la construction et la rénovation, ce plan envoie un signal fort:

Le climat économique en Allemagne, mesuré par l'indice ZEW, est au plus haut depuis février 2022



il vise à restaurer la confiance au sein de la première puissance européenne. Un effet déjà visible dans la dernière donnée de l'indice ZEW, qui mesure le climat économique en Allemagne et qui a atteint en mars son plus haut niveau depuis février 2022. Cette dynamique devrait encourager le retour des investissements privés, longtemps gelés face aux incertitudes politiques et économiques, ainsi qu'une reprise de l'investissement public, un domaine où l'Allemagne accuse un retard considérable.

De fait, parmi les pays de l'OCDE, l'Allemagne est celui qui, en proportion de son PIB, a le moins investi ces 15 dernières années. Ce sous-investissement a freiné la modernisation et l'entretien des infrastructures (ponts, routes, réseaux ferroviaire et électrique) et exacerbé la crise du logement. Dans les grandes villes, la pénurie de logements fait flamber les loyers, et les experts estiment qu'à l'horizon 2027, il manquera près de 800'000 logements. La dernière grande vague de construction remonte à la réunification, laissant aujourd'hui un déficit structurel qui pèse sur le marché immobilier.

Avec ce plan, l'Allemagne amorce donc un rattrapage nécessaire, dont les effets dépasseront ses frontières et profiteront à toute l'Europe, Suisse comprise.

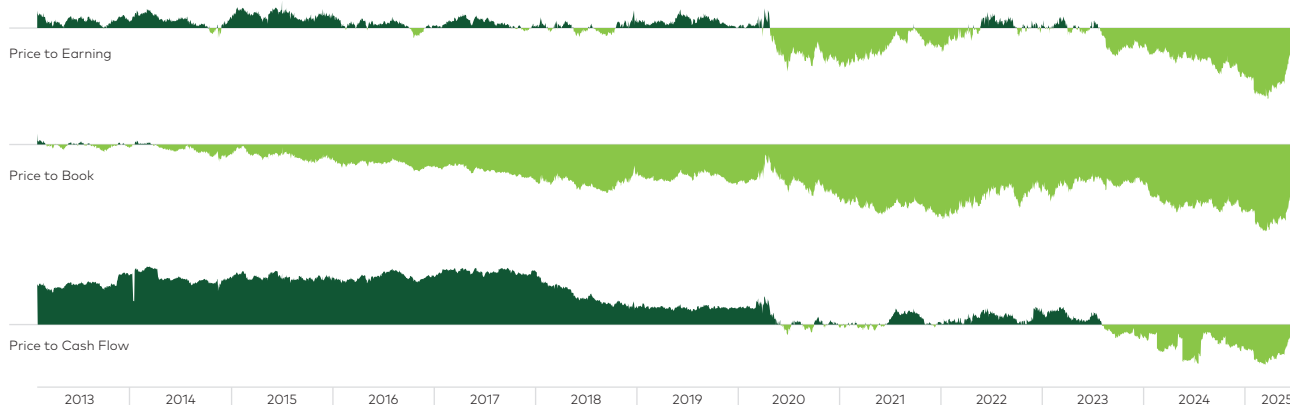
Conjectures autour des droits de douane:

à ce stade, il est encore trop tôt pour anticiper la décision finale de l'administration américaine. Quelques éléments factuels permettent toutefois de tempérer les inquiétudes, même si, dans toute guerre tarifaire, ce ne sont pas toujours les faits qui prévalent.

Tout d'abord, bien que la Suisse affiche un excédent commercial des biens avec les États-Unis, la balance globale (biens et services) est en réalité équilibrée, comme l'avait confirmé l'ancienne administration en novembre dernier. Ensuite, la Confédération est le sixième investisseur étranger aux États-Unis et occupe même la première place en matière d'investissements directs dans la recherche et le développement. Selon le SECO, les entreprises suisses emploient environ 400'000 personnes sur sol américain, principalement dans des postes à haute valeur ajoutée, avec un salaire moyen de USD 131'000.

Par ailleurs, les exportations pharmaceutiques, qui représentent 60% des exportations suisses vers les États-Unis,

On observe une décote importante du marché suisse par rapport au marché américain sur différentes métriques



sont peu susceptibles d'être taxées au même titre que les biens industriels, en raison de la difficulté à les substituer et de leur faible élasticité-prix.

Si l'impact direct d'éventuelles mesures tarifaires reste incertain, il ne fait aucun doute que des taxes douanières imposées aux partenaires commerciaux de la Suisse auraient des répercussions sur son économie, notamment dans certains secteurs manufacturiers déjà fragilisés depuis trois ans. Plus largement, le climat d'incertitude actuel pèse sur les décisions d'investissement. Alors que certaines industries ont mis du temps à assainir leurs stocks, une nouvelle vague de reports de commandes constituerait un coup dur supplémentaire. Toutes ces incertitudes ont d'ailleurs conduit la Banque nationale suisse (BNS) à réduire sa prévision de croissance pour 2025, désormais attendue entre 1 et 1,5%, soit en-deçà du potentiel. Même prudence du côté de certaines entreprises qui, lors de la publication de leurs résultats annuels, ont renoncé à formuler des projections pour l'année en cours, faute de visibilité.

La consommation, un rempart qui tient encore:

comme nous l'avons souligné à maintes reprises, la consommation privée a joué ces dernières années un rôle de stabilisateur, compensant la faiblesse persistante du secteur manufacturier. Tandis que l'indice PMI manufacturier évolue sous le seuil de croissance de 50 depuis 22 mois, le PMI des services, à quelques exceptions près, s'est maintenu au-dessus de ce seuil depuis février 2021.

De l'autre côté de l'Atlantique, certains indicateurs suggèrent un léger fléchissement de la confiance des consommateurs dans un environnement relativement anxiogène. En Suisse, cependant, les données disponibles ne permettent pas encore d'aboutir aux mêmes conclusions. Plusieurs facteurs devraient continuer à soutenir la consommation: la BNS prévoit une inflation faible en 2025 (0,4%), tandis que les salaires nominaux devraient progresser de 1,4%¹ en moyenne et la récente baisse du taux de référence applicable aux baux locatifs pourrait alléger le poids des loyers. Autre

signe encourageant, le climat de consommation, mesuré par le SECO, affiche une nette hausse par rapport à l'an dernier. Toutefois, dans un contexte international incertain, cet équilibre demeure fragile et pourrait vaciller au moindre choc.

Un marché suisse qui reste comparativement attrayant:

après cinq années de sous-performance par rapport aux marchés européens et américains, la bourse suisse a retrouvé des couleurs depuis le début de l'année. Si le rebond de Nestlé et Roche a largement contribué à ce regain de vigueur, le marché helvétique possède plusieurs atouts susceptibles de lui permettre de tirer son épingle du jeu.

En matière de valorisation, il est historiquement perçu comme onéreux, en raison de la solidité de l'économie et du positionnement de niche de nombreuses entreprises. Pour autant, on observe depuis plusieurs mois une décote marquée vis-à-vis du marché américain sur l'ensemble des grandes métriques (graphique 2), ce qui la rend comparativement plus intéressante.

Par ailleurs, la dynamique bénéficiaire attendue est particulièrement robuste en Suisse: les prévisions tablent sur une croissance des profits de 17% en 2025 et 9% en 2026, l'une des plus élevées d'Europe. Cet élément devrait constituer un soutien supplémentaire pour le marché boursier. Le niveau extrêmement bas des taux obligataires helvétiques à 10 ans (0,7%) renforce également l'attractivité des actions. Que l'on considère le rendement du dividende (3%) ou le rendement bénéficiaire (5%), la prime de risque reste attractive pour les investisseurs en quête de rendement.

Dans un scénario où l'économie mondiale demeure relativement épargnée par les tensions commerciales et bénéficie d'une relance budgétaire en Allemagne, les petites et moyennes capitalisations suisses, encore plus à la traîne, pourraient être les principales bénéficiaires, portées par une amélioration du PMI manufacturier. En revanche, si la croissance venait à être mise sous pression par un contexte international plus adverse, le caractère défensif des grandes capitalisations du SMI pourrait attirer davantage les investisseurs en quête de stabilité.

1 Selon le dernier «compensation survey» d'UBS, paru en automne 2024

LES DERNIÈRES SEMAINES ONT-ELLES MARQUÉ LE DÉBUT D'UNE SUPER DÉCENNIE POUR L'EUROPE ?

MALEK DAHMANI / FUND MANAGER

Les récents événements géopolitiques ont ébranlé les marchés financiers mondiaux, qu'il s'agisse des politiques menées par le Président Trump ou du regain de tensions internationales. Pour autant, les bourses européennes ont bien performé, soutenues par des catalyseurs comme la réforme fiscale en Allemagne et un potentiel cessez-le-feu en Ukraine. Si certains soutiens conjoncturels se concrétisent, permettant la poursuite de ce marché haussier, les obstacles structurels persistent, notamment le besoin d'une réelle intégration économique européenne pour un super cycle durable.

Une accélération du temps

Le siècle passé, Lénine avait prononcé cette célèbre phrase: «Il y a des décennies où rien ne se passe; et il y a des semaines où des décennies se passent.» L'actualité récente pourrait bien entrer dans cette seconde catégorie.

Depuis le début de l'année, une grande partie des nouvelles impactant les marchés boursiers ont d'abord circulé sur le réseau Truth Social, bien avant de figurer dans des médias traditionnels comme le Financial Times ou Bloomberg. Tandis que les données macroéconomiques étaient mitigées, la géopolitique a occupé le devant de la scène, Donald Trump usant de sa tactique de «submersion»: des discussions sur de nouveaux droits de douane entre les États-Unis, le Canada, le Mexique et la Chine, une interview houleuse avec le président ukrainien Zelenskyy, sans oublier des questions liées au statut du canal de Panama ou du Groenland. Entre-temps, une série de nouvelles controversées, touchant parfois directement l'Europe, ont émergé, trop nombreuses pour être énumérées ici.

Malgré cette toile de fonds tumultueuse, les marchés européens ont enregistré une performance impressionnante, avec un gain de 9% depuis le début de l'année. Pourquoi cela? Dans notre précédente publication, début 2025, nous avions évoqué le pessimisme extrême qui régnait vis-à-vis des marchés européens et listé des catalyseurs positifs potentiels, dans un scénario de type «Boucles d'Or». De fait, deux de ces catalyseurs ont pris de l'ampleur au cours des dernières semaines: un cessez-le-feu en Ukraine et, surtout, une politique fiscale expansive en Allemagne, avec réforme du frein à l'endettement. Cette dernière, proposée par le vainqueur des récentes élections, Friedrich Merz, vient d'être votée par les institutions allemandes. Le marché allemand en a fortement profité, notamment les indices DAX et MDAX qui affichent des gains de 15% depuis début 2025. En parallèle, les prévisions de bénéfices pour l'Europe ont été légèrement revues à la hausse, suite à des résultats du 4^e trimestre moins mauvais que prévu et de meilleures perspectives, surtout pour les secteurs liés à la consommation. Les banques ont également publié

des chiffres supérieurs aux attentes et fait état des projections 2025 moins pessimistes, grâce à la stabilité des taux d'intérêt de long terme. De leur côté, les actions américaines ont subi des révisions à la baisse des prévisions bénéficiaires, après une année 2024 exceptionnelle et face à des attentes probablement trop élevées. Les gains engrangés dans le sillage de l'élection de Donald Trump se sont ainsi vus effacés.

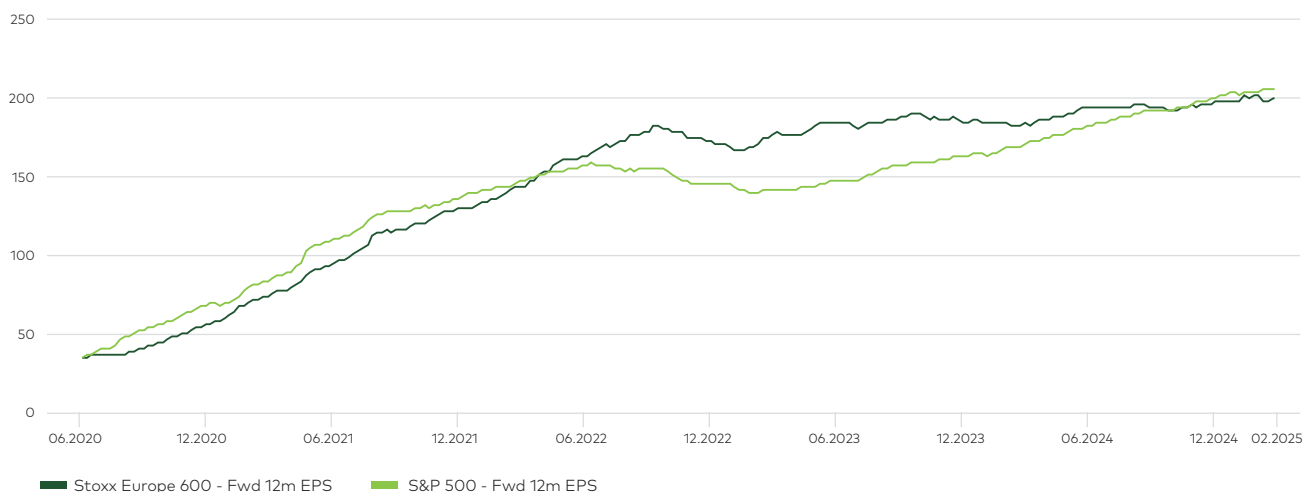
Dans ce contexte, les investisseurs ont été incités à se diversifier davantage qu'en fin d'année 2024, augmentant les flux entrants vers les actions européennes. Dès lors, la question qui se pose est: cette dynamique va-t-elle perdurer?

Les leviers d'une poursuite du marché haussier en Europe

Nous pensons qu'il n'est pas pertinent de privilégier une région au détriment de l'autre. Toutes deux pourraient très bien performer pour le reste de l'année. Néanmoins, il est clair que le rapport de performance entre l'Europe et les États-Unis est désormais plus équilibré qu'il y a trois mois. À titre de rappel, depuis le point bas du Covid, la croissance des bénéfices dans les deux régions a été similaire, contrairement à la décennie 2010, où l'Europe avait souffert de résultats négatifs, loin derrière les États-Unis.

Concernant les marchés boursiers européens plus particulièrement, plusieurs leviers sont de nature à soutenir la poursuite du rallye. Une politique fiscale expansive, surtout en Allemagne, pourrait relancer la consommation des ménages européens, qui se trouvent dans une situation financière favorable. De plus, l'impact d'un cessez-le-feu en Ukraine, notamment sur les coûts énergétiques pour les industries européennes, reste encore à concrétiser. Bien que ces effets ne se manifesteront probablement pas avant 2026 et au-delà, l'élan de confiance pourrait conduire à une poursuite de la réévaluation des actions européennes. Dans ce scénario, les entreprises orientées vers l'économie domestique devraient en bénéficier, tout comme les capitalisations moyennes, comme en témoigne la forte reprise du MDAX.

Forte croissance des bénéficiaires en Europe depuis le creux lié au Covid, désormais comparable à celle du marché américain



Un super cycle bénéficiaire pour l'Europe? Pas si vite...

Pour positive qu'elle soit, cette dynamique est-elle appelée à se transformer en changement structurel? De notre point de vue, il est encore trop tôt pour évoquer une telle évolution. Le récent rapport Draghi a clairement mis en lumière les limites de l'Europe en matière de surperformance structurelle. Cela nécessiterait un super cycle bénéficiaire, impulsé par un investissement accru en R&D et en outils de production, soutenu par une profondeur du marché des capitaux et une plus grande coopération européenne, permettant la création de champions transnationaux dans des secteurs clés comme les banques, les télécommunications et l'industrie.

Fragmentation et absence d'économies d'échelle: nombre de plateformes militaires européennes vs. américaines

	Europe	Etats-Unis
Chars	15	1
Avions de chasse	20	7
Destroyers & frégates	26	4
Torpilles	17	2
Canon de 155mm	27	2

Nous suivons de près les initiatives de mutualisation des dépenses dans le secteur de la défense. Si l'Europe parvient à surmonter les défis politiques internes pour renforcer ses capacités industrielles et collaborer efficacement, elle pourrait, peut-être, entrer dans un super cycle bénéficiaire.

Cela dit, quelques risques conjoncturels pourraient freiner ce scénario. A titre d'exemple, une forte probabilité de récession aux États-Unis affecterait inévitablement l'optimisme actuel, étant donné la dépendance de nombreuses entreprises européennes vis-à-vis du marché américain. De plus, les menaces de barrières douanières, bien qu'encore floues, risquent de se concrétiser, apportant avec elles de la volatilité qu'il faudra savoir exploiter, surtout pour les investisseurs qui, comme nous, demeurent positifs quant aux catalyseurs susmentionnés.

En résumé, malgré les défis spécifiques, nous restons dépendants des signaux provenant de la Maison-Blanche ou des publications sur Truth Social. Il nous faut nous adapter à cette accélération du temps, sans quoi nous risquons bien d'être en retard de quelques décennies, lorsque nous nous retrouverons dans quelques semaines pour notre prochaine édition.

ETATS-UNIS VERS UNE STAGFLATION ?

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

Après deux années de croissance plus forte que prévu, d'atténuation des pressions inflationnistes et de baisse des taux d'intérêt, le paysage économique américain a été remodelé. Le programme de la nouvelle administration présente à la fois des opportunités et des risques, avec des répercussions potentielles sur la croissance et la dynamique des prix.

Des mesures en faveur de la croissance

agressives ont été mises en œuvre pour remodeler l'économie américaine. Les mesures proposées comprennent une réduction du taux d'imposition des sociétés de 21% à 15%, de manière à doper l'industrie manufacturière nationale et renforcer la compétitivité. Parallèlement, un vaste programme de déréglementation, favorisant ainsi un environnement plus propice aux entreprises. En outre, une politique de forage sans limites vise à assurer l'indépendance énergétique, à réduire les coûts de l'énergie et à atténuer les pressions inflationnistes. Un éventuel accord de paix ou un armistice entre la Russie et l'Ukraine pourrait contribuer à faire baisser les prix de l'énergie, favorisant ainsi la stabilité économique.

Mais aussi des risques inflationnistes et d'incertitude

Si ces mesures sont de nature à stimuler la croissance économique, d'autres aspects du programme politique de Donald Trump posent des risques. Les tensions commerciales et le renforcement des droits de douane pourraient perturber les chaînes d'approvisionnement, alimenter l'inflation intérieure et peser sur la croissance mondiale. Les tarifs douaniers ont un impact direct sur les prix aux États-Unis (voir graphique 1). La politique d'immigration représente également un changement majeur. Sous la présidence Biden, un afflux de deux millions de nouveaux travailleurs par an a contribué à contenir la croissance des salaires malgré une croissance du

PIB supérieure à 2%. A contrario, le durcissement des politiques d'immigration sous la présidence Trump pourrait exacerber les pénuries de main-d'œuvre, alimentant ainsi l'inflation induite par les salaires.

Dans le même temps, les coupes budgétaires opérées par le ministère de l'efficacité gouvernementale (Department of Government Efficiency, DOGE) d'Elon Musk ont entraîné des pertes d'emplois généralisées au niveau fédéral, ce qui risque de perturber les services gouvernementaux et de peser sur la croissance. L'incertitude entourant ces coupes budgétaires pourrait également décourager les investissements privés.

L'incertitude reste un facteur déterminant

En seulement deux mois, Donald Trump a signé quasiment la moitié du nombre de décrets qu'avait totalisé son premier mandat, ce qui souligne l'instabilité grandissante de l'environnement politique. Cette imprévisibilité a un prix: les entreprises ont besoin de stabilité et de visibilité pour s'engager dans des dépenses d'investissement, tandis que les investisseurs exigeront des taux d'actualisation plus élevés sur leurs investissements pour compenser le risque accru. Dans ce contexte, les actifs richement valorisés deviennent moins attractifs car le potentiel d'expansion des multiples est limité, faisant de la croissance des bénéfices le principal moteur de performance.

Illustration de l'impact des droits de douane – prime sur l'aluminium dans le Midwest américain

Avant l'investiture du président Trump, la prime pour livrer de l'aluminium dans le Midwest américain (par rapport au prix du London Metal Exchange) était de 18%, ce qui correspond à sa médiane sur 10 ans. Suite aux droits de douane de Trump, elle a immédiatement grimpé à 33,5%.



Aux Etats-Unis, le ratio dette des ménages/PIB est à son plus bas niveau depuis la crise financière de 2008



Pas de récession, mais une inflation finale plus élevée et un nombre moindre de baisses de taux par les banques centrales

Les perspectives de croissance restent solides. Les indicateurs avancés, tels que l'indice PMI, sont toujours en territoire expansionniste. Alors que l'indice PMI des services, un moteur clé de la croissance, a fortement reculé, l'indice PMI manufacturier, qui était en territoire récessionniste depuis fin 2022, a connu un fort rebond, passant de 47,4 à 52,7 en cinq mois.

L'inflation continue de se modérer, l'IPC étant tombé à 2,8% et l'IPP à 2,0%. La dernière étape de la désinflation concerne principalement la composante des services, qui compte pour 60% dans l'inflation des prix à la consommation. Ce segment est largement tiré par l'inflation des loyers et des salaires, qui montrent tous deux des signes évidents de décélération. En l'absence de guerre commerciale, cette dynamique baissière devrait aider à compenser certains des effets inflationnistes ponctuels liés aux droits de douane.

Dans ce contexte, la Réserve fédérale (Fed) a revu à la baisse ses prévisions de croissance du PIB pour 2025, de 2,1% en décembre à 1,7% aujourd'hui. Les attentes d'inflation ont été revues à la hausse, de 2,5% à 2,7%, tandis que les perspectives de chômage restent stables, avec une légère hausse de 4,3% à 4,4%. Le président de la Fed, Jay Powell, considère l'impact inflationniste des droits de douane comme temporaire et a souligné que les anticipations d'inflation à long terme restent bien ancrées. Partant, la Fed a maintenu ses taux inchangés en mars et Jay Powell a indiqué qu'il n'était pas pressé de les abaisser. Les marchés continuent néanmoins de tableer sur deux à trois baisses de taux cette année.

Les consommateurs sont confrontés à des pressions croissantes, mais les fondamentaux demeurent solides

Plusieurs grandes entreprises américaines, dont FedEx dans le secteur du fret, Target, Walmart, Dollar General et General Mills dans celui des biens de consommation, ainsi que United Airlines et Delta dans le secteur aérien, mettent en garde contre des revenus plus faibles que prévu en raison

de la baisse de la confiance des consommateurs ou de la compression des marges induite par les droits de douane et la hausse des coûts des intrants.

Malgré ces difficultés, le contexte général de consommation reste résilient. L'endettement des ménages américains diminue régulièrement depuis 2008, le ratio dette des ménages/PIB étant passé de 98% à 69%. Si la croissance du revenu personnel disponible a ralenti au cours des deux dernières années, elle reste fermement en territoire d'expansion et la situation sur le marché du travail est toujours stable. Les offres d'emploi diminuent progressivement, ce qui constitue une évolution positive pour freiner l'inflation des salaires, tandis que les nouvelles inscriptions au chômage restent stables.

Les bénéfices des entreprises soutiennent les marchés actions malgré des valorisations tendues

La saison des résultats du 4^e trimestre a livré des chiffres solides, avec une croissance du BPA du S&P 500 atteignant 13%. Hors secteur de l'énergie, la croissance des bénéfices a été encore plus robuste, à 16%. En particulier, les secteurs de la consommation discrétionnaire, de la santé, de la finance, des technologies de l'information, des services de communication, des services aux collectivités et de l'immobilier ont tous enregistré une croissance à deux chiffres de leur BPA, soulignant la nature généralisée de la rentabilité des entreprises. La contribution des titres hors «7 magnifiques» du S&P 500 a augmenté pour le troisième trimestre consécutif, signe que les contributions aux bénéfices sont de plus en plus uniformément réparties au sein de l'indice.

Pour cette année, une croissance à deux chiffres du BPA est attendue, portée par la résilience économique et les réductions potentielles de l'impôt sur les sociétés. Les risques liés aux politiques tarifaires et d'immigration pourraient toutefois peser sur la rentabilité.

Le ratio cours/bénéfices du S&P 500 est passé de 22x à 20x suite à la correction du marché, mais les valorisations restent élevées par rapport aux médianes historiques et aux homologues mondiaux.

Conclusion: un marché boursier américain à la croisée des chemins

L'économie américaine fait face à plusieurs défis: l'incertitude politique augmente, les risques d'inflation persistent, et certains choix comme les droits de douane ou la politique migratoire pourraient peser sur la confiance des investisseurs. Malgré cela, la croissance reste solide, les entreprises affichent de bons résultats et le secteur manufacturier montre des signes de reprise. Les valorisations étant toujours élevées par rapport aux normes historiques, de nouveaux gains sur le marché actions dépendront probablement davantage de la croissance des bénéfices que d'une expansion des multiples. Nous restons optimistes à l'égard de la bourse américaine mais, avec le retour de la volatilité, estimons qu'une plus grande diversification entre secteurs et titres spécifiques est de plus en plus justifiée.

AU-DELÀ DES CRAINTES TARIFAIRES, UNE OPPORTUNITÉ DE REDRESSEMENT POUR LA CHINE

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

Après des années de détérioration des données macroéconomiques due à un ralentissement prolongé du marché immobilier, ainsi qu'à la faiblesse de la confiance des consommateurs et des entreprises, Pékin a lancé des mesures de relance ambitieuses pour stabiliser l'immobilier et rétablir la confiance. Malgré les tensions commerciales grandissantes avec les États-Unis, le gouvernement s'est fixé un objectif ambitieux de croissance du PIB de 5%. Après deux années de récession bénéficiaire, des signes de reprise se font jour.

Après avoir enregistré une croissance de 5 % en 2024, l'économie chinoise devrait ralentir à 4,5 % en 2025, en dépit d'un objectif ambitieux de 5 % fixé par Pékin. La faiblesse de la confiance des consommateurs et la persistance du marasme immobilier demeurent les principaux freins à l'activité.

Des mesures de relance sans précédent pour doper la croissance et contrer les risques de déflation

Alors que la dynamique économique s'essouffle, la Chine est confrontée à des pressions déflationnistes accrues, l'IPC et l'IPP étant tous deux en territoire négatif (à -0,7 % et -2,2 % respectivement). Pour rétablir la confiance et renforcer la croissance, sur fond de tensions commerciales croissantes, le gouvernement a déployé une série de mesures de relance importantes fin 2024 et début 2025.

La Banque populaire de Chine (PBOC) a abaissé les taux d'intérêt directeurs et le ratio de réserves obligatoires afin de diminuer les coûts d'emprunt et de stimuler la liquidité. Parallèlement, le gouvernement a relevé son objectif de déficit budgétaire à 4% du PIB et a annoncé l'émission de RMB 3'000 milliards d'obligations spéciales du Trésor pour financer des projets d'infrastructure et alléger le fardeau financier des collectivités locales. Dans le secteur immobilier, les autorités ont introduit des politiques visant à réduire les exigences de mise de fonds pour l'achat d'une résidence secondaire et assoupli les taux hypothécaires planchers dans les villes où les prix sont en recul. Ces mesures visent à stabiliser le marché immobilier, à renforcer la confiance des

consommateurs et à soutenir la croissance économique, même si les risques externes demeurent élevés.

Risques géopolitiques: escalade vers une guerre commerciale 2.0?

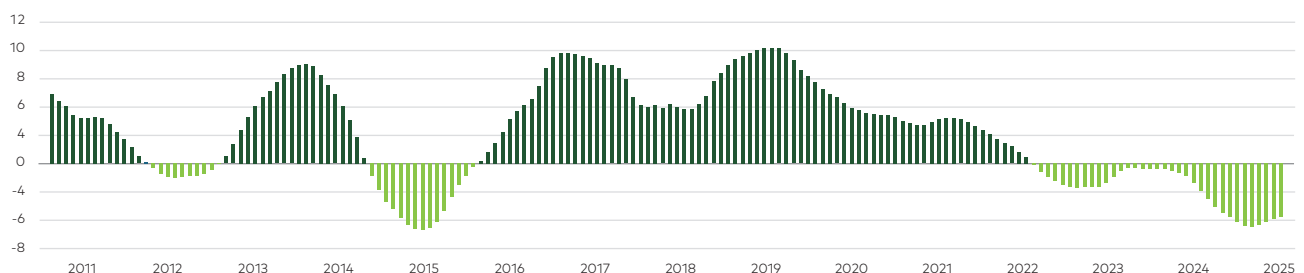
La nouvelle administration américaine a imposé des droits de douane de 20% sur les exportations chinoises et a indiqué que d'autres restrictions seraient possibles. La Chine a riposté en ciblant les exportations agricoles et énergétiques américaines, tout en imposant des contrôles à l'exportation et des mesures de sécurité aux entreprises américaines opérant en Chine. Jusqu'à présent, aucune solution n'a été trouvée et le risque d'une nouvelle escalade demeure.

Dans le même temps, les États-Unis ont intensifié les restrictions technologiques, en particulier dans les domaines des semi-conducteurs et de l'IA, dans le but de limiter l'accès de la Chine aux composants critiques. Cependant, ces restrictions ont également stimulé l'innovation locale, conduisant à des avancées inattendues dans le secteur chinois de l'intelligence artificielle (IA).

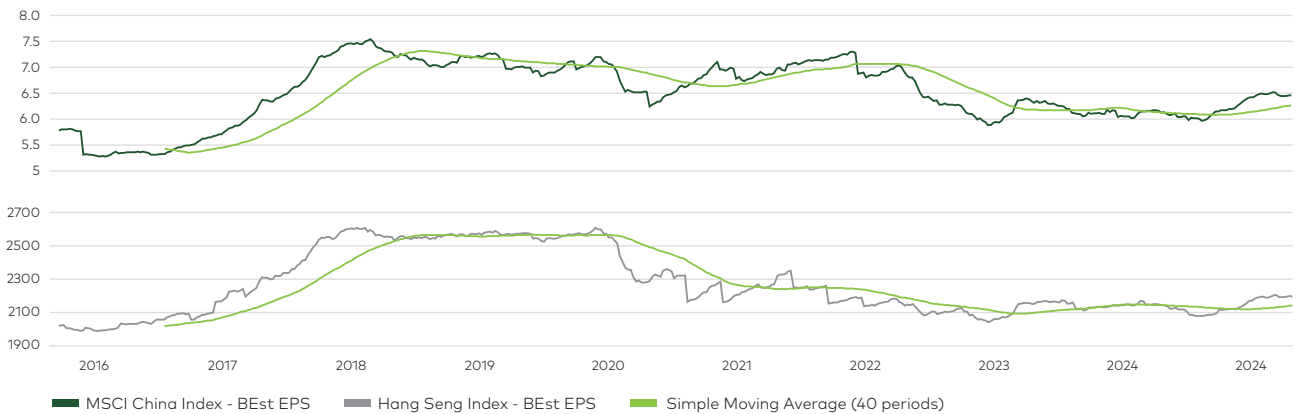
DeepSeek et les ambitions de la Chine en matière d'IA

Malgré les sanctions américaines, la Chine a fait des progrès significatifs dans le domaine de l'IA. L'émergence de DeepSeek, un modèle d'IA à grande échelle développé sur sol chinois, témoigne de l'ambition de Pékin de rivaliser avec OpenAI et Google DeepMind. Fortement soutenu par des initiatives publiques, DeepSeek reflète la stratégie plus large

Les prix de l'immobilier résidentiel commercial en Chine continuent de baisser, mais des signes de stabilisation se font jour



La dynamique des BPA montre une reprise pour les indices MSCI China et Hang Seng



de la Chine visant à atteindre l'autosuffisance dans les industries de haute technologie.

Si DeepSeek et d'autres modèles d'IA similaires gagnent du terrain, le secteur technologique chinois pourrait devenir un moteur de croissance clé dans les années à venir. Le développement rapide d'une IA rentable accélère déjà l'automatisation dans de nombreux secteurs, notamment l'industrie manufacturière, la logistique et la santé. La robotique basée sur l'IA, par exemple, devient un outil essentiel pour les entreprises chinoises qui cherchent à améliorer leur efficacité et à maintenir leur compétitivité mondiale.

Changement de politique: un soutien renouvelé au secteur privé
Après des années de durcissement de la réglementation, le président Xi Jinping a réaffirmé l'engagement de Pékin à soutenir le secteur privé lors d'un symposium à huis clos le 17 février, auquel ont participé des chefs d'entreprise clés d'Alibaba, Xiaomi, Meituan, Huawei, CATL, BYD, DeepSeek et Tencent. Xi a exhorté les entreprises privées à «montrer leurs talents» et s'est engagé à protéger les droits légitimes des entrepreneurs, tout en favorisant un environnement propice aux entreprises.

Cette réunion suggère un changement potentiel de la posture de Pékin, après des années de politiques restrictives visant les entreprises technologiques et internet. Le cycle de durcissement réglementaire qui avait débuté en 2020 pourrait désormais s'atténuer, les autorités chinoises cherchant à restaurer la confiance des investisseurs et à relancer la croissance économique.

Perspectives pour le marché boursier chinois

Les actions chinoises sont toujours sous-évaluées en comparaison historique, se négociant à 12x les bénéfices prévisionnels, contre 20x pour le S&P 500 (après sa correction).

Suite à deux années de recul des bénéfices, entre 2021 et 2023, plusieurs secteurs clés affichent une forte reprise. Le secteur technologique chinois, par exemple, a enregistré une croissance annualisée de 40% des BPA depuis les points bas de 2022, dépassant largement la progression de 23% du

Nasdaq 100. Pourtant, les actions technologiques chinoises se négocient à un multiple inférieur, leur ratio cours/bénéfices s'établissant actuellement à 16x contre 26x pour les valeurs technologiques américaines.

Une divergence du même ordre s'observe dans le secteur de la consommation discrétionnaire, où les BPA chinois sont en hausse de 25% contre 17% aux États-Unis, malgré un écart de valorisation important de 12x en Chine contre 27x pour les États-Unis. Cela suggère qu'en dépit de fondamentaux solides, le sentiment des investisseurs envers les actions chinoises reste réticent.

Au-delà de ces secteurs clés, la finance et les télécommunications affichent également une croissance modérée des bénéfices, bien que l'immobilier, l'industrie, les services aux collectivités et les biens de consommation de base soient toujours en «récession bénéficiaire». Si le sentiment à l'égard des actions chinoises reste fragile, la hausse des bénéfices des entreprises, les valorisations bon marché et le soutien politique renouvelé indiquent que le pire du marché baissier pourrait être derrière.

Conclusion: un optimisme prudent

Si le ralentissement conjoncturel chinois et les risques géopolitiques justifient la prudence, les mesures de relance proactives et les valorisations historiquement basses créent un potentiel haussier significatif. L'essor de l'IA, en particulier grâce à DeepSeek, représente une opportunité de croissance structurelle, malgré l'incertitude persistante à court terme.

Les investisseurs devraient adopter une approche sélective, se concentrant sur les secteurs qui bénéficient de politiques favorables, en particulier la technologie, la consommation discrétionnaire et la finance. Compte tenu de la forte intervention des autorités et d'un marché qui a déjà intégré les pires scénarios, les actions chinoises (CSI 300 et Hang Seng) demeurent attractives à horizon de 12 mois. Cela étant, une approche tactique reste de mise, surveillant de près l'exécution des politiques, ainsi que les développements géopolitiques, avant de renforcer l'exposition.

OBLIGATIONS

MANUEL STREIFF / CONSEILLER

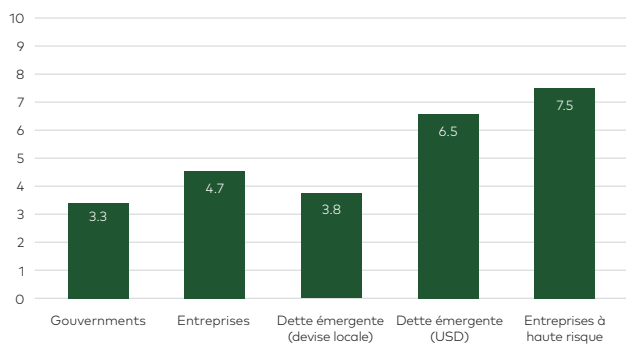
Alors que débute le 2^e trimestre, l'inquiétude des investisseurs concernant les droits de douane américains et l'évolution politique demeure un thème central. Si les événements du début du trimestre ont apporté un peu de clarté, les incertitudes géopolitiques et commerciales persistantes continuent de peser sur le climat des affaires et la confiance des consommateurs. Des mesures de rétorsion de la part des principaux partenaires commerciaux des États-Unis sont attendues, ce qui complique encore la situation.

Dans ce contexte, la Fed devrait maintenir sa posture actuelle. Son président, Jay Powell, a exprimé sa volonté de ne pas s'arrêter sur les effets inflationnistes immédiats des droits de douane, et de se concentrer plutôt sur les implications plus larges en matière de croissance économique. Cette posture accommodante, associée à une incertitude politique élevée, devrait favoriser la stabilité des taux à court terme. Les négociations géopolitiques, en particulier celles entourant le sommet sino-américain prévu à la mi-juin, resteront une variable clé pour le sentiment de marché. En particulier,

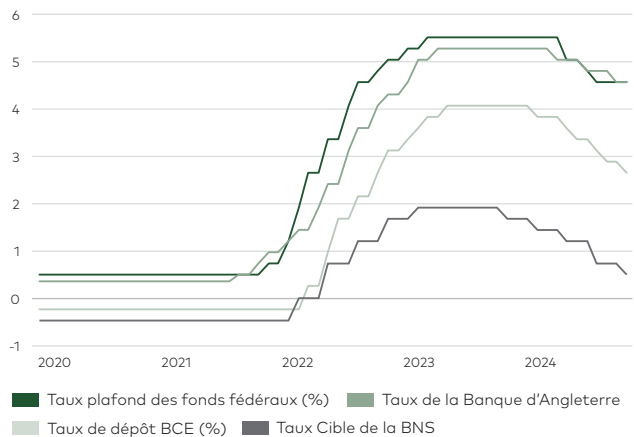
l'impact négatif des politiques d'immigration plus restrictives des États-Unis pourrait être partiellement compensé par les efforts de déréglementation en cours et un recul des prix de l'énergie.

En Europe, l'engagement récent de l'Allemagne à accroître ses dépenses de défense et d'infrastructure marque un changement de politique crucial, susceptible d'entraîner une réponse budgétaire plus marquée dans toute la zone euro. Une telle évolution pourrait progressivement renforcer les perspectives de croissance régionale.

Rendement global par segment: gouvernements, entreprises (« investment grade » & haut rendement) et pays émergents (USD & monnaie locale)



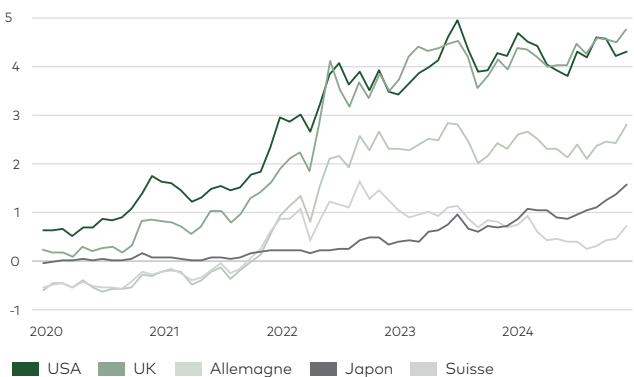
Évolution des taux d'intérêt des banques centrales



OBLIGATIONS D'ÉTATS DÉVELOPPÉS

Sur les marchés de la dette souveraine, les signes de ralentissement de la croissance américaine et l'attitude plus conciliante de la Fed ont soutenu les bons du Trésor américain. Dans le même temps, l'anticipation de mesures de relance budgétaire en Europe a exercé une pression haussière sur les rendements des pays du cœur de l'Europe, réduisant considérablement le spread transatlantique. Bien que nous nous attendions à une certaine consolidation de cette tendance, des retards d'exécution des dépenses européennes et la persistance des tensions commerciales pourraient tempérer la poursuite de la convergence. Les prix du marché reflètent actuellement des attentes de deux à trois baisses des taux par la Fed, lesquelles pourraient devoir être partiellement révisées si l'inflation s'avère plus persistante que prévu.

Rendements nominaux d'une sélection d'obligations d'État à 10 ans



Les obligations libellées en francs suisses ont gagné en attrait, les rendements à 10 ans de la Confédération approchant 0,7%. La BNS devrait tolérer une nouvelle appréciation de la monnaie pour éviter d'éventuelles accusations de « manipulation de marché » par les États-Unis et les mesures de rétorsion associées.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

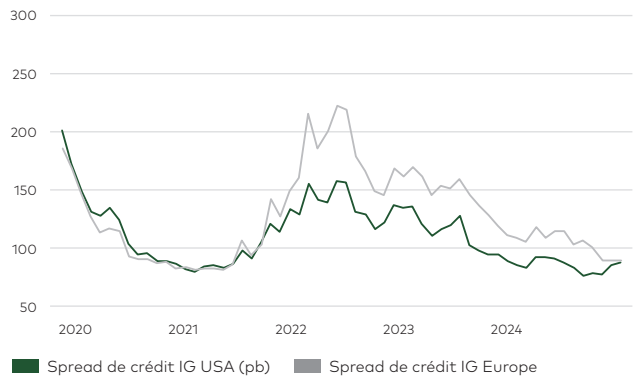
Les marchés du crédit ont affiché des performances divergentes, les spreads s'élargissant dans un contexte d'incertitude élevée entourant la politique commerciale américaine. Les obligations d'entreprises américaines ont bénéficié d'un léger soutien grâce à la baisse des rendements des bons du Trésor, tandis que leurs homologues européennes ont été pénalisées par la hausse des taux sous-jacents et l'élargissement plus généralisé des spreads. Les obligations à haut rendement ont enregistré des performances positives aux États-Unis et en Europe, mais l'Asie a nettement surperformé.

Malgré la récente évolution des spreads, les valorisations restent peu intéressantes. De notre point de vue, les spreads de crédit n'offrent pas encore de compensation suffisante pour l'incertitude macroéconomique et politique prévalente, ni pour les potentiels risques baissiers sur la croissance.

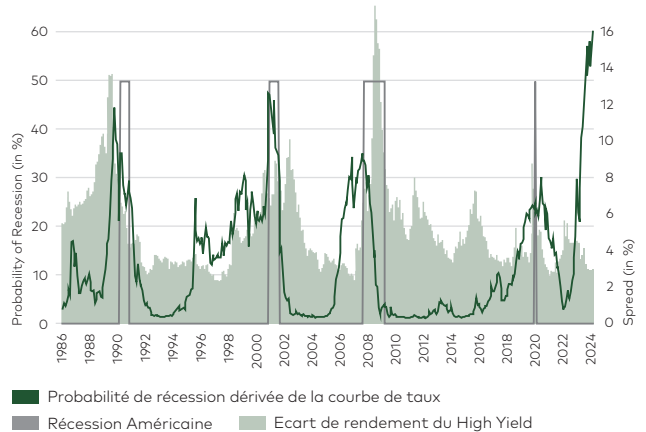
DETTE EMERGENTE EN MONNAIE FORTE

L'intensification des tensions commerciales a creusé le spread de rendement entre les devises fortes des pays émergents et les bons du Trésor américain. Un dollar plus faible pourrait toutefois offrir du répit, en donnant aux banques centrales émergentes une plus grande marge de manœuvre face aux pressions potentielles sur la croissance.

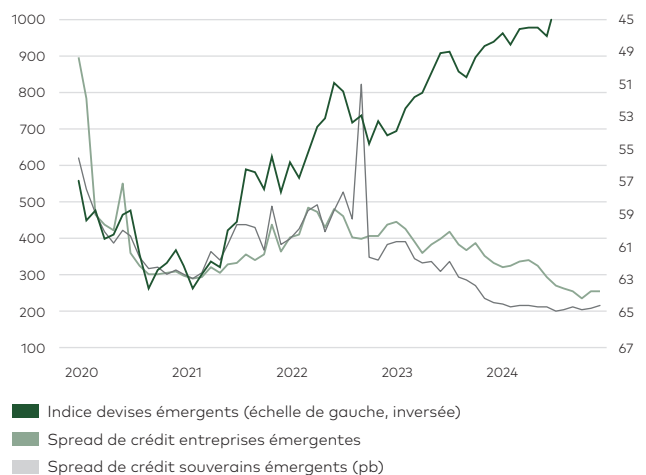
Spreads de crédit aux États-Unis et en Europe



Spreads de crédit à haut rendement aux États-Unis et en Europe



Spreads de crédit sur les obligations émergentes et rendement local (Barclays)

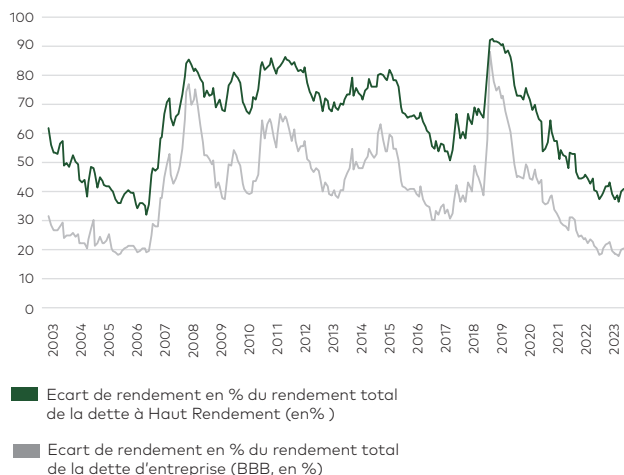


DETTE EMERGENTE EN MONNAIE LOCALE

S'agissant de la dette libellée en devise locale, bien qu'un dollar plus faible et la baisse des rendements américains soient des facteurs porteurs à moyen terme, les investisseurs resteront probablement prudents jusqu'à ce qu'une plus grande visibilité se dégage autour de la politique commerciale américaine et de ses implications pour la croissance mondiale.

Les sorties de portefeuille et les politiques prudentes des banques centrales émergentes ont déjà poussé les rendements obligataires locaux à la hausse. Le Brésil est entré dans un cycle de resserrement, et en Chine, la résilience de l'activité économique soutenue par des mesures favorables à la croissance a entraîné une légère remontée des rendements.

Ecart de rendement en % du rendement total



PROJECTION DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES

Segments	Rendement (%)			Vue sur le rendement total (horizon 12m)
	USD	EUR	CHF	
Cash	4,28	2,04	0,11	↘
Court-terme à rendement élevé	5,36	3,15	0,72	↗
Obligations souveraines (10 ans)	4,36	2,77	0,66	↗
Obligations souveraines indexées l'inflation (10 ans)	1,96	0,68	n.a.	↗

Segments	Ecart par rapport au rendement souverain (pb)	Vue sur le rendement total (horizon 12m)
Obligations d'entreprises	93	↗
Obligations hybrides	175	→
Obligations à haut rendement	355	→
Souverain émergents	258	→
Entreprises émergentes	218	→
Dettes émergentes en monnaie locale	n.s.	↗

Source : indices Bloomberg avec risque de devise couvert

CREDITS CONTRIBUTEURS

REDACTION

Florian Marini, Chief Investment Officer
Anick Baud, Senior Fund Manager
Malek Dahmani, Fund Manager
Manuel Streiff, Conseiller

EDITION ET MISE EN PAGE

Yves Ninghetto, LaFabrique Genève

RELECTURE

Karen Guinand

AVERTISSEMENT

La présente publication est destinée à une diffusion privée et à des fins d'information uniquement. Elle ne constitue ni une recommandation personnelle, ni un conseil en investissement, ni une offre ou une invitation à acheter ou à vendre un titre ou un instrument financier.

Les informations sont basées sur des sources jugées fiables et Bruellan met tout en œuvre pour en assurer l'exactitude. Cependant, les informations et les prix peuvent varier en tout temps.

Bruellan n'encourt aucune responsabilité pour d'éventuels dommages qui découleraient de l'utilisation d'informations contenues dans la présente publication.

Cette dernière n'est pas destinée à être distribuée, publiée ou utilisée dans une juridiction dans laquelle un tel acte serait illégal, ni destinée aux personnes ou entités auxquelles il est prohibé de s'adresser. En particulier, ce document ou toute copie de celui-ci ne peut être envoyé ou distribué aux États-Unis d'Amérique ou à une personne américaine.

Le présent document ne peut être reproduit (en tout ou en partie), transmis, modifié ou utilisé à des fins publiques ou commerciales.

Bruellan SA dispose d'une autorisation délivrée par la FINMA.

SOURCE DES GRAPHIQUES

Bloomberg et Bruellan SA.
Bruellan SA est réglementée par la FINMA.

© 2025 Bruellan SA – Tous droits réservés

CONTACTS OÙ NOUS TROUVER



GENÈVE

Bruellan S.A.
Rue Pecolat 1
CH-1201 Genève

Tél +41 22 817 18 55
www.bruellan.ch



VERBIER

Bruellan S.A.
Rue de Médran 16
CH-1936 Verbier

Tél +41 27 775 56 56
www.bruellan.ch



CRANS-MONTANA

Bruellan S.A.
Rue du Pas-de-l'Ours 6
CH-3963 Crans VS

Tél +41 27 486 24 24
www.bruellan.ch

www.bruellan.ch



GSTAAD

Bruellan S.A.
Gstaadstrasse 8
CH-3792 Saanen

www.bruellan.ch



MARTIGNY

Bruellan S.A.
7, Place du Bourg
CH-1920 Martigny

www.bruellan.ch



PANORAMA EST ÉGALEMENT DISPONIBLE EN LIGNE
WWW.BRUELLAN.CH