

BRUELLAN PANORAMA

Q1/2025



PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES / JANVIER / FÉVRIER / MARS 2025

« ALL IN » SUR LES ETATS-UNIS: LA CONFIANCE DU MARCHÉ
EST AUSSI SON TALON D'ACHILLE

SUISSE

ET SI L'ESPOIR
L'EMPORTAIT SUR
LES INQUIÉTUDES?

EUROPE

TEMPS SOMBRES,
ÉCLAIRCIES À L'HORIZON?
UN NUANCIER DE
PERSPECTIVES

ETATS-UNIS

« LE MOT TARIF EST
LE PLUS BEAU DU
DICTIONNAIRE » DIXIT
DONALD TRUMP

ASIE

L'ANNÉE DU SERPENT:
GLISSER DE L'OMBRE
VERS LA LUMIÈRE



Bruellan

TABLE DES MATIÈRES

- 04 Editorial**
«All in» sur les Etats-Unis: la confiance du marché est aussi son talon d'Achille
- 06 Performances des marchés & grilles d'allocation**
- 10 Suisse**
Et si l'espoir l'emportait sur les inquiétudes?
- 12 Europe**
Temps sombres, éclaircies à l'horizon? Un nuancier de perspectives
- 14 Etats-Unis**
«Le mot tarif est le plus beau du dictionnaire» dixit Donald Trump
- 16 Asie**
L'année du serpent: glisser de l'ombre vers la lumière
- 18 Obligations**
- 22 Disclaimer**
- 23 Où nous trouver**

ÉDITORIAL

«ALL IN» SUR LES ETATS-UNIS : LA CONFIANCE DU MARCHÉ EST AUSSI SON TALON D'ACHILLE

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

Après deux années boursières exceptionnelles, notamment aux États-Unis, malgré des craintes de récession, 2025 démarre sous des attentes de croissance durable et de faible risque économique. Pourtant, des voix baissières alertent sur les pressions inflationnistes potentielles liées aux politiques de Trump, pouvant forcer la Fed à resserrer sa politique face à un marché de l'emploi fragile et des déficits croissants.

Malgré ces risques, nous restons optimistes pour 2025, anticipant une croissance solide, un recul de l'inflation et des politiques monétaires accommodantes. Nous restons néanmoins attentifs à trois facteurs clés : l'orientation de la politique américaine, la stabilité économique chinoise et les défis structurels européens.

Croissance économique mondiale

À l'entame de 2025, l'économie mondiale continue d'afficher une croissance régulière. Le PIB mondial devrait progresser de 3,1%, soit un rythme proche de celui de 2024. L'économie américaine semble appelée à poursuivre sur sa lancée et croître de plus de 2%, tandis que le PIB européen devrait se redresser quelque peu, avec une croissance attendue de 1,4% contre 0,9% en 2024. Quant à la Chine, elle vise une croissance du PIB de 4,5%, laquelle sera tributaire de l'efficacité des mesures de relance et de l'évitement d'une escalade de la guerre commerciale alimentée par de possibles droits de douane américains.

Indicateurs avancés et dynamique sectorielle

Les indicateurs économiques avancés confortent cette trajectoire de croissance, bien que l'expansion reste largement tirée par le secteur des services. L'indice mondial des directeurs d'achat (PMI) des services se situe fermement en territoire expansionniste, tandis que le secteur manufacturier se débat dans un environnement de récession depuis plus de deux ans. Il est encourageant de constater que les données récentes montrent de premiers signes d'une reprise de l'activité manufacturière mondiale. Le sentiment au sein des petites entreprises américaines s'est notamment bien amélioré, probablement en raison des attentes de déréglementation et de politiques fiscales favorables aux entreprises. Après près de trois ans de pessimisme, les perspectives des petites entreprises sont redevenues positives – un indicateur crucial, dans la mesure où ces dernières comptent pour plus de 40% du PIB américain.

Politique monétaire et inflation

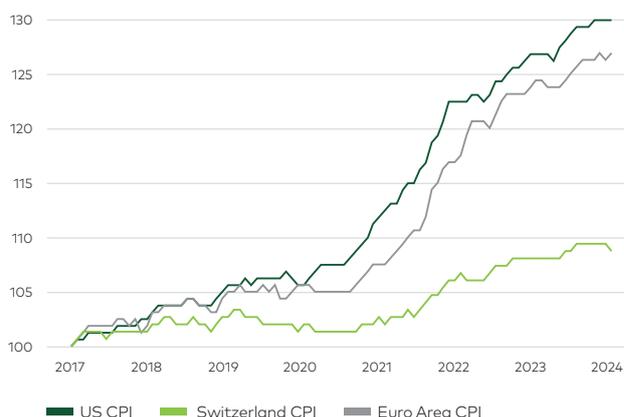
Les banques centrales devraient rester accommodantes en 2025, l'inflation étant sous contrôle. La stratégie tarifaire du futur président américain demeure incertaine. Toutefois, nous voyons dans la menace de droits de douane élevés une tactique de négociation pour obtenir de meilleurs accords commerciaux, notamment avec la Chine. Lors du premier mandat de Trump, les tarifs effectifs furent moindres qu'annoncé et n'ont pas généré d'inflation notable. Une guerre tarifaire majeure semble donc peu probable.

Le sentiment et les perspectives des propriétaires de petites entreprises se sont nettement redressés



IPC: comparaison du taux d'inflation (% en glissement annuel) et du niveau des prix

Il est important de noter que si l'inflation affiche effectivement un net recul, cela ne signifie pas que les prix ont baissé. Les prix américains restent 30% plus élevés qu'en 2017 (graphique de droite). Le mandat de Trump est clair: faire baisser les prix pour les consommateurs.



Historiquement, des politiques monétaires accommodantes ont amené un rebond de l'industrie manufacturière, du fait de la sensibilité du secteur aux taux d'intérêt. Avec plus de 70% des banques centrales qui adoptent des baisses de taux, l'industrie manufacturière devrait enfin contribuer positivement à la croissance du PIB mondial en 2025, venant appuyer un secteur des services déjà solide.

Chine: l'affaiblissement des fondamentaux et le facteur Trump entraînent des mesures de relance audacieuses

Les autorités chinoises déploient des mesures monétaires et fiscales sans précédent pour stabiliser la croissance et stimuler la consommation. La récente Conférence centrale sur le travail économique a présenté des plans pour un déficit budgétaire record de 4% du PIB en 2025, ainsi qu'un assouplissement monétaire par le biais d'une réduction des réserves obligatoires et des taux d'intérêt. Ces mesures visent à relever les défis intérieurs, à atténuer les effets potentiels des droits de douane américains et à renforcer la résilience économique. D'autres mesures de relance seront probablement annoncées tout au long de l'année 2025. Si les tensions sino-américaines s'apaisent, l'économie chinoise pourrait connaître un rebond.

Vers une suspension temporaire du frein à l'endettement allemand?

La résistance de la classe politique et l'opinion publique en la matière rendent toujours improbable une révision permanente du *Schuldenbremse* allemand. Reste que la possibilité d'une suspension temporaire a significativement augmenté. Si une telle suspension devait effectivement être décidée, elle pourrait ouvrir la voie à une expansion budgétaire, offrant ainsi un soutien considérable à l'économie. L'impact serait particulièrement marqué dans un contexte de baisse des taux d'intérêt par la BCE, créant un environnement plus propice à la croissance.

Valorisations et perspectives bénéficiaires

Les divergences de valorisation autour du globe sont remarquables. Le S&P 500 se négocie à un ratio cours/bénéfices (P/E) prévisionnel de 22x, mais sa version équi pondérée – moins influencée par les « 7 magnifiques » – affiche un ratio plus raisonnable de 18x. D'autres régions paraissent en revanche sous-évaluées: le STOXX 600 se négocie à 14x, l'Asie hors Japon à 13x et le Japon à 20x.

La décote des actions américaines et européennes de petite et moyenne capitalisation par rapport à leurs homologues de grande taille atteint un record historique. Ces segments devraient bénéficier de taux d'intérêt plus bas, d'une reprise cyclique et d'une déréglementation potentielle aux États-Unis, et donc offrir des opportunités intéressantes pour les investisseurs.

Les bénéfices par action devraient croître de 14% aux États-Unis et de 8% en Europe. Bien que ces estimations puissent être ambitieuses compte tenu des incertitudes liées aux réductions d'impôts, aux droits de douane et à la déréglementation, l'élargissement de la participation aux bénéfices et la fermeté des prévisions de croissance économique constituent un socle solide pour les marchés boursiers.

Conclusion

Malgré les risques posés par la potentielle politique commerciale des États-Unis, la fragilité de la Chine et les développements géopolitiques, nous tablons sur une croissance mondiale stable en 2025. Le repli de l'inflation et une posture accommodante des banques centrales devraient soutenir les marchés actions, bien que les valorisations américaines élevées et l'optimisme généralisé quant à un « exceptionnalisme » des États-Unis militent en faveur d'un positionnement régional neutre. Face au rallye actuel, nous recommandons d'acheter lors des replis, en considérant les corrections comme des opportunités normales dans un marché haussier sain.

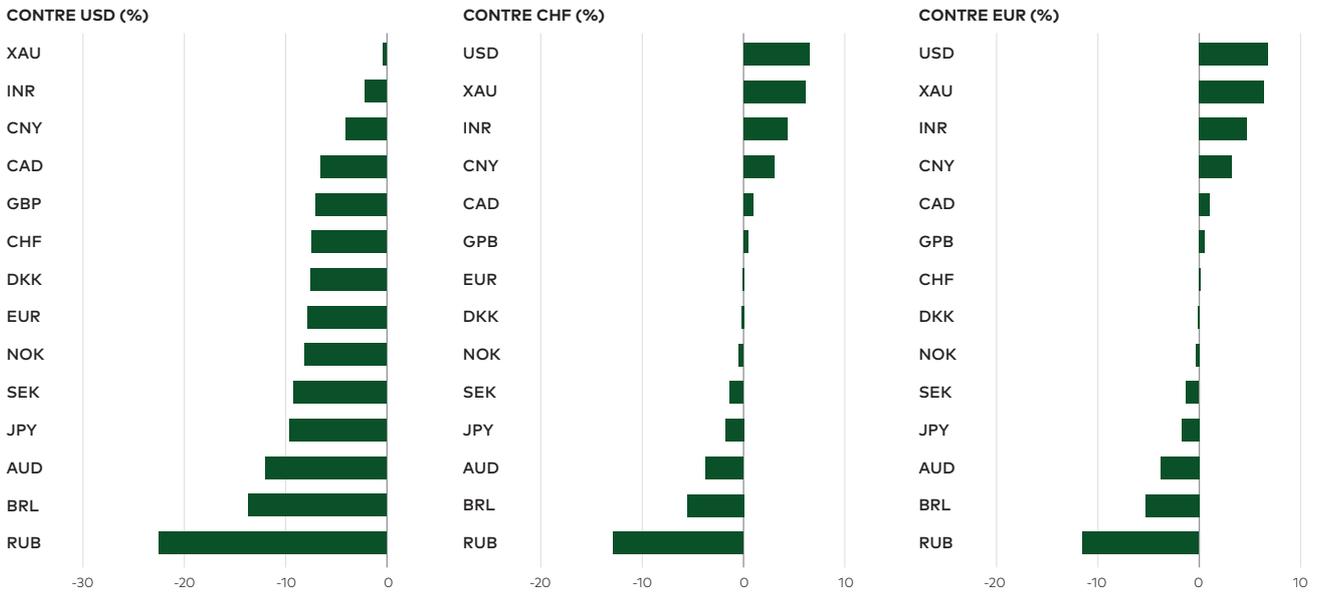
6 PERFORMANCE DES MARCHÉS

Indicateurs économiques

	PIB réel %		Inflation %		PMI	Dette % PIB	Compte courant % PIB	Budget % PIB	Chômage %	Taux d'intérêt	
	2024	2025	2024	2025	Dernier					Dernier	Dernier
USA	2,9	2,1	2,9	2,5	49,4	97,3	-3,6	-6,2	4,2	4,3%	4,6%
Zone Euro	0,4	1,0	2,4	2,0	45,1	87,4	2,9	-3,4	6,3	2,5%	2,4%
Suisse	0,8	1,3	1,1	0,7	48,4	17,8	5,7	0,0	2,5	0,4%	0,3%
UK	0,4	1,4	2,5	2,5	47,0	101,0	-2,3	-4,7	4,2	4,7%	4,6%
Asie ex Japon	4,9	4,6	1,5	2,0	-	5,0	1,5	-4,3	4,3	4,5%	3,5%
Japon	1,5	1,2	2,6	2,1	49,6	216,2	4,7	-4,4	2,5	0,2%	1,1%
Brésil	3,3	2,0	4,4	4,3	50,4	61,2	-2,0	-9,2	6,2	-	14,8%
Russie	3,6	1,5	8,3	7,1	50,8	19,5	2,8	-0,6	2,4	-	-
Inde	8,2	6,5	4,8	4,8	56,4	46,5	-0,7	-4,6	8,5	7,3%	6,8%
Chine	5,2	4,5	0,4	0,9	50,5	354,6	1,6	-4,5	4,0	3,4%	1,6%
Monde	3,1	3,0	4,5	3,7	-	-	0,6	-	7,1	-	-

Performance des marchés (du 30.09.2024 au 31.12.2024)

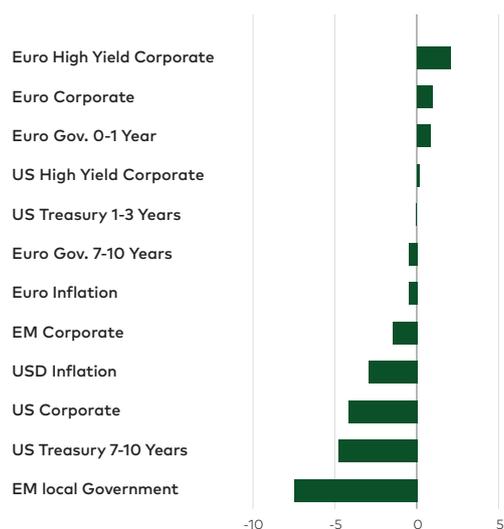
Taux de change



Marché actions / Rendement Total & Valorisation
(du 30.09.2024 au 31.12.2024)

	USD	EUR	CHF	GPB	Leading PE	
					Médiane LT	Dernier
	S&P 500	2,4%	10,3%	10,1%	9,6%	17,9
Eurostoxx	-8,9%	-1,8%	-2,0%	-2,4%	14,1	14,5
Swiss Perf. Index	-11,1%	-4,7%	-4,7%	-5,0%	19,1	18,5
FTSE 100	-6,8%	0,4%	0,2%	-0,2%	14,3	12,1
MSCI Asia Ex-Jpn	-8,2%	-1,1%	-1,3%	-1,7%	14,7	14,3
Nikkei 225	-4,1%	2,9%	2,8%	2,5%	20,6	19,6
Brazil Bovespa	-19,6%	-13,8%	-13,9%	-14,1%	13,9	7,9
MSCI Russia	-	-	-	-	6,1	-
India SENSEX	-11,3%	-4,5%	-4,7%	-5,1%	20,7	23,5
China CSI 300	-5,5%	1,8%	1,6%	1,1%	15,6	14,3
MSCI World	-0,2%	7,6%	7,3%	6,9%	17,5	21,4

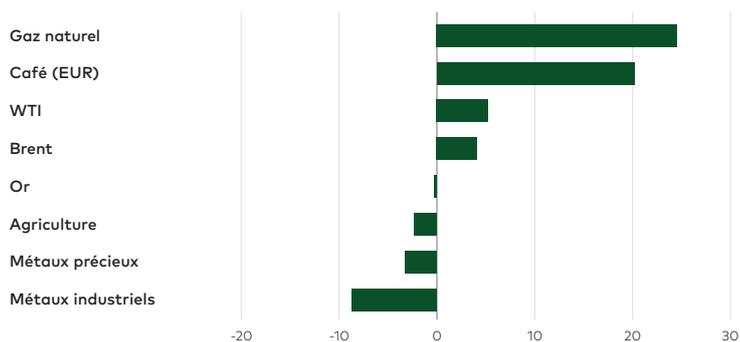
Marché obligataire



Secteurs / Performance & Valorisation (Leading PE)

	USA	Europe	Monde	USA		Europe		Monde	
				Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier
	Cons. Discr.	13,6%	-2,1%	8,5%	21,7	31,2	14,5	16,0	18,8
Cons. Non Cycl.	-3,8%	-6,3%	-6,9%	19,5	20,6	18,4	15,6	19,3	19,0
Finance	7,7%	3,1%	3,6%	14,3	17,8	11,5	9,5	13,6	14,2
Energie	-1,9%	-1,7%	-3,4%	14,3	13,9	11,0	7,3	13,4	12,1
Industrie	-3,2%	-0,2%	-4,6%	18,4	25,6	18,9	21,5	18,3	22,5
Technologie	5,5%	0,6%	4,5%	22,2	38,6	25,5	32,9	23,2	37,7
Matériaux	-11,8%	-10,5%	-14,5%	17,6	21,1	14,6	16,2	16,2	17,4
Services publics	-6,2%	-7,7%	-8,5%	16,8	18,8	14,0	11,9	16,6	15,7
Santé	-10,6%	-9,1%	-11,6%	19,6	20,2	20,3	17,2	20,3	19,5
Télécom.	8,7%	-1,6%	6,5%	17,9	22,4	15,9	17,2	18,2	21,4
Immobilier	-8,4%	-9,7%	-11,5%	44,1	38,3	22,4	14,4	28,2	28,6

Matières premières



8 GRILLES D'ALLOCATION

Classes d'actifs

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Actions	●			Nos perspectives pour 2025 demeurent constructives, avec un scénario de base qui anticipe une croissance solide du PIB, un recul de l'inflation et des politiques monétaires toujours accommodantes.	L'orientation de la politique américaine, la stabilité économique chinoise et les défis structurels européens sont des facteurs déterminants.
Obligations	●			Les obligations mondiales présentent des rendements intéressants, sur fond de repli graduel de l'inflation. Les obligations devraient retrouver leurs vertus de diversification si la croissance économique chute de manière plus marquée que prévu.	Une inflation plus persistante que la normale et des politiques budgétaires très expansives.
Or		●		La baisse des taux réels soutient les cours de l'or.	Une remontée des taux d'intérêt réels.
Cash			●		

Actions

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats-Unis		●		En 2025, les bénéfices des entreprises américaines devraient afficher une progression de 11%, grâce à la résilience de l'activité économique et à l'amélioration du climat des affaires.	L'augmentation de la charge d'intérêt, de potentielles pressions inflationnistes et les attentes réduites en matière de baisses de taux par la Fed soulignent les vulnérabilités persistantes.
Europe		●		Face à un pessimisme exacerbé, quelques catalystes positifs (relance fiscale en Allemagne, croissance des salaires réels, Ukraine) pourraient déclencher un nouveau départ pour le marché européen.	Deux risques majeurs identifiés: une sortie du scénario Boucles d'or aux Etats-Unis (surchauffe ou décrochage) ainsi que la dégradation de la situation politique française.
Suisse		●		Une reprise de l'activité manufacturière en Allemagne et en Chine, favorisée par des politiques budgétaires expansionnistes, pourraient constituer un véritable moteur pour l'économie suisse et donner un signal positif au marché.	Beaucoup d'incertitudes demeurent en ce début d'année 2025 dont : l'impact de potentiels droits de douane américains, une économie européenne toujours fragile et une flambée inflationniste aux Etats-Unis. Chacun de ces facteurs pourrait peser sur l'économie et le marché suisse.
Asie Pacifique ex-Japon		●		Un accord commercial avec les Etats-Unis, de pair avec la poursuite de la politique monétaire accommodante et des mesures de relance budgétaire, pourrait ouvrir de nouvelles voies de croissance.	Le renforcement potentiel des droits de douane américains sous une deuxième administration Trump accentue l'incertitude commerciale.
Japon		●		Après une contraction en 2024, l'économie japonaise est appelée à se redresser en 2025, portée par la demande intérieure.	Le ralentissement de la demande des principaux partenaires commerciaux comme la Chine constitue un risque.

Obligations

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats développés	●			Les obligations souveraines intègrent déjà la première phase d'assouplissement de la politique monétaire. Une forte croissance aux États-Unis et les risques inflationnistes liés aux tarifs douaniers américains et aux restrictions sur l'immigration maintiendront les obligations souveraines dans une fourchette étroite.	Une inflation persistante pourrait ralentir davantage l'assouplissement des banques centrales, tandis que des déficits budgétaires expansionnistes pourraient aggraver des niveaux d'endettement déjà élevés et entraîner une pentification des courbes de taux.
Entreprises (IG)	●			Les obligations d'entreprises de haute qualité sont correctement valorisées, avec de faibles spreads mais des rendements élevés; privilégier les échéances de moyen terme.	Une récession, exerçant une pression sur les fondamentaux du crédit et générant du stress financier, pourrait mener à un élargissement des spreads de crédit.
Haut rendement			●	La prudence est de mise, compte tenu des niveaux de spreads peu intéressants et des incertitudes macroéconomiques croissantes. Privilégier les obligations à haut rendement de courte échéance.	Les obligations à haut rendement risquent de souffrir davantage durant des périodes de turbulences financières.
Emergents		●		Les valorisations relatives sont modérément attractives. Le risque tarifaire américain est compensé par une croissance mondiale soutenue.	Les pays émergents pourraient subir des pressions si une guerre commerciale généralisée déclenche un ralentissement économique mondial. L'appréciation du USD constitue un obstacle supplémentaire.

Taux de change

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	
EUR vs USD		●		Les ajustements en matière de politique monétaire, avec une BCE penchant vers une posture accommodante et une Fed plus restrictive, semblent très marqués et favorisent l'euro sur le moyen terme.
EUR vs CHF			●	Compte tenu de la solidité des fondamentaux économiques de la Suisse et de son attrait en tant que valeur refuge, le CHF devrait s'apprécier contre EUR.
USD vs CHF			●	A horizon moyen terme, l'USD devrait continuer à se déprécier contre CHF.
EUR vs GBP			●	Le différentiel croissant de taux d'intérêt en faveur de la GBP devrait soutenir son appréciation contre EUR.
EUR vs JPY			●	Les divergences de politique monétaire entre les banques centrales ont entraîné un important débouclage des opérations de portage, lequel pourrait encore se poursuivre.
USD vs GBP		●		Positionnement neutre compte tenu de la récente évolution des taux d'intérêt, qui favorise l'USD.

ET SI L'ESPOIR L'EMPORTAIT SUR LES INQUIÉTUDES ?

ANICK BAUD / SENIOR FUND MANAGER

En ce début d'année, bien que plusieurs épées de Damoclès pèsent sur l'économie suisse – tels que les tarifs à l'exportation, la vigueur du franc, ou encore la faiblesse des économies chinoise et européenne qui freinent l'activité manufacturière – des jokers pourraient néanmoins rapidement inverser la tendance et insuffler une nouvelle dynamique au moteur économique helvétique.

Une croissance dont le rythme pourrait accélérer:

comme nous l'avons répété ces derniers trimestres, face à une industrie manufacturière en grande difficulté, le PIB suisse a été maintenu à flot grâce aux exportations pharmaceutiques, mais aussi, et surtout, au soutien apporté par la consommation intérieure.

Si l'indice des directeurs d'achat reste en territoire de contraction, le secteur des services a, en revanche, montré une plus grande résilience, porté par un consommateur relativement optimiste. Bien que de nombreuses incertitudes persistent à l'entame de 2025, certains signaux encourageants commencent à poindre. Selon la dernière enquête sur les salaires réalisée par UBS, ceux-ci devraient progresser de 0,7% en termes réels en 2025. Toujours selon UBS, au cours des vingt dernières années, une telle hausse du pouvoir d'achat a systématiquement entraîné une contribution nettement positive de la consommation privée.

Cet optimisme est également corroboré par une amélioration de l'indice du climat de la consommation, tel que mesuré par le Secrétariat d'État à l'économie (SECO). Bien qu'encore légèrement négatif, cet indice s'inscrit en nette progression par rapport à l'an dernier, témoignant d'un regain de confiance des ménages quant à leur situation future.

Par ailleurs, une timide amélioration en provenance de la Chine, à la faveur de son plan de relance, ainsi que l'arrivée

en février d'un nouveau gouvernement allemand peut-être disposé à assouplir le frein à l'endettement, pourraient également soutenir les exportations suisses. Cela ouvrirait la voie à un cercle vertueux pour l'économie nationale. Pour autant, il convient de ne pas céder à un excès d'optimisme. Une incertitude majeure demeure: à quelle sauce américaine nos exportateurs vont-ils être mangés ?

Le « Swiss Made » à l'épreuve de l'Oncle Donald:

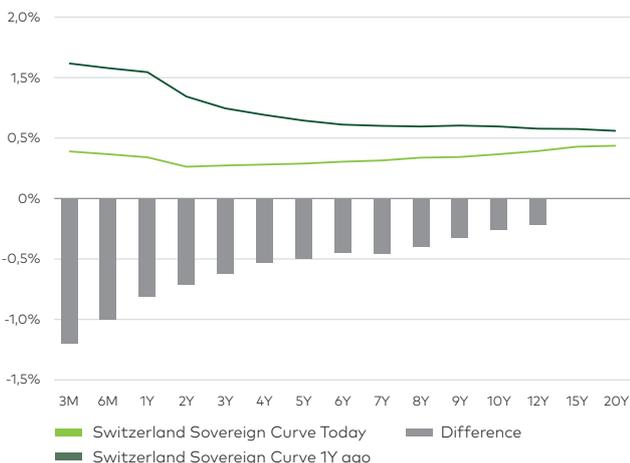
depuis la réélection du Président Trump, le mot « tarif » est sur toutes les lèvres, et aucune étude économique récente n'a fait l'impasse sur le sujet. Telle une épée de Damoclès suspendue au-dessus des entreprises exportatrices, tout est analysé et soupesé. A ce stade, toutefois, il ne s'agit que d'hypothèses, car rien n'est clair, que ce soit en termes de magnitude ou de secteurs touchés.

Du côté suisse, les inquiétudes sont légitimes, puisque les États-Unis représentent la première destination des exportations du pays. Pour de nombreuses sociétés cotées, ce marché est non seulement primordial, mais il a constitué un véritable moteur de croissance ces dernières années. Une progression plus rapide du PIB américain pourrait soutenir l'économie d'exportation, mais un renforcement des taxes d'importation représenterait à coup sûr un fardeau supplémentaire pour les entreprises suisses.

Cela dit, une grande partie des entreprises helvétiques disposent d'un outil de production local, ce qui pourrait limiter l'impact de telles taxes. En effet, de nombreuses sociétés pharmaceutiques ou fournisseurs du secteur médical, comme Roche, Novartis, Alcon, Tecan, Lonza ou Straumann, produisent sur le sol américain ce qu'elles y vendent. De même, dans le secteur industriel, des entreprises telles que Belimo, ABB, Georg Fischer, Sulzer ou Kardex ont des grands sites de production aux États-Unis.

Par ailleurs, les groupes suisses sont souvent des sous-traitants ou des fabricants d'éléments stratégiques entrant dans la production de produits finis. Ils ne sont donc pas des concurrents directs des sociétés américaines dans des domaines stratégiques, à l'exception notable du secteur du luxe (Richemont ou Swatch), qui a cependant peu de véritables compétiteurs locaux. En revanche, certains fournisseurs de l'industrie automobile (Komax, Autoneum, LEM) pourraient souffrir indirectement si leurs clients se voyaient durablement affaiblis. De même pour les entreprises ayant choisi la Chine comme principal centre de production, à l'instar de Logitech.

Poussés par une inflation largement inférieure aux attentes, les taux suisses ont fortement baissé sur la dernière année



Après plusieurs années d'évolution parallèle, les petites et moyennes valeurs américaines ont pris depuis octobre une nette avance sur leurs homologues suisses



Le sujet est néanmoins suffisamment sérieux pour que la Banque nationale suisse (BNS) l'évoque, à mots à peine couverts, dans son dernier discours de politique monétaire. Elle mentionne en effet des incertitudes accrues concernant les perspectives économiques, notamment en raison de « l'orientation future de la politique économique aux États-Unis ».

Une politique monétaire aussi expansionniste que possible: décidément, la BNS a une fois de plus surpris les observateurs les plus avertis, en abaissant ses taux plus fortement que ne l'envisageait le marché lors de sa dernière rencontre de l'année, la première sous la présidence de Thomas Schlegel. Cette baisse de 50 points de base (pb) s'inscrit dans un contexte de très faible inflation (0,7% en novembre), laquelle devrait encore reculer l'an prochain pour atteindre 0,3% selon la BNS. Cette dynamique s'explique notamment par une diminution attendue de 10% des prix de l'électricité en janvier et par une probable réduction du taux hypothécaire de référence applicable aux contrats de bail.

Cependant, le faible niveau du renchérissement en Suisse n'a pas été la seule motivation de cette décision. Bien que la BNS ne l'ait pas explicitement mentionné, la hausse du franc suisse contre euro, qui a atteint fin novembre un point bas « intraday » (à 0,92063), a certainement été un facteur déterminant. Cette appréciation alimente en effet le spectre de la déflation en réduisant le prix des biens importés. Interrogée sur le sujet durant les dernières semaines, la BNS a rappelé que, dans un environnement où les taux sont encore positifs, la politique monétaire reste l'arme privilégiée pour contrer la hausse du franc, tandis que les interventions sur le marché des changes demeureront ponctuelles.

Par ailleurs, la conjoncture de fin 2024 reste marquée par une croissance économique quasi atone et une très grande incertitude, tant politique qu'économique, chez les partenaires commerciaux de la Suisse. Ces incertitudes pourraient retarder la reprise en Europe et en Chine, pesant ainsi sur la dynamique économique helvétique.

Dans ce contexte, il reste bien peu de munitions à disposition de la BNS avant qu'elle ne doive envisager de recourir à nouveau aux taux négatifs.

Les petites et moyennes capitalisations suisses peinent toujours à reprendre leur souffle: si l'on observe l'évolution du cours des valeurs secondaires suisses sur les quatre dernières années, le constat est frappant. Non seulement elles ont sous-performé d'environ 20% l'indice des grandes capitalisations, mais leur performance annuelle n'a été que de 0,7% en moyenne – et même largement négative sur trois ans (-5,6% par an). Quand on pense à la période de 2005 à 2021, durant laquelle leur performance annuelle moyenne avait dépassé les 9%, il est légitime de se demander quelles sont les raisons d'une telle sortie de route pour ce segment de marché. Est-ce une tendance structurelle ou simplement la conjonction de divers paramètres pesant provisoirement mais durablement ?

Ce que l'on peut tout d'abord avancer, c'est que cette contre-performance semble partagée par l'ensemble des indices de valeurs secondaires des marchés développés. Cependant, si l'indice américain des petites et moyennes capitalisations (Russell 2000) a suivi un parcours proche du SPI Extra sur les quatre dernières années, il s'en détache très nettement depuis fin octobre. Il est certain que la victoire des Républicains et leurs politiques protectionnistes à venir devraient largement favoriser les petites entreprises américaines, fortement tournées vers le marché intérieur et susceptibles de bénéficier des taxes dissuasives imposées à leurs concurrents internationaux. Toutefois, leur essor avait déjà commencé avant cette victoire, ce qui suggère qu'il pourrait s'agir de l'amorce d'un mouvement plus global, après des années de sous-performance. Ce phénomène s'inscrit dans un contexte de taux d'intérêt en baisse continue et de valorisations historiquement basses. Pour l'heure, une telle tendance ne s'est pas encore manifestée en Suisse. Une amélioration de la conjoncture en Chine et en Allemagne pourrait cependant constituer un catalyseur déterminant pour une reprise du marché suisse l'an prochain. Ces deux économies majeures sont à même de jouer un rôle décisif, agissant comme de véritables jokers dans ce scénario. En effet, nous ne croyons pas qu'un problème structurel soit à l'origine de la contre-performance des valeurs secondaires suisses. Ces entreprises n'ont perdu ni leur compétitivité, ni leur capacité à s'adapter aux transformations imposées par un monde en constante évolution.

TEMPS SOMBRES, ÉCLAIRCIES À L'HORIZON ? UN NUANCIER DE PERSPECTIVES

MALEK DAHMANI / FUND MANAGER

Malgré une performance de plus de 10% pour les actions européennes en 2024, l'humeur des investisseurs est bien plus morose qu'il y a un an. Entre défis et opportunités, quel avenir pour les marchés européens en 2025 ?

Un marché européen à la croisée des chemins – entre pessimisme et potentiel de rebond

L'année 2024 a enregistré une performance positive pour les actions européennes, avec une progression de plus de 10% pour l'indice Stoxx 600. Cependant, malgré cette performance, l'humeur des investisseurs reste sombre. Deux raisons principales expliquent cette dissonance. Tout d'abord, l'année écoulée restera l'une des pires en termes de performance relative des actions européennes par rapport à leurs homologues américaines, avec un contexte politique difficile en France et en Allemagne. Ensuite, bien que le marché européen affiche une hausse de 10%, les valeurs phares comme LVMH ou ASML, qui concentrent historiquement une grande partie des investissements, ont nettement sous-performé, surtout dans la seconde moitié de l'année. En comparaison, les «7 magnifiques» américains ont gagné plus de 50%.

Ce décalage entre performance globale et sentiment négatif soulève une question: le degré de pessimisme actuel est-il excessif ? Le rebond observé fin novembre jusqu'à la mi-décembre semble suggérer que certains investisseurs sont tentés de jouer la thématique du «silver lining» (ou beau temps après la pluie) à l'horizon. Mais comment concilier ces cieux nuageux avec l'espoir d'une éclaircie ?

Les scénarios macroéconomiques pour 2025 : verre à moitié vide ou à moitié plein ?

Les débats entre stratégies évoquent un certain nombre de scénarios envisageables pour 2025. Si les plus extrêmes d'entre eux, tels qu'une stagflation sévère ou un boom économique inattendu, sont généralement écartés, deux scénarios plus «médiants» tendent à être privilégiés, selon le penchant optimiste ou pessimiste de l'auteur.

1. Ralentissement prononcé : révisions baissières des projections de croissance bénéficiaire, réductions des taux d'intérêt

Ce scénario table sur un ralentissement économique mondial plus marqué que prévu, sans toutefois mener à une récession, avec des réductions de taux d'intérêt pour soutenir l'activité. Si les guerres commerciales devaient se généraliser et les tensions politiques persister, la croissance européenne serait pénalisée.

2. Goldilocks: accélération de la croissance bénéficiaire, taux d'intérêt en baisse

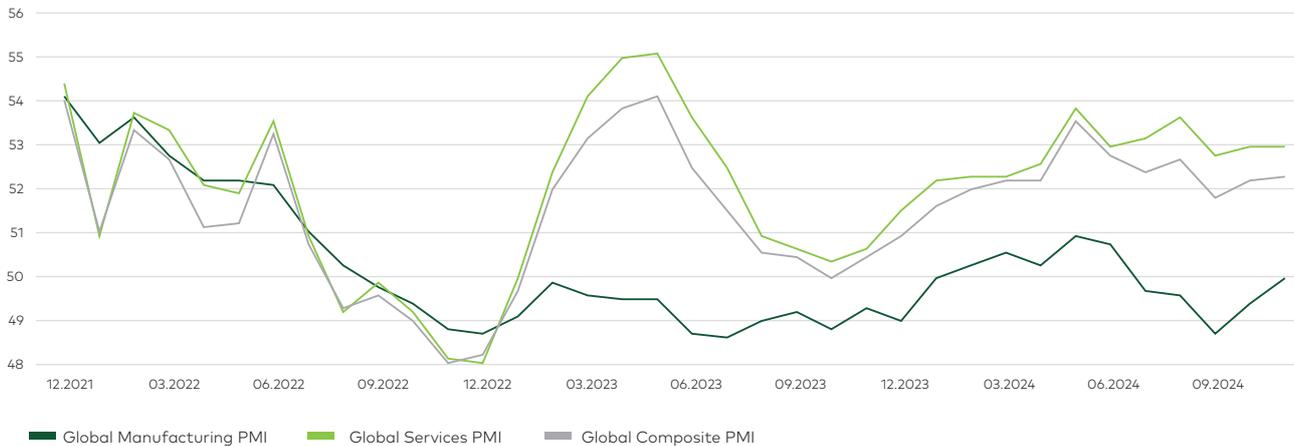
Ce scénario optimiste pourrait se concrétiser si la reprise économique mondiale parvient à conjuguer maîtrise de l'inflation et croissance soutenue. Les partisans de ce scénario estiment que la majorité des mauvaises nouvelles ont déjà été intégrées par le marché ces derniers mois, et que plusieurs catalyseurs positifs se profilent, susceptibles de transformer la donne pour l'Europe:

- > **Baisse des taux d'intérêt et rebond manufacturier:** les différentes banques mondiales pourraient continuer sa politique de taux bas, soutenant ainsi l'activité conjoncturelle et favorisant un redressement de l'industrie manufacturière.
- > **Croissance des salaires réels et épargne des consommateurs européens:** avec le recul de l'inflation, les Européens bénéficient d'une reprise des salaires réels, lesquels sont en partie consacrés à l'épargne. Un surplus de consommation pourrait dynamiser le marché européen.
- > **Stimulus chinois:** les mesures de relance déployées en Chine pourraient stimuler les exportations européennes, notamment vers l'Asie.
- > **Cessez-le-feu en Ukraine:** un cessez-le-feu en Ukraine pourrait avoir un effet immédiat positif sur les marchés, en réduisant les tensions géopolitiques et énergétiques.
- > **Réformes du frein à l'endettement en Allemagne:** de telles réformes pourraient permettre à l'Allemagne de relancer l'économie européenne, créant ainsi un effet domino favorable pour l'ensemble de la zone euro.

Le résultat pourrait être une croissance bénéficiaire supérieure aux projections actuelles de 8%, associée à une amélioration des multiples de valorisation induite par la baisse des taux.

Même si ces scénarios sont utiles pour orienter la prise de décision, il est probable que la réalité se déroule différemment tant ils paraissent trop académiques et médiants pour être crédible.

Le rebond manufacturier sera un élément clé pour les actions européennes



Un regard plus lucide sur la Chine et les changements en Europe

Tout d'abord, il faut être lucide sur la situation chinoise: le pays a déçu trop fréquemment ces dernières années. La croissance attendue n'est toujours pas au rendez-vous, et il serait naïf de compter sur un rebond significatif pour soutenir le marché européen. Bien que quelques stimuli chinois puissent apporter un soulagement, ils ne doivent pas être considérés comme le **catalyseur central** pour les marchés boursiers européens.

Là où nous voyons davantage de potentiel, c'est du côté de l'Allemagne et de l'Ukraine. Si l'Allemagne réussit à réformer son frein à l'endettement et/ou si le conflit ukrainien trouve une issue, le climat économique et politique européen pourrait s'en trouver transformé, ouvrant ainsi la voie à une reprise plus robuste que les marchés ne l'anticipent actuellement. Ces deux catalyseurs, notamment la situation politique allemande, doivent se dénouer durant le premier trimestre.

La thématique des barrières douanières

La question des droits de douane mérite également une attention particulière. Si cette dynamique est définitivement négative pour l'activité mondiale, certains effets secondaires sont moins mauvais qu'il n'y paraît. Des études ont montré que lors de la première vague de barrières douanières américaines, principalement dirigées contre la Chine, les exportations européennes vers les États-Unis ont profité de la situation, remplaçant une partie des exportations chinoises vers le marché américain, ce qui a dopé la croissance des entreprises européennes.

En parallèle, les producteurs chinois ont cherché de nouveaux débouchés, notamment en Europe, souvent avec des prix agressifs, créant une pression déflationniste dans certains secteurs européens.

Si des barrières douanières pour certains produits européens se matérialisent, elles pourraient être compensées

par une dépréciation des devises européennes, notamment l'euro et les monnaies scandinaves, atténuant ainsi l'impact négatif sur les marges des sociétés exportatrices. De plus, le contexte de dollar fort reste favorable pour certains secteurs européens, comme le luxe et le tourisme, qui bénéficieraient directement de la consommation américaine.

Les indicateurs clés pour 2025

Les deux indicateurs macroéconomiques clés pour cette année 2025 restent:

- > **La relation entre inflation et marché de l'emploi aux États-Unis**, qui devrait dicter la politique de la Fed.
- > **Le rebond éventuel de l'activité manufacturière mondiale.**

Nous identifions également deux risques majeurs:

- > **La valorisation élevée du marché américain** laisse peu de place à la déception. Une « pause » plus tôt que prévu de la part de la Fed pourrait entraîner un ajustement boursier, dont les marchés européens ne seraient pas exempts, même après leur sous-performance marquée.
- > **La situation politique en France** reste préoccupante. Les blocages politiques risquent de perdurer pendant, créant une incertitude qui pourrait peser sur la confiance des investisseurs et freiner les décisions économiques cruciales.

Conclusion

En conclusion, nous continuons à utiliser notre nuancier pour appréhender 2025, en évitant de verser dans un pessimisme excessif. Trouver un équilibre entre les segments exportateurs, la croissance de qualité et les positionnements tactiques, notamment en Allemagne et dans les pays périphériques, sera probablement la clé pour capter la reprise, surtout si les développements géopolitiques et économiques se déroulent de manière moins pessimiste que prévu. Nous estimons qu'une approche active et concentrée sur les bons catalyseurs pourrait permettre aux actions européennes de surprendre positivement.

ETATS-UNIS

« LE MOT TARIF EST LE PLUS BEAU DU DICTIONNAIRE »
DIXIT DONALD TRUMP

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

Les trois dernières années ont vu moult prédictions de récession imminente. Pour autant, l'économie américaine a défié les attentes, progressant à un rythme impressionnant de 2,5% en 2022, 2,9% en 2023 et probablement autour de 2,7% en 2024. Cette croissance s'est produite sur fond d'atténuation des pressions inflationnistes, lesquelles sont passées d'un pic de 9,1% à la mi-2022 à 2,7% en novembre 2024. Malgré ces bons résultats, les électeurs n'ont pas attribué au président Biden la résilience de l'économie et le recul de l'inflation. Ils se sont plutôt concentrés sur le fait que les prix demeurent 20% plus élevés qu'avant la pandémie.

L'approche économique «Trick or Treat» du président Trump

S'il est vraisemblable que l'administration Trump introduira des droits de douane, les probabilités qui prévalent suggèrent que ceux-ci seront principalement utilisés comme un outil de négociation pour obtenir des accords commerciaux favorables, plutôt qu'en vue de causer des perturbations, et potentiellement alimenter des pressions inflationnistes. L'approche de Donald Trump est certes imprévisible, mais elle semble être guidée par des considérations stratégiques.

Ainsi, au cours de la même semaine, il est capable de nommer des membres de l'administration connus pour leur posture économique intransigente à l'égard de la Chine – comme par exemple Peter Navarro – tout en invitant le président chinois Xi Jinping à assister à son investiture le 20 janvier.

Bien que les politiques trumpistes puissent être perçues comme génératrices de déficits et d'inflation, la nomination de Scott Bressen au poste de secrétaire au Trésor pourrait servir de contrepoids stabilisateur. M. Bressen, gestionnaire

de hedge funds au bénéfice d'une vaste expérience des marchés financiers et de la politique économique, conférerait de la crédibilité à la gestion du marché de la dette américaine par l'administration. Sa présence pourrait contribuer à rassurer les investisseurs et à maintenir la confiance dans l'intégrité budgétaire du pays.

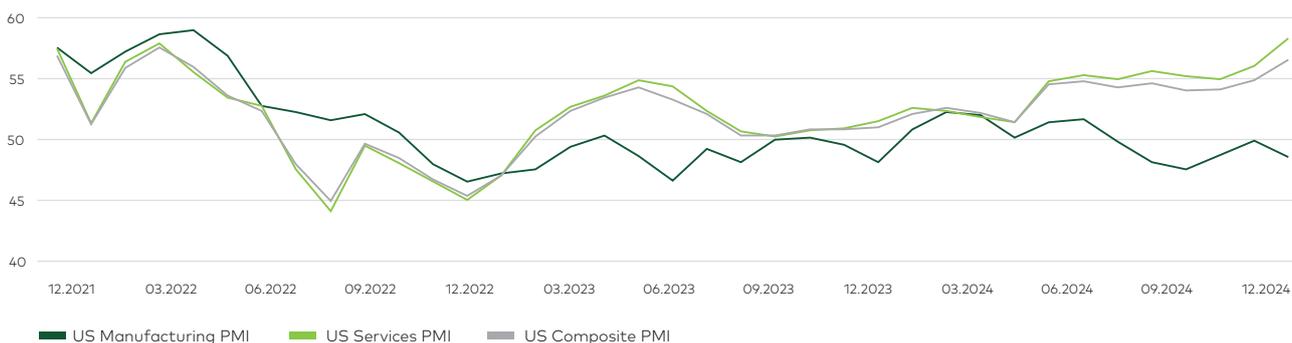
Économie américaine:**une croissance résiliente et généralisée**

Bien que l'économie américaine soit confrontée à des vents contraires notables – notamment un affaiblissement de l'emploi, des marchés immobiliers stables ou en déclin, ainsi que des niveaux d'endettement et de déficit insoutenables – les perspectives restent globalement solides.

Après trois années consécutives de croissance du PIB supérieure à 2%, l'économie américaine devrait maintenir cette trajectoire, les attentes pour 2025 se situant légèrement au-dessus de 2%. À la suite de l'élection de Donald Trump, les politiques favorables aux entreprises – telles

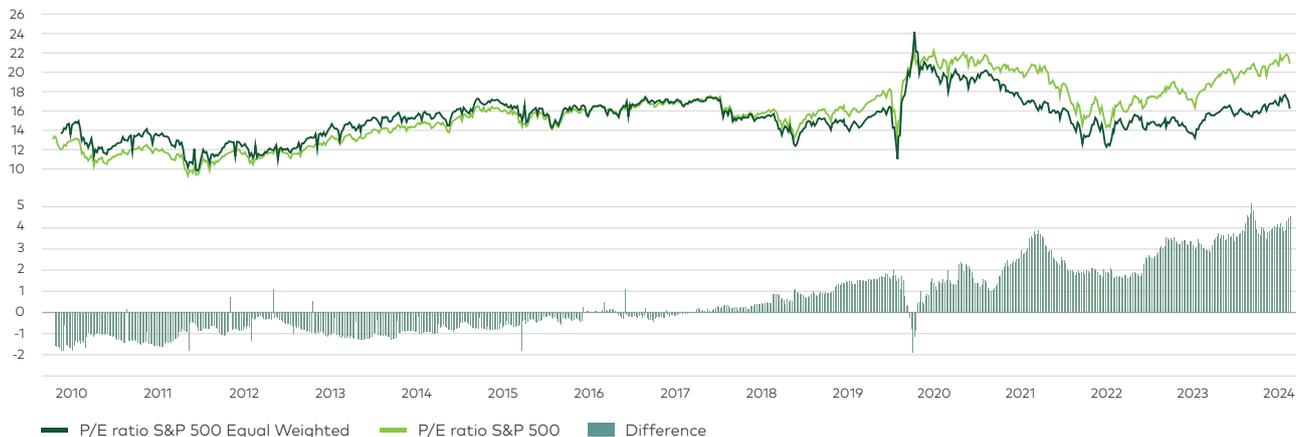
L'indice PMI composite est à un point haut sur 30 mois

Les services demeurent solides et l'industrie manufacturière est en contraction; la baisse des taux devrait soutenir cette industrie en 2025.



Ratio cours/bénéfices à terme – S&P 500 vs. S&P 500 équipondéré

Si l'on exclut le biais lié aux grandes entreprises du secteur des technologies de l'information, les valorisations semblent plus raisonnables.



que l'augmentation des dépenses gouvernementales, la déréglementation et le soutien au secteur de l'énergie – ont déjà entraîné des révisions à la hausse des estimations de croissance, qui sont passées de 1,9% à 2,1%. D'autres ajustements haussiers pourraient suivre au fur et à mesure que ces politiques prendront effet.

Les indicateurs avancés continuent de pointer vers une croissance robuste. À 58, l'indice PMI des services reste fermement en territoire expansionniste, reflétant la force du secteur des services, qui représente plus de 70% de l'économie américaine. L'indice PMI manufacturier est quant à lui en contraction depuis plus de deux ans. Toutefois, la baisse des taux d'intérêt devrait favoriser une reprise dans ce secteur en 2025. Quant au PMI composite, il a atteint son pic sur plus de deux ans et demi, ce qui renforce le scénario d'une expansion économique pérenne.

En outre, l'indice NFIB d'optimisme des petites entreprises a dépassé la barre des 100 pour la première fois en trois ans, ce qui témoigne d'un regain de confiance de la part des propriétaires de petites entreprises. Leur optimisme reflète les attentes d'une administration favorable aux entreprises et d'une éventuelle déréglementation. Dans la mesure où les petites et moyennes entreprises comptent pour plus de 40% du PIB, une reprise dans ce segment pourrait élargir la croissance économique et alimenter une poursuite de l'expansion.

Une croissance plus forte, moins de baisses des taux de la part de la Fed

En 2025, sous une présidence Trump, une croissance économique plus forte est probable, mais le risque de pressions inflationnistes accrues l'est tout autant. Il semble peu plausible que la Fed ajuste sa politique de manière préventive et elle restera dépendante des données, en particulier s'agissant des tendances de l'inflation. Les attentes en matière de réduction des taux d'intérêt par la Fed ont déjà été considérablement réduites. Avant l'élection de Donald Trump, les marchés anticipaient des baisses qui dépasseraient les

200 pb; leurs attentes ont depuis été révisées à moins de 80 pb pour 2025. La Fed devrait viser un équilibre entre le nécessaire soutien à la croissance et une vigilance à l'égard des risques inflationnistes potentiels.

La croissance bénéficiaire soutient les marchés boursiers dans un contexte d'incertitude quant aux baisses d'impôts

En 2025, les bénéfices par action des entreprises américaines devraient afficher une progression de 11%, grâce à la résilience de l'activité économique et à l'amélioration du climat des affaires. La proposition du futur président de ramener le taux d'imposition des sociétés de 21% à 15% pourrait encore doper les bénéfices par action (BPA), les analystes estimant qu'une telle réduction est à même d'accroître les BPA de 5% à 6%.

Cela dit, ces baisses d'impôts s'accompagnent de risques fiscaux. Le Congressional Budget Office estime que le passage à un taux de 15% pourrait ajouter USD 200 milliards au déficit fédéral d'ici à 2035, ce qui soulève des inquiétudes quant à la viabilité budgétaire de long terme, aux taux d'intérêt et à l'inflation. Il ne sera donc pas facile de faire adopter ces réductions par le Congrès.

Conclusion

En ce début d'année 2025, l'économie américaine demeure résiliente malgré les défis budgétaires. Les bonnes performances du secteur des services, l'optimisme des petites entreprises et les politiques trumpistes favorables aux entreprises – y compris les baisses d'impôts potentielles et la déréglementation – devraient doper le PIB et les bénéfices des entreprises.

Des risques persistent cependant. L'augmentation de la charge d'intérêt, les pressions inflationnistes potentielles et les attentes réduites en matière de baisses des taux par la Fed mettent en évidence les vulnérabilités persistantes. Nous restons constructifs sur les perspectives du marché américain mais, compte tenu du récent rallye et des valorisations tendues, privilégions une approche d'achat sur repli.

L'ANNÉE DU SERPENT: GLISSER DE L'OMBRE VERS LA LUMIÈRE

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

La Chine aborde l'année du Serpent de Bois à la croisée des chemins, avec des opportunités de croissance tempérées par d'importants défis. Alors que l'objectif officiel table sur une progression du PIB de 4-5 %, l'affaiblissement de la consommation intérieure jette un doute sur la vigueur réelle de l'économie. L'introduction potentielle de nouveaux droits de douane américains sous une deuxième administration Trump exacerbe les incertitudes commerciales. Cela étant, un accord commercial conjugué à l'assouplissement monétaire et la relance budgétaire en cours pourrait ouvrir de nouvelles voies de croissance.

Derrière les données officielles, une réalité plus fragile

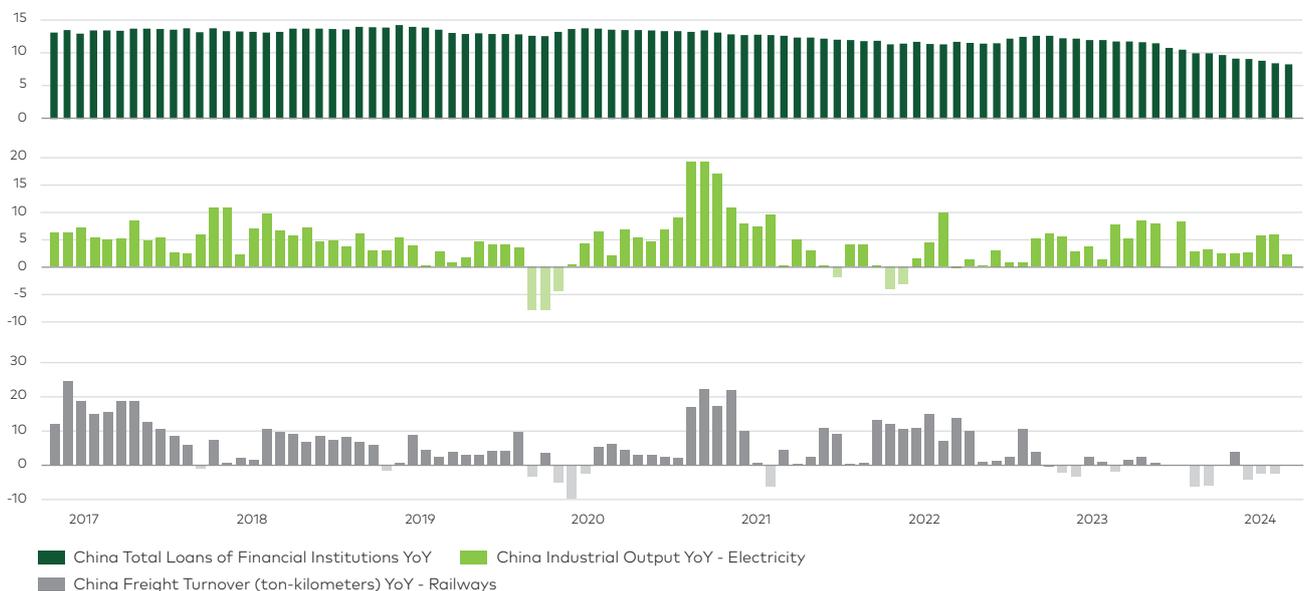
Les chiffres officiels du PIB semblent de plus en plus déconnectés des réalités du terrain. La situation économique est probablement bien plus fragile que ne le suggèrent les chiffres phares. Le secteur de l'immobilier continue de se dégrader, la chute des prix des logements s'accroissant (-6% en glissement annuel en septembre). Les ventes de biens immobiliers et les mises en chantier de nouveaux projets présentent un tableau tout aussi sombre. La seule évolution positive dans le secteur est la poursuite de la baisse des taux hypothécaires, passés de 5,5% en 2022 à 3,3% aujourd'hui, ce qui soulage quelque peu les acheteurs.

Bien que la confiance des consommateurs ait atteint un point bas sur 20 ans suite à la pandémie de COVID-19, la consommation reste étonnamment ferme, les dépenses des ménages progressant d'environ 5%. Les ventes au détail et en ligne ont

rebondi, mais restent inférieures aux niveaux d'avant-pandémie. L'épargne des consommateurs se situe toutefois à des niveaux élevés, ce qui freine l'élan économique général.

Les bénéfices du T3 2024 publiés par les entreprises européennes et américaines qui exportent vers la Chine ont renforcé ces inquiétudes. Ils ont mis en évidence un environnement intérieur beaucoup plus faible que ne le dépeignent les estimations officielles du PIB ou les prévisions du marché de 4,8% pour 2024 et de 4,5% pour 2025. La croissance effective est probablement plus proche de 3-4%. Ce scepticisme fait écho à l'approche de l'ancien premier ministre Li Keqiang qui, en 2007, avait exprimé des doutes quant à la fiabilité des chiffres officiels du PIB, privilégiant des indicateurs tels que le volume des marchandises transportées par rail, la consommation d'électricité et les prêts bancaires. Des indicateurs qui, aujourd'hui, témoignent d'une décélération généralisée.

Les indicateurs fiables – prêts, électricité et fret – montrent un ralentissement de la croissance



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



Le poids de la déflation

Pour ajouter à la fragilité économique, la Chine est au bord de la déflation. L'inflation de l'IPC n'est que de 0,3%, dans la partie inférieure de sa fourchette décennale, tandis que les prix à la production ont passé les deux dernières années en territoire clairement déflationniste. Cette situation de déflation souligne la faiblesse de la demande et rend plus urgents les efforts de relance du gouvernement.

Le grand plan de relance de la Chine: revitaliser la croissance face aux risques de guerre commerciale

En réponse aux défis économiques grandissants, la Chine a mis en œuvre une série de mesures de relance ciblées. 2024 a notamment vu une réduction de 50 pb du ratio des réserves obligatoires, un abaissement des taux d'intérêt directeurs et l'émission d'obligations souveraines spéciales pour un montant de CNY 2'000 milliards (USD 284 milliards) afin de soutenir des projets d'infrastructure. Un plan de refinancement de CNY 6'000 milliards (USD 839 milliards) a été mis en place pour faire face au stress de la dette des collectivités locales, tandis que le secteur immobilier a bénéficié de mesures telles que la réduction des taux hypothécaires et des exigences en matière d'acompte. Un soutien supplémentaire aux entreprises privées et les subventions à la consommation ont souligné l'engagement du gouvernement à stabiliser la croissance.

À la suite de la récente Conférence centrale sur le travail économique, les décideurs politiques ont indiqué qu'ils continueraient à mettre l'accent sur des « politiques budgétaires proactives » et des « politiques monétaires prudentes » en 2025, cherchant un équilibre entre stabilisation à court terme et réformes structurelles de long terme. De nouvelles dépenses budgétaires ciblées sont attendues, en particulier dans les secteurs de l'industrie de pointe, de l'énergie verte et de l'innovation technologique. Sur le plan monétaire, la Banque populaire de Chine (PBOC) pourrait autoriser une dépréciation modérée du yuan afin de renforcer la compétitivité des exportations. Compte tenu de la faiblesse de l'inflation, de nouvelles baisses de taux pourraient réduire

les taux d'intérêt réels, amplifiant ainsi l'efficacité des mesures politiques existantes. Ces stratégies ont également été conçues en tenant compte de la possibilité d'une nouvelle guerre tarifaire sous une administration Trump, visant à atténuer les risques posés par l'escalade des tensions commerciales. Les décideurs politiques adopteront probablement une approche prudente de la gestion des risques financiers, en particulier dans le secteur de l'immobilier, ce qui déterminera la portée et l'intensité des mesures de relance futures.

Amélioration de la rentabilité des entreprises: un signal positif

Dans ce contexte difficile, des signes de redressement de la rentabilité des entreprises pointent. Les indices MSCI China et Hang Seng, et plus particulièrement les sociétés de l'indice MSCI China A 50 axées sur le marché intérieur, affichent des améliorations notables des BPA. Après une tendance baissière prolongée de 2018 à 2022, la croissance des BPA est redevenue positive en 2023 et a continué à s'accroître en 2024. Alors que les marchés chinois sont sous-évalués de longue date – ils se négocient à des ratios cours/bénéfices de seulement 8-9x – l'amélioration de la dynamique bénéficiaire ajoute une nouvelle couche d'attractivité pour les investisseurs.

Conclusion: des opportunités au milieu de vents contraires

Compte tenu de la détérioration significative de l'économie chinoise, des mesures de relance audacieuses sont essentielles pour stabiliser la croissance. Celles annoncées en 2024 – assouplissement monétaire, soutien budgétaire et allègement de la dette – démontrent l'engagement du gouvernement à relever ces défis. En 2025, de nouvelles mesures monétaires et budgétaires seront cruciales pour contrer les vents conjoncturels contraires. La conclusion d'un accord commercial avec la nouvelle administration Trump contribuera également à limiter les risques tarifaires et à restaurer la confiance des investisseurs. S'ils sont couronnés de succès, ces efforts pourraient offrir des opportunités intéressantes sur un marché déjà sous-évalué.

OBLIGATIONS

MANUEL STREIFF / CONSEILLER

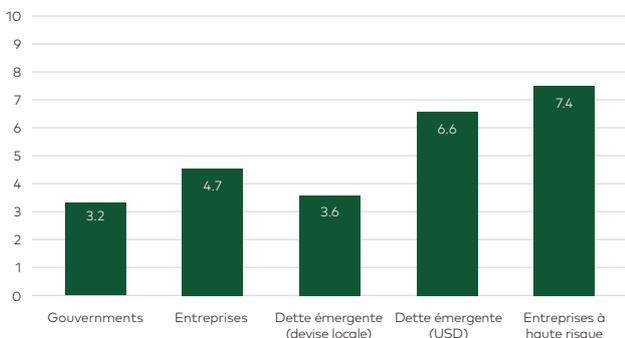
Les thèmes favorables qui ont dominé les marchés obligataires au cours du trimestre écoulé devraient être remis en question durant les premiers mois de 2025. Le cycle d'assouplissement de la politique monétaire mondiale se poursuivra prudemment, mais avec une Fed beaucoup plus lente. La nouvelle administration américaine perturbera les marchés mondiaux en annonçant des changements politiques majeurs.

La Fed a encore réduit ses taux d'intérêt de 0,25% et annoncé quelques réductions supplémentaires pour 2025. Les investisseurs obligataires sont devenus plus prudents quant au rythme des réductions de taux à venir et ont terminé l'année en prévoyant moins de deux telles interventions, soit la moitié de ce qui était attendu fin septembre.

Site aux signes de faiblesse économique et au recul de l'inflation, la BCE a maintenu son rythme de réduction de 0,25% par réunion tout au long du trimestre.

Donald Trump devrait lancer la nouvelle administration américaine avec un renforcement des droits de douane, une limitation rapide de l'immigration et de la déréglementation. Les mesures budgétaires seront plus longues à mettre en œuvre car elles doivent être approuvées par le Congrès. La plupart de ces mesures sont susceptibles de ralentir ou d'inverser la baisse de l'inflation.

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

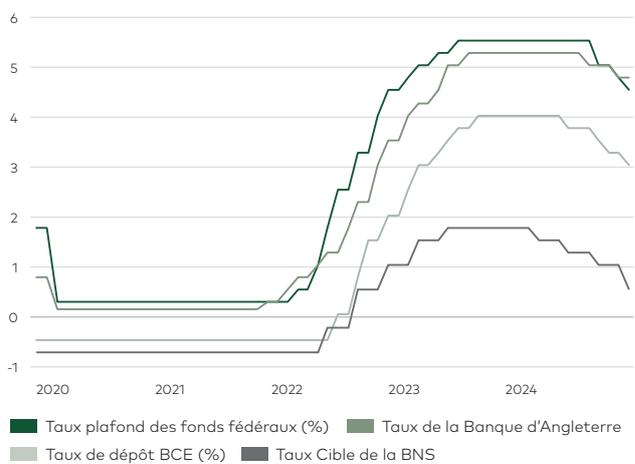


OBLIGATIONS D'ÉTATS DÉVELOPPÉS

Des données américaines plus fortes que prévu, ainsi que la prise en compte par les investisseurs de nouvelles politiques susceptibles de stimuler la croissance et l'inflation, ont entraîné un affaiblissement des marchés obligataires américains sur les trois derniers mois de 2024. Les rendements ont augmenté le plus fortement aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais l'Australie, l'Europe et le Japon ont également suivi le mouvement. Les rendements des échéances plus courtes ont davantage grimpé, les investisseurs ayant réduit leurs attentes de nouvelles baisses de taux.

Les marchés obligataires en Italie et en Suisse ont défié la tendance mondiale. Les obligations italiennes se sont bien comportées grâce à une réduction de la prime de risque du pays, tandis que leurs homologues suisses ont bénéficié d'une BNS beaucoup plus accommodante, qui a abaissé

Évolution des taux d'intérêt des banques centrales



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



ses taux de 0,5% en décembre et indiqué que le très faible niveau d'inflation lui permet d'agir plus rapidement.

Nous voyons les marchés obligataires évoluer dans une fourchette, la menace d'une hausse des droits de douane et d'une baisse de l'immigration compensant l'amélioration progressive sur le front de l'inflation. Les investisseurs pourraient exiger une prime de risque plus élevée pour les obligations à plus longue échéance des pays qui risquent d'enregistrer des déficits importants.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

Les obligations d'entreprises ont affiché des performances mitigées au cours du dernier trimestre. Les titres européens de qualité ont bénéficié d'une politique monétaire plus accommodante, tandis qu'aux États-Unis, le resserrement des spreads de crédit n'a pas pu compenser la forte remontée des rendements. Les obligations à haut rendement ont enregistré des performances positives sur les deux marchés grâce à leurs spreads plus élevés et à leur moindre sensibilité aux taux d'intérêt.

La demande d'obligations d'entreprises est restée forte, ce qui a permis un volume d'émission presque record.

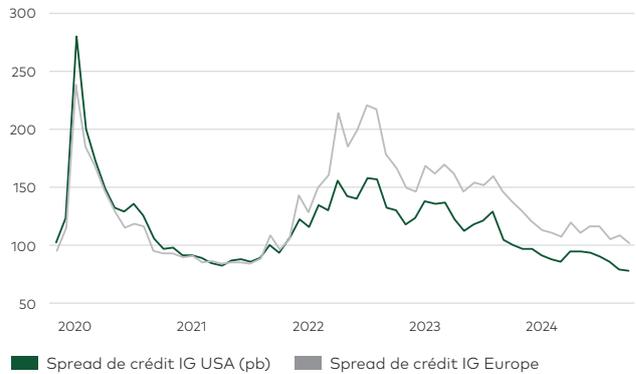
La dette de courte échéance et à haut rendement d'émetteurs présentant des profils de financement solides reste attractive, en particulier à l'extrémité avant de la courbe, où les rendements totaux sont encore intéressants, même avec des spreads plus faibles.

DETTE EMERGENTE EN MONNAIE FORTE

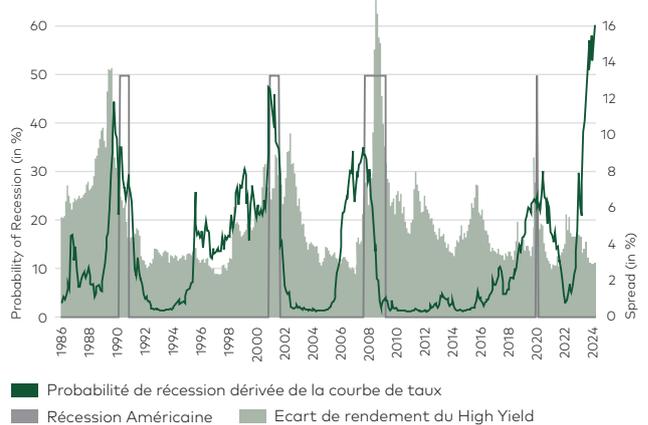
Les emprunts souverains des marchés émergents libellés en devise forte ont sous-performé, pénalisés par leur durée plus longue et les faibles spreads en début de trimestre.

Le renforcement attendu des droits de douane américains aura un impact négatif sur certains marchés émergents, pénalisant leurs exportations et resserrant leurs conditions financières.

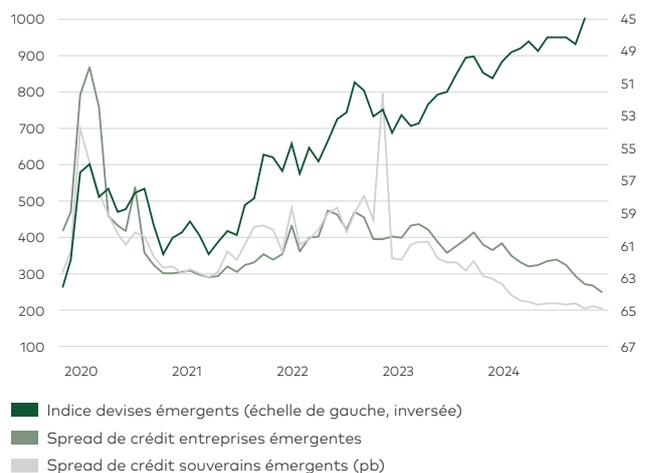
Spreads de crédit aux États-Unis et en Europe



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



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

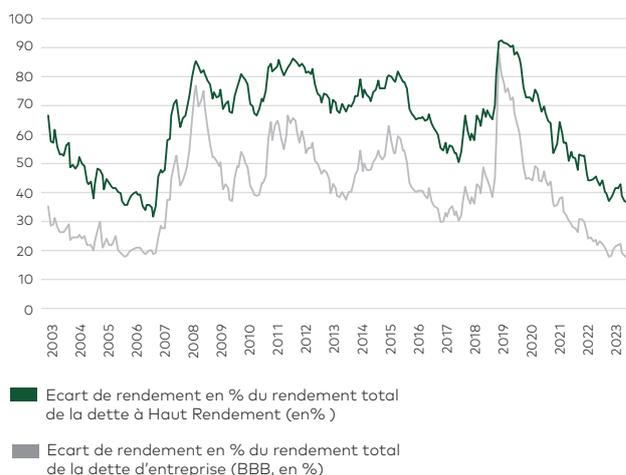


DETTE EMERGENTE EN MONNAIE LOCALE

Les obligations émergentes en monnaie locale sont particulièrement menacées par les implications politiques – droits de douane et taux potentiellement plus élevés – de la nouvelle administration américaine. La force du dollar américain constitue un vent contraire pour les performances des monnaies émergentes, et la politique monétaire devra rester durablement restrictive, ce qui pèsera sur la croissance.

Les obligations asiatiques en monnaie locale ont sous-performé les autres régions, leurs rendements moindres ne permettant pas de compenser la faiblesse de leurs devises alors que le yuan chinois se déprécie en prévision des tarifs douaniers américains.

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	2,46	0,30	↘
Court-terme à rendement élevé	5,48	3,73	1,06	↗
Obligations souveraines (10 ans)	4,56	2,31	0,31	↗
Obligations souveraines indexées l'inflation (10 ans)	2,27	0,43	n.a.	↗

Segments	Ecart par rapport au rendement souverain (pb)	Vue sur le rendement total (horizon 12m)
Obligations d'entreprises	88	↗
Obligations hybrides	166	↗
Obligations à haut rendement	327	→
Souverain émergents	254	→
Entreprises émergentes	208	↗
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 régie 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