

# BRUELLAN PANORAMA

Q3/2025



PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES / JUILLET / AOUT / SEPTEMBRE 2025

LE MONDE POST « LIBERATION DAY »

## SUISSE

ET SI LES ACTIONS  
SUISSES  
DEMEURAIENT  
INTÉRESSANTES ?

## EUROPE

UNE REPRISE  
SOUS-ESTIMÉE ?

## ETATS-UNIS

UNE AMÉRIQUE QUI  
RALENTIT SANS FLÉCHIR

## ASIE

ASSURER LA RÉILIENCE  
ÉCONOMIQUE SUR  
FOND DE TENSIONS  
GÉOPOLITIQUES



Bruellan



# TABLE DES MATIÈRES

- 04 Editorial**  
Le monde post « Liberation Day »
- 06 Performances des marchés & grilles d'allocation**
- 10 Suisse**  
Et si les actions suisses demeuraient intéressantes?
- 12 Europe**  
Une reprise sous-estimée?
- 14 Etats-Unis**  
Une Amérique qui ralentit sans fléchir
- 16 Asie**  
Assurer la résilience économique sur fond de tensions géopolitiques
- 18 Obligations**
- 22 Disclaimer**
- 23 Où nous trouver**

## ÉDITORIAL

# LE MONDE POST «LIBERATION DAY»

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

Les perspectives macroéconomiques pour 2025 ont été profondément bouleversées par le choc géopolitique et politique du «Liberation Day». Avant cet événement, le PIB mondial devait croître de 3,0%, soutenu par une dynamique résiliente aux États-Unis (2,1%) et en Chine (4,5%). Depuis, les projections de croissance ont été revues à la baisse dans la plupart des régions, le PIB mondial étant désormais appelé à progresser de 2,7%.

C'est aux États-Unis que les révisions à la baisse ont été les plus marquées, avec des estimations de croissance ramenées à 1,4%, reflétant l'escalade des perturbations commerciales et une incertitude politique croissante. Cet ajustement est particulièrement violent au regard de la vigueur du PIB en 2023 (2,9%) et 2024 (2,8%).

La zone euro n'a pour sa part subi qu'une légère révision baissière, passant de 1,3% à 1,1%, grâce à un programme massif d'investissements dans les infrastructures et la défense qui devrait mobiliser plus de EUR 1'000 milliards de capitaux publics et privés au cours de la prochaine décennie. La Suisse, dont la croissance estimée du PIB a aussi été marginalement revue à la baisse, passant de 1,3% à 1,1%, continue de bénéficier des retombées positives des mesures de relance européennes et chinoises.

Il est à noter que les prévisions de croissance pour la Chine en 2025 ont été maintenues à 4,5%, reflétant le soutien proactif des politiques intérieures et une stratégie délibérée de retenue géopolitique.

### Des indicateurs avancés résilients malgré les incertitudes commerciales

Les indicateurs avancés mondiaux ont mieux résisté que prévu. Aux États-Unis, l'indice PMI manufacturier reste solide à 52,0, celui des services s'établissant à 53,7, tous

deux confortablement en expansion. En Europe, les services oscillent autour de 50, mais l'industrie manufacturière a rebondi de 45 à 49 depuis le début de l'année, signe d'une normalisation progressive.

Le fait que les agrégats monétaires de la zone euro, qui tendent historiquement à précéder l'évolution des PMI d'environ huit mois, affichent une dynamique plus favorable suggère que les indices PMI manufacturiers pourraient poursuivre leur reprise jusqu'en fin d'année.

### Une flambée passagère de l'inflation poussera Donald Trump vers des compromis commerciaux

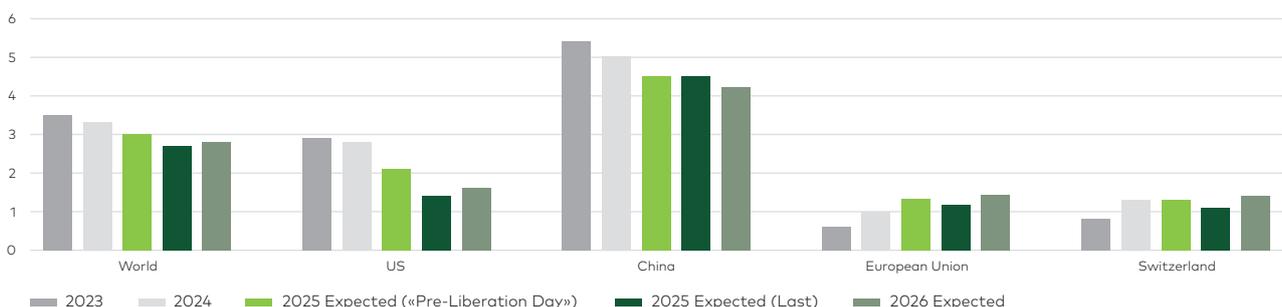
Alors que l'inflation mondiale devait initialement ralentir à 3,7% en 2025, les révisions postérieures au Jour de la Libération ont fait remonter les projections à 3,9%. La région la plus touchée est les États-Unis, où une inflation de 3,0% est désormais attendue (contre 2,5% auparavant). S'agissant de l'Europe, les perspectives d'inflation demeurent globalement stables, tandis que la Suisse et la Chine affichent une désinflation persistante, avec des risques qui penchent même vers un scénario de déflation.

Quand bien même le choc inflationniste provoqué par les droits de douane devrait être temporaire, il pourrait avoir des conséquences politiques durables. L'inflation étant une préoccupation électorale majeure, la cote de popularité de Donald Trump, déjà au plus bas à ce stade d'un mandat présidentiel, pourrait encore se détériorer, accentuant la pression sur son administration pour qu'elle négocie des accords commerciaux ou assouplisse certaines mesures.

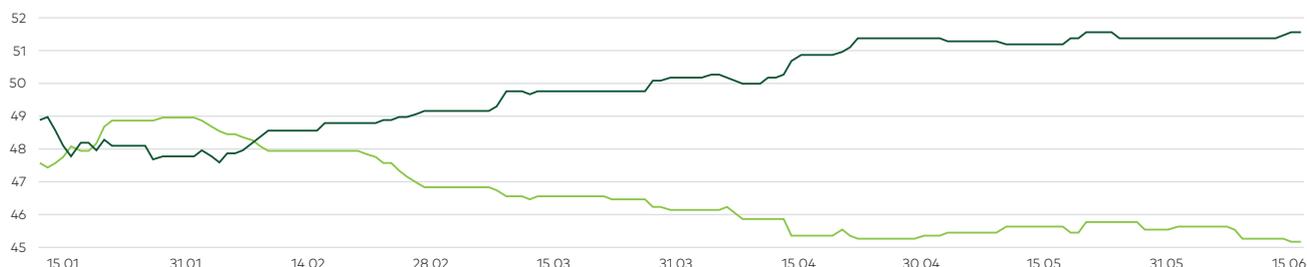
### Confiance des consommateurs et consommation: le paradoxe perdure

Alors que la confiance des consommateurs reste faible aux États-Unis, en Europe et en Chine, les ventes au détail

### Les tarifs douaniers de l'administration Trump pèsent sur la croissance du PIB



## Une poussée de l'inflation pourrait aggraver une impopularité de Trump déjà à un niveau historique (opinions défavorables en vert foncé / opinions favorables en vert clair).



continuent de surprendre à la hausse, avec une croissance en glissement annuel de 5,2% aux États-Unis, de 2,3% en Europe et de 6,4% en Chine le mois dernier. La croissance du revenu disponible des ménages a ralenti, mais demeure positive. Nous notons également une légère remontée du taux d'épargne des ménages, une réponse rationnelle à l'incertitude accrue.

Il est important de noter que les bilans des ménages restent robustes, avec un endettement et un niveau d'emprunt inférieurs à ceux d'avant 2008. Les conditions de l'emploi se sont progressivement détériorées au cours des trois dernières années, en grande partie en raison de la politique monétaire restrictive visant à maîtriser l'inflation, mais les marchés du travail continuent de se montrer plus résistants que prévu.

### Des banques centrales divergentes: la Fed maintient le statu quo, les autres assouplissent leur politique

La Réserve fédérale américaine (Fed) maintient le statu quo, équilibrant soigneusement le risque d'un assouplissement prématuré et celui d'une reprise à court terme de l'inflation. Le paysage monétaire mondial est, lui, nettement plus accommodant: 18 des 35 plus grandes banques centrales (51%) ont déjà abaissé leurs taux en 2025 et à l'avenir, plus de 65% des banques centrales mondiales devraient maintenir une politique accommodante au cours des 12 prochains mois.

Cet environnement est propice à une reprise cyclique en dehors des États-Unis, surtout si les tensions commerciales s'apaisent et que les droits de douane commencent à se normaliser, une issue que nous jugeons de plus en plus plausible.

Bien que la Fed marque actuellement une pause, nous anticipons une baisse de taux dans le courant de l'année, une fois que la nature transitoire de la récente résurgence de l'inflation aura été confirmée. Il est important de noter qu'avec un taux des fonds fédéraux toujours à 4,5%, la Fed dispose d'une marge de manœuvre suffisante pour réagir en cas de détérioration significative des conditions sur le marché du travail. De notre point de vue, le « Fed put » reste bien en place.

### Valorisation des marchés actions

Les valorisations boursières sont toujours élevées aux États-Unis, le S&P 500 se négociant à 21x les bénéfices attendus, bien au-dessus d'autres régions telles que l'Asie hors Japon (13x), l'Europe (14x), ou encore la Suisse et le Japon (18x). Les estimations de bénéfices ont été revues à la baisse partout dans le monde en raison du ralentissement de la croissance et des pressions sur les marges liées aux droits de douane. La croissance du BPA américain devrait désormais s'établir entre 5% et 6%, contre 2% à 3% en Europe, en Suisse et au Japon, et environ 12% en Asie hors Japon. Il convient toutefois de noter que les valorisations américaines sont faussées par quelques grandes valeurs technologiques; sur une base équilibrée, le S&P 500 se négocie plutôt à 17x les bénéfices.

### Perspectives et positionnement: une stagflation modérée, mais pas de récession en vue – nous restons constructifs

En conclusion, le contexte post-Jour de la Libération a pesé sur les projections de croissance et d'inflation. Toutefois, malgré le ralentissement, les risques de récession restent contenus et les révisions des bénéfices des entreprises ont commencé à se stabiliser. En dehors des États-Unis, la politique monétaire accommodante continue de soutenir le potentiel d'une reprise cyclique.

De notre point de vue, le « bull market » reste intact, porté par des fondamentaux solides et un contexte monétaire mondial toujours accommodant. Dans un environnement où la volatilité devrait persister, nous privilégions une approche diversifiée et maintenons une stratégie d'achat sur repli.

Sur le plan régional, l'Europe et l'Asie semblent intéressantes par rapport aux États-Unis, de fait de banques centrales proactives, de mesures de relance budgétaire et de valorisations plus raisonnables. Toutefois, leur surperformance depuis le début de l'année incite à une prudence de court terme, justifiant une position neutre à ce stade. Si l'écart de performance vient à se réduire dans les prochains mois, une opportunité pourrait se présenter pour relever les allocations régionales en faveur de l'Europe et de l'Asie.

## 6 PERFORMANCE DES MARCHÉS

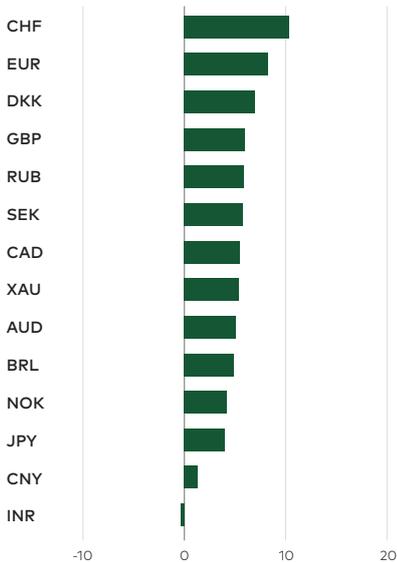
### Indicateurs économiques actuels

	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	1,5	3,0	2,9	52,0	97,8	-4,6	-7,0	4,1	4,3%	4,2%
Zone Euro	0,9	1,0	2,4	2,0	49,4	87,4	2,9	-3,1	6,3	1,8%	2,6%
Suisse	1,4	1,2	1,1	0,3	42,1	20,1	5,7	0,6	2,7	-0,1%	0,4%
UK	1,1	1,1	2,5	3,2	47,7	101,0	-2,9	-5,1	4,4	4,2%	4,5%
Asie ex Japon	5,3	4,4	1,3	1,1	-	4,6	1,5	-6,0	4,5	4,3%	3,5%
Japon	0,2	0,8	2,7	2,8	50,1	216,2	4,9	-4,0	2,5	-	1,4%
Brésil	3,4	2,3	4,4	5,3	49,4	62,0	-3,3	-7,9	6,4	-	13,5%
Russie	4,3	1,4	8,4	9,2	47,5	19,0	3,2	-1,7	2,4	-	-
Inde	9,2	6,3	4,8	4,6	58,4	46,5	-0,6	-4,8	8,5	6,2%	6,3%
Chine	5,0	4,5	0,2	0,2	50,4	330,0	2,9	-4,8	4,0	1,5%	1,6%
Monde	3,1	2,6	4,2	3,8	-	-	0,6	-	7,1	-	-

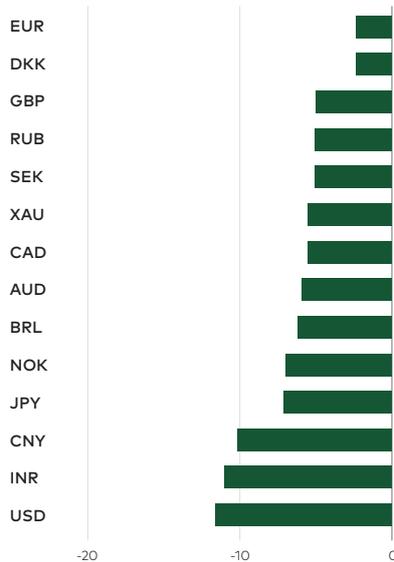
### Performance des marchés (du 31.03.2025 au 30.06.2025)

#### Taux de change

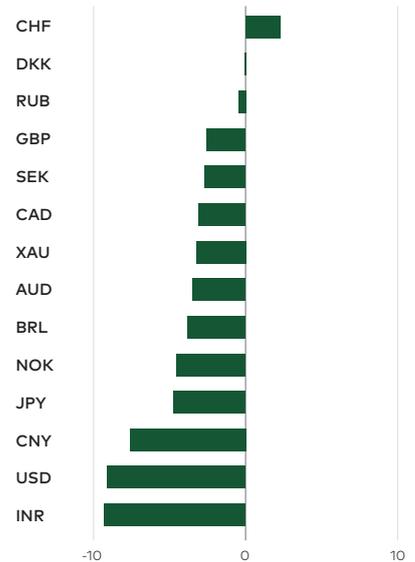
##### CONTRE USD (%)



##### CONTRE CHF (%)



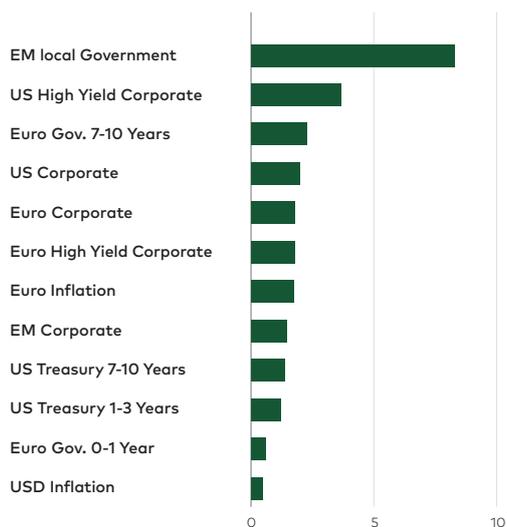
##### CONTRE EUR (%)



Marché actions / Rendement Total & Valorisation  
(du 31.03.2025 au 30.06.2025)

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

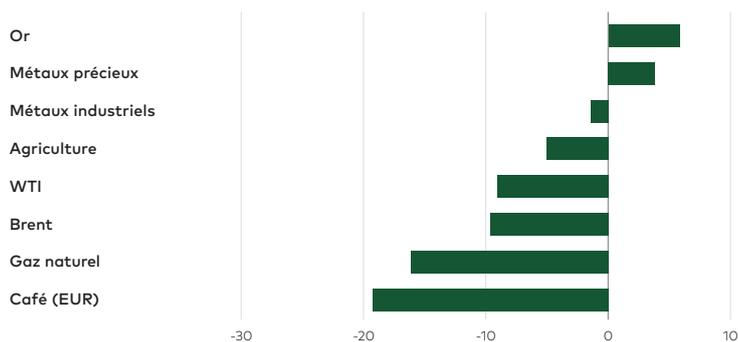
Marché obligataire



Secteurs / Performance & Valorisation (Leading PE)

	USA	Europe	Monde	USA		Europe		Monde	
				Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier
	Cons. Discr.	12,1%	-4,7%	10,3%	21,6	29,0	14,4	16,4	18,5
Cons. Non Cycl.	0,5%	-2,8%	2,5%	19,6	22,8	18,4	16,2	19,3	20,4
Finance	6,7%	2,8%	9,0%	14,4	18,0	11,4	11,0	13,6	15,0
Energie	-9,0%	-11,5%	-5,8%	14,4	16,0	10,4	9,8	13,3	14,4
Industrie	12,7%	8,1%	14,3%	18,4	26,4	18,9	22,3	18,3	23,3
Technologie	23,5%	8,0%	23,0%	22,6	32,9	25,6	29,9	23,4	32,5
Matériaux	2,4%	0,1%	5,5%	17,8	21,5	14,8	17,3	16,3	18,1
Services publics	3,6%	7,2%	7,2%	16,9	18,9	14,0	14,1	16,7	16,9
Santé	-7,0%	-6,3%	-4,4%	19,7	17,1	20,0	15,2	20,4	16,7
Télécom.	18,6%	5,7%	18,7%	18,0	19,7	16,0	21,5	18,2	19,9
Immobilier	-1,1%	2,4%	9,7%	44,0	37,9	20,0	14,5	28,8	28,0

Matières premières



## 8 GRILLES D'ALLOCATION

### Classes d'actifs

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
<b>Actions</b>	●			Sur la base de fondamentaux solides et de politiques favorables, nous estimons que la tendance haussière reste intacte et continuons de prôner des « achats sur repli » dans un contexte de volatilité persistante.	Une guerre commerciale alimentant les pressions inflationnistes et l'incertitude qui pèse sur la croissance constituent toujours des risques majeurs.
<b>Obligations</b>	●			Les obligations mondiales présentent des rendements intéressants, 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.
<b>Or</b>		●		Les achats des banques centrales et la demande d'or en tant que protection contre l'incertitude continueront de soutenir les cours.	Une normalisation de la politique tarifaire de l'administration Trump et un éventuel accord de paix en Ukraine.
<b>Cash</b>			●		

### Actions

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
<b>Etats-Unis</b>		●		Les États-Unis entament le troisième trimestre dans un équilibre fragile: la croissance ralentit dans un contexte de droits de douane et d'incertitude budgétaire, l'inflation pourrait rebondir, mais la vigueur de la consommation, la flexibilité de la Fed et la stabilisation des bénéfices offrent du soutien.	Le risque politique reste élevé et la crédibilité budgétaire est mise à mal.
<b>Europe</b>		●		Le scénario central demeure constructif pour les actions européennes, porté par la désinflation, une politique budgétaire enfin proactive en Allemagne et des bénéfices qui cessent de décevoir.	Deux risques majeurs sont identifiés: une sortie du scénario « Boucles d'or » aux États-Unis (surchauffe ou décrochage) ainsi qu'une intensification de la guerre commerciale déclenchée par le président Trump.
<b>Suisse</b>		●		Dans un contexte d'extrême faiblesse des rendements suisses, les actions constituent une alternative intéressante que ce soit aussi bien du côté du rendement du dividende (3%) que du rendement des bénéfices (5,4%).	Une économie mondiale en récession et un renforcement trop important du franc suisse pourrait amener la BNS à revenir à des taux nettement négatifs, ce qui pourrait alimenter une spirale déflationniste.
<b>Asie Pacifique ex-Japon</b>		●		Les valorisations sont attractives et plusieurs secteurs bénéficient d'un regain de dynamique bénéficiaire. Dans l'ensemble, nous pensons que le profil risque/rendement s'améliore.	Un renforcement potentiel des droits de douane américains.
<b>Japon</b>		●		Le Japon aborde le troisième trimestre avec une croissance du PIB freinée par les vents contraires du commerce mondial, mais une demande intérieure soutenue par la résilience de la consommation privée et des investissements des entreprises.	Un renforcement potentiel des droits de douane américains.

## Obligations

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats développés	●			Les anticipations inflationnistes reflètent déjà la hausse des droits de douane, qui pourrait finalement s'avérer moins importante que prévu. Les chiffres d'inflation montrent une modération, les prix du pétrole ont baissé après la flambée liée aux tensions au Moyen-Orient et la Fed pourrait adopter un ton plus accommodant.	L'impact des droits de douane sur l'inflation pourrait n'être que retardé, ce qui constituerait un obstacle. Le projet de loi budgétaire américain pourrait s'avérer plus expansionniste.
Entreprises (IG)	●			L'appétit des investisseurs pour les obligations d'entreprises demeure solide. Nous maintenons une posture constructive, 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		●		Les obligations à haut rendement ont rebondi sur fond de baisse du risque de récession et de volatilité moindre des marchés financiers.	Les politiques américaines ont été imprévisibles, de sorte qu'une escalade de la rhétorique commerciale belliqueuse pourrait saper la confiance des investisseurs.
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 latitude 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 adopter une position longue sur le JPY contre EUR: le JPY est sous-évalué et le différentiel de taux d'intérêt plaide désormais en sa faveur.
USD vs GBP		●		Positionnement neutre compte tenu de la nette évolution des taux d'intérêt, en faveur de l'USD.

## ET SI LES ACTIONS SUISSSES DEMEURAIENT INTÉRESSANTES ?

ANICK BAUD / SENIOR FUND MANAGER

*Même si la croissance du premier trimestre a été artificiellement soutenue par des exportations réalisées par anticipation et le reste de l'année s'annonce, au mieux, peu dynamique, même si l'indice PMI manufacturier est à nouveau proche de ses plus bas niveaux, même si le franc suisse reste élevé et le spectre de la déflation refait surface, nous estimons que le marché boursier suisse conserve un certain attrait.*

### Un dynamisme trompeur

La surprise macroéconomique de ce début d'année aura été la vigueur inattendue de l'économie suisse au premier trimestre. Alors que l'on anticipait une croissance nettement inférieure au potentiel de long terme, le PIB – corrigé des effets liés aux événements sportifs – a enregistré une progression de 0,8%.

Ce dynamisme s'avère toutefois trompeur, porté principalement par une forte hausse des exportations (+3,6%), probablement en anticipation de futurs droits de douane. Sans cet effet ponctuel, la performance aurait été nettement moins flatteuse.

Cette embellie semble n'avoir été que temporaire, comme en témoignent les chiffres d'avril et de mai: les exportations de biens ont chuté respectivement de 9% et 14% en valeur nominale par rapport au mois précédent. Une correction brutale qui devrait peser lourdement sur l'activité au deuxième trimestre. Et quand bien même, face à la situation géopolitique extrêmement tendue au Proche-Orient, la question des tarifs douaniers semble s'être provisoirement vue reléguée au second plan, le risque demeure et continue de freiner la normalisation du rythme de croissance. À cette menace globale s'ajoute un risque plus spécifique: celui qui pèse sur le secteur pharmaceutique, particulièrement stratégique pour l'économie helvétique et actuellement dans le viseur du président américain. Les exigences de ce dernier en matière de baisse des prix apparaissent difficiles à mettre en œuvre en l'état, et juridiquement fragiles. De fait, pour que le gouvernement puisse fixer les prix des médicaments, un

changement législatif serait nécessaire, impliquant un vote du Congrès. Même si cette réforme semble peu probable à court terme et serait certainement combattue juridiquement par les entreprises pharmaceutiques, elle contribue à alimenter le climat de pessimisme et accentue le manque de visibilité. Dans un tel environnement d'incertitude, les décisions d'investissement sont naturellement retardées, ce qui explique en grande partie pourquoi le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie reste inférieur à la moyenne.

### Des risques surestimés

Il est intéressant de constater qu'une forte divergence est récemment apparue entre les enquêtes d'opinion (soft data) et les données économiques concrètes (hard data). Tandis que les premières traduisent un certain pessimisme, reflet d'un climat de prudence et d'attentisme, les secondes continuent, pour l'heure, de témoigner d'une économie mondiale globalement résiliente. Cette dichotomie n'épargne pas la Suisse et se manifeste de manière particulièrement marquée dans les données mensuelles des directeurs d'achat du secteur manufacturier. Ainsi, l'indice PMI manufacturier affiche 29 mois consécutifs sous le seuil de 50 – signalant une contraction de l'activité –, une situation totalement inédite. En début d'année, l'optimisme généré par l'annonce du futur grand plan de réformes en Allemagne avait brièvement laissé espérer une sortie de cette zone de contraction. Mais la publication des chiffres de mai a brutalement douché ces espoirs, ramenant l'indicateur à des niveaux proches des plus bas, alors même qu'en Europe, les signaux d'amélioration se multiplient et le pessimisme semble progressivement s'estomper. Comme nous l'avons déjà souligné, ces enquêtes sont extrêmement volatiles et largement influencées par le ressenti des répondants, qui ne reflète pas toujours fidèlement la réalité économique. Dans ce contexte, il nous semble excessif de leur accorder une portée prédictive significative et les réponses semblent davantage refléter les risques et négliger les opportunités.

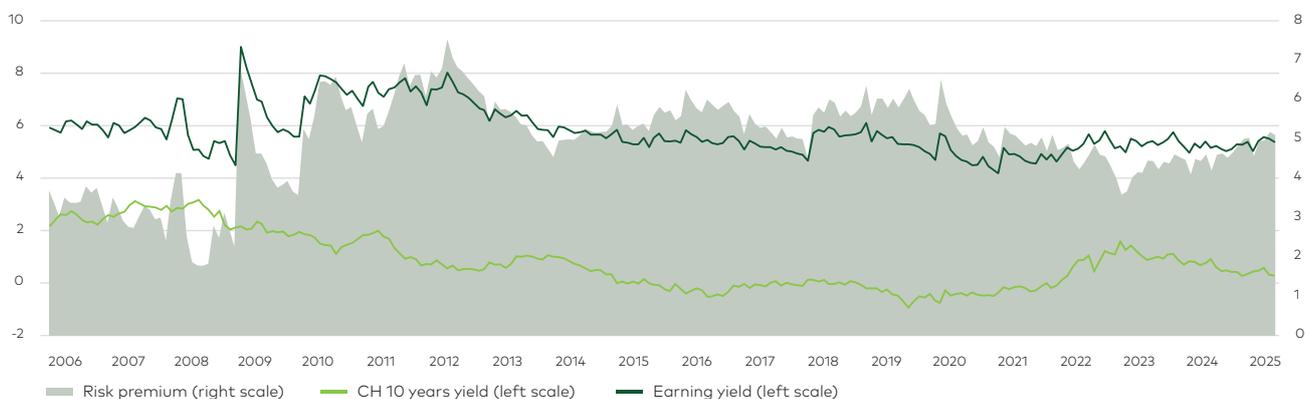
### La délicate mission de la BNS

Alors que la Banque nationale suisse (BNS) avait récemment pris l'habitude de surprendre les marchés, sa décision du 19 juin – une baisse de 0,25 point de pourcentage – était largement anticipée. Cette décision a ramené les taux directeurs à 0%, un niveau inédit dans l'histoire de l'institution,

### le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie reste inférieur à la moyenne



La Suisse présente une prime de risque très attractive, avec un rendement des bénéfices de 5,4%, tandis que le taux sans risque est pratiquement nul.



laquelle n'avait connu jusqu'ici que des taux soit positifs, soit négatifs.

Face à l'appréciation marquée du franc suisse depuis le début de l'année, principalement contre le dollar et en termes nominaux, mais surtout à un contexte de quasi-déflation (-0,1% enregistré en mai) et de croissance économique atone, la tâche de la BNS s'annonce particulièrement complexe. Certes, elle dispose d'un second levier d'action, les interventions sur le marché des changes. Toutefois, dans un environnement géopolitique tendu, où l'administration américaine est prompte à accuser ses partenaires de manipulation monétaire, recourir à de telles interventions pourrait raviver les tensions commerciales, notamment sur le dossier toujours épineux des droits de douane. Si la pression haussière sur le franc devait persister, alimentant un climat déflationniste durable et pesant davantage sur la croissance, un retour aux taux négatifs deviendrait difficilement évitable. Pour l'heure, cependant, les conditions ne semblent pas réunies pour justifier une telle mesure. La BNS a d'ailleurs indiqué que le seuil à partir duquel elle envisagerait d'abaisser son taux directeur est probablement plus élevé aujourd'hui qu'il ne l'était lorsque les taux étaient en territoire positif.

En effet, si le franc paraît surévalué en termes nominaux, ce constat est à nuancer en termes réels: l'inflation reste nettement plus élevée dans la zone euro et aux États-Unis qu'en Suisse. Ainsi, une fois corrigés de l'effet prix, les biens helvétiques ne sont pas nécessairement moins compétitifs qu'en début d'année. Par ailleurs, les principales banques centrales ne paraissent pas enclines à adopter, à ce stade, une politique monétaire particulièrement expansionniste. La Banque centrale européenne (BCE) semble marquer une pause dans son cycle de baisse des taux, tandis que la Fed redoute toujours une résurgence de l'inflation. En définitive, tout dépendra de l'évolution de l'économie mondiale. Si celle-ci venait à ralentir nettement, poussant les grandes banques centrales à assouplir davantage leurs politiques monétaires, la BNS pourrait se retrouver contrainte de rouvrir le chapitre des taux négatifs pour éviter une ruée sur le franc.

#### Et si les actions suisses demeuraient intéressantes dans un tel environnement?

Le trimestre dernier, nous soulignons l'attrait des actions suisses, notamment en raison de leur décote par rapport au marché américain, d'une dynamique bénéficiaire robuste et de leur attractivité renforcée par l'absence d'alternatives, dans un contexte de rendements obligataires helvétiques historiquement bas. Si le marché suisse, en particulier le segment des petites et moyennes capitalisations, a bien rebondi depuis son point bas d'avril, si la décote s'est réduite et si la dynamique bénéficiaire s'est quelque peu essoufflée, il n'en demeure pas moins que les actions suisses restent fondamentalement attractives. Historiquement, les périodes de taux bas ont coïncidé avec une hausse des transactions sur le marché boursier, le manque d'alternatives incitant les investisseurs désireux d'investir en franc suisse à se tourner vers les actions. Comme le souligne une étude récente d'UBS, durant la phase des taux négatifs (janvier 2015 – septembre 2022), les actions suisses ont affiché un rendement annuel moyen de 7%, légèrement supérieur à leur moyenne historique sur 20 ans (6%). Aujourd'hui encore, la prime de risque reste attractive, que ce soit au travers du rendement du dividende (3%) ou de celui des bénéfices (5,4%), alors que le taux sans risque à 10 ans demeure très faible (0,35%). Dans un environnement de taux durablement bas, les titres de croissance profitent en outre mécaniquement de taux d'actualisation plus faibles, ce qui pourrait conduire les analystes à revoir à la hausse leurs estimations de valeur fondamentale (fair value). Partant, une exposition accrue aux valeurs secondaires paraît pertinente. Ces sociétés, souvent positionnées sur des segments de croissance, sont également plus tournées vers l'Europe et donc moins sensibles aux risques de protectionnisme commercial. Mieux encore, leur principal débouché à l'exportation est souvent l'Allemagne, un facteur qui a pesé sur leurs performances ces trois dernières années, mais qui pourrait désormais devenir un avantage, à mesure que le moral économique allemand s'améliore enfin.

## EUROPE UNE REPRISE SOUS-ESTIMÉE ?

MALEK DAHMANI / FUND MANAGER

**Le marché européen avance dans un climat de défiance: malgré des fondamentaux en amélioration – inflation modérée, relance budgétaire allemande, stabilisation des bénéficiaires – un consensus attentiste s’est formé. Nous pensons qu’il sous-estime les moteurs de reprise mais restons lucides: les secousses ne manqueront pas.**

Si Cassandre ne fut jamais crue pour sa vision funeste de l’avenir, ne serait-il pas possible qu’aujourd’hui, les investisseurs refusent de croire à des jours meilleurs pour l’Europe? Malgré des améliorations tangibles du paysage économique – de la stabilité des prix à un environnement budgétaire plus favorable – un scepticisme persistant continue de peser sur la dynamique européenne. Cette défiance nous semble moins fondée sur les faits que sur un réflexe psychologique tenace – celui qui préfère avoir raison dans le pessimisme plutôt que d’être surpris par le progrès.

Même après une solide performance des marchés actions depuis le début de l’année (+8,6% pour le Stoxx 600 à ce jour), de nombreux investisseurs restent peu convaincus. Un consensus implicite s’est formé, anticipant une évolution latérale des marchés sur les 12 à 18 prochains mois. Cette vision repose toutefois sur un raisonnement circulaire: puisque les marchés ont déjà bien progressé, de nouveaux gains paraissent peu probables.

Pourtant, l’environnement actuel offre plusieurs raisons convaincantes de remettre en question ce scénario. Historiquement, les périodes caractérisées par une inflation maîtrisée et une croissance modérée du PIB ont constitué un terrain fertile pour les actions. Aujourd’hui, la combinaison de mesures de soutien, d’un contexte inflationniste plus clément

et de résultats d’entreprises résilients suggère que le potentiel des actions européennes est supérieur à ce que laisse entendre le sentiment ambiant. Cela dit, il ne s’agit pas pour nous de sombrer dans une béatitude naïve. Le retour de l’appétit pour les actions européennes ne signifie pas que la route sera sans embûches. Nous n’avons aucun doute sur le fait que la volatilité refera surface, parfois de manière abrupte. Gérer cette volatilité – plutôt que de tenter de la prédire – sera un facteur clé de performance dans les mois à venir.

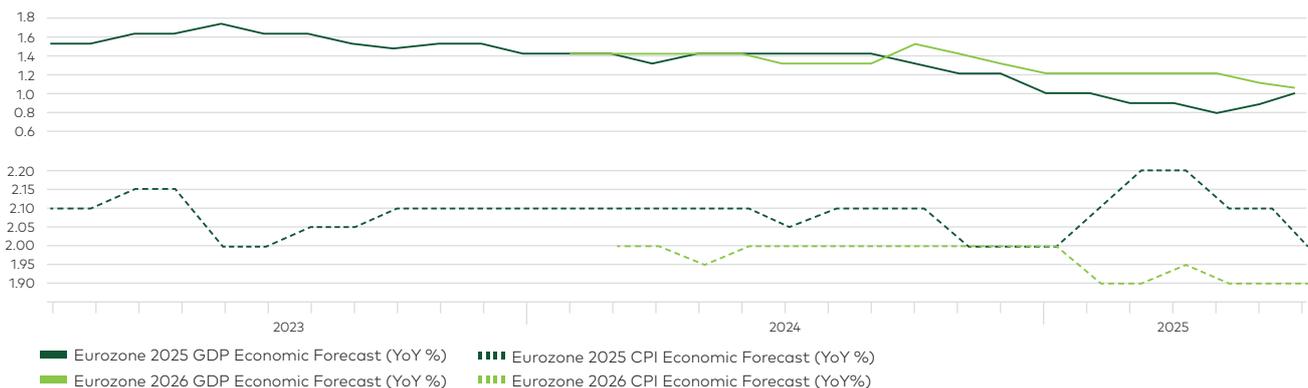
### Le choc budgétaire allemand: une normalisation psychologique plutôt qu’un big bang

Le moteur principal du sentiment de marché reste interne à l’Europe: l’Allemagne a acté une transformation budgétaire profonde, en réformant son frein à l’endettement. Cette décision a provoqué un revirement du climat domestique allemand, avec une confiance qui se redresse tant au sein des ménages que dans les indices PMI industriels.

Bien que modeste en valeur absolue, ce plan de relance a un impact psychologique majeur. Il met fin à l’austérité en tant que dogme implicite et envoie un signal de soutien durable à l’investissement et à la consommation intérieure. L’effet pourrait être encore plus marqué dans le contexte actuel, la solide situation financière des ménages et des entreprises allemandes étant susceptible d’amplifier l’effet multiplicateur:

### Prévisions du PIB et de l’inflation en Europe

Un contexte d’inflation maîtrisée et de croissance modérée a historiquement soutenu les marchés actions



### Confiance des entreprises allemandes: enquête IFO

La récente amélioration de la confiance des entreprises – notamment des anticipations pour l'avenir – reflète l'impact positif du plan de relance budgétaire annoncé



avec le retour de la confiance, la propension à consommer et à investir s'en trouve renforcée. L'indice MDAX a rebondi de 17% depuis janvier, nettement devant le Stoxx 600, confirmant le retour en grâce des valeurs cycliques domestiques.

### Le facteur oublié: les bénéficiaires n'ont (presque) plus de mauvaises nouvelles à intégrer

Les révisions à la baisse des projections bénéficiaires ont ralenti drastiquement en 2025. Ce n'est pas un hasard, mais le fruit d'une mécanique simple: les segments les plus exposés à la Chine – matières premières, luxe, automobile – avaient déjà été revus à la baisse depuis mi-2023.

Le poids de ces secteurs dans les révisions négatives s'est réduit mécaniquement, créant un effet de «bottoming» qui stabilise les attentes. Il s'ensuit une base plus favorable pour la croissance bénéficiaire future. Autrement dit, la barre est plus basse, et donc plus facile à franchir, ce qui contribue à la solidité du marché malgré le contexte tendu.

### Valorisations raisonnables et leadership diffus

En bourse, la progression des indices s'est accompagnée d'une revalorisation modérée: les multiples du Stoxx 600 sont revenus dans leur moyenne historique (12,5x à 13x les bénéfices attendus), ce qui demeure raisonnable compte tenu de l'environnement monétaire.

Fait notable, le leadership sectoriel s'est élargi. Banques, industrielles, entreprises technologiques européennes, consommation domestique: tous participent à la hausse, ce qui rend le mouvement plus sain que le rallye boursier concentré de fin 2024.

### Volatilité à l'horizon

Si la toile de fond macroéconomique s'est nettement améliorée, la scène géopolitique, elle, est d'une instabilité rare. Le Moyen-Orient s'est enfoncé dans un conflit régional incontrôlé, avec de multiples fronts actifs. En Ukraine, la ligne de front reste dynamique, sans perspective crédible de cessez-le-feu. L'Inde et le Pakistan se livrent à des escarmouches régulières, encouragés – comme d'autres puissances régionales – par le désengagement de l'administration Trump, qui a abandonné toute prétention à une diplomatie stabilisatrice.

Ce retrait américain n'est pas anodin. Il a engendré une perception croissante chez certains acteurs qu'ils peuvent «régler» eux-mêmes leurs différends, ce qui multiplie les conflits locaux à haute intensité. Pour les marchés, cela signifie des pics de volatilité récurrents, souvent inattendus, et une prime de risque géopolitique difficile à modéliser.

Un autre facteur de volatilité latent est la date limite fixée par Trump au 9 juillet pour renégocier plusieurs accords commerciaux bilatéraux. Pour l'instant, les marchés sont curieusement calmes face à cette échéance. Pourtant, les signaux sont clairs: menaces verbales renouvelées, exigences irréalistes vis-à-vis de l'Europe, et durcissement de ton envers l'Asie.

À mesure que cette échéance approche, il y a fort à parier que la volatilité remontera, alimentée par des tweets présidentiels, des fuites orchestrées et des annonces choc. Il faudra pourtant garder à l'esprit une chose: le résultat final de ces tractations pourrait s'avérer très positif après des négociations brutales – et vice versa. Il est donc essentiel pour les investisseurs d'être mentalement et structurellement préparés à absorber le choc, quel qu'il soit.

Trump dispose d'une marge de manœuvre limitée: le niveau record d'exposition des ménages américains aux actions restreint ses options, tout comme le retrait des investisseurs étrangers des adjudications du Trésor américain, qui rend chaque accès de nervosité budgétaire plus coûteux.

### Conclusion: lucides, mais pas résignés

Nous abordons le second semestre 2025 avec un optimisme mesuré. Le scénario central reste constructif pour les actions européennes, porté par la désinflation, une politique budgétaire enfin proactive en Allemagne, et des bénéfices cessant de décevoir.

Pour autant, il serait naïf d'ignorer l'ampleur des tensions géopolitiques et la complaisance du marché face à certaines échéances critiques, notamment les négociations commerciales américaines. La conviction, ici, ne doit pas faire oublier la discipline. Le risque est là, mais les opportunités aussi – à condition de rester agiles et prêts à absorber les secousses.

## UNE AMÉRIQUE QUI RALENTIT SANS FLÉCHIR

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

*Au lendemain du choc du «Liberation Day», l'économie américaine entre dans une phase de ralentissement, mais demeure résiliente. La croissance s'est modérée, l'inflation devrait temporairement repartir à la hausse et les incertitudes politiques et budgétaires restent élevées. Les principaux facteurs de soutien – la vigueur de la consommation, la stabilité des bénéfices et la flexibilité de la Fed – ne laissent toutefois pas présager une cassure imminente de la dynamique.*

Le choc immédiat du «Liberation Day» est désormais passé et le président Trump a depuis assoupli sa position. Ce revirement semble avoir été motivé par la détérioration de sa cote de popularité, laquelle a atteint des niveaux inédits dans l'histoire pour un président en exercice, et, peut-être de manière plus décisive, par la pression exercée par le marché obligataire. À un tel niveau d'endettement, une vérité simple s'impose: lorsque vous devez autant, ce n'est pas vous qui fixez les règles, mais vos créanciers.

Les droits de douane constituent un élément central de la stratégie géoéconomique américaine, pas seulement des outils protectionnistes temporaires. La pause tarifaire actuelle devant prendre fin en juillet, le risque d'une nouvelle escalade existe, en particulier vis-à-vis de l'Union européenne. Cela dit, nous pensons que l'administration Trump conclura des accords globaux avec ses principaux partenaires. Le niveau moyen des tarifs douaniers devrait se stabiliser autour de 12 à 15%.

### Le «Big Beautiful Bill»: du soutien à court terme pour un coût de long terme

Si le «Big Beautiful Bil» proposé par Donald Trump est adopté, le déficit fédéral américain devrait atteindre 6,5% du PIB en 2025, avec des niveaux similaires prévus pour les trois prochaines années.

Ce projet de loi repose sur l'hypothèse que les mesures de relance qu'il contient s'autofinanceront grâce à une croissance plus élevée. Une hypothèse que nous jugeons, au mieux, optimiste. Le plan pourrait donner un coup de fouet à l'activité économique sur le court terme, à condition que les rendements obligataires restent modérés, mais ses implications à plus longue échéance sont plus préoccupantes. L'analyse historique montre que lorsque la dette publique dépasse 90% du PIB (elle s'élève actuellement à 99,5%), elle tend à être corrélée à un ralentissement de la croissance à long terme.

Le coût du service de la dette devrait atteindre USD 952 milliards en 2025, soit environ l'équivalent du budget total de la défense américaine, et absorbe déjà 18,4% des recettes fédérales. Le «Big Beautiful Bill» ajouterait au moins USD 50 milliards en charges d'intérêt, dans l'hypothèse de taux d'intérêt stables. Toute pression haussière sur les rendements pourrait aggraver considérablement la situation budgétaire.

### Croissance moindre, inflation plus élevée, mais pas de récession en vue

Les estimations de croissance du PIB américain pour 2025 ont été revues à la baisse en raison de l'impact du nouveau régime tarifaire. L'économie, qui devait initialement progresser de 2,3%, ne devrait désormais croître que de 1,4%.

### La croissance des salaires nominaux continue de surpasser l'inflation sous-jacente

Même en cas de hausse de 1 point de pourcentage de l'IPC global, la croissance des salaires réels resterait stable



### Les projections de BPA à 12 mois ont repris une tendance haussière post-«Liberation Day»



Ce ralentissement est particulièrement notable dans le contexte de la forte dynamique observée en 2023 (2,9%) et 2024 (2,8%).

Malgré ce ralentissement, nous n'anticipons pas de récession, contrairement au consensus immédiat post-«Liberation Day». Les indicateurs avancés restent en territoire solidement expansionniste: l'indice PMI des services s'établit à 53,7 et celui de l'industrie manufacturière à 52,0, tous deux bien au-dessus du seuil neutre de 50, suggérant une poursuite de la croissance, quoiqu'à un rythme plus lent.

Des pressions inflationnistes devraient toutefois réapparaître à court terme. Après avoir touché un point bas de 2,4%, une remontée temporaire de l'IPC global est attendue pour les prochains mois, principalement sous l'effet ponctuel des mesures tarifaires. Cela dit, nous pensons qu'il s'agira d'un rebond transitoire et que l'inflation terminera l'année en hausse modérée, autour de 3,0%, avant de reprendre sa tendance baissière en 2026.

#### Le «Fed put» reste en place

Avec une inflation qui devrait augmenter modestement en raison des effets temporaires des droits de douane – pour atteindre probablement un pic autour de 3% avant de s'atténuer en 2026 –, la Fed semble appelée à maintenir sa politique monétaire inchangée durant le second semestre 2025. Bien que les baisses de taux aient été reportées dans le temps, le taux des fonds fédéraux, actuellement à 4,5%, offre à la banque centrale une marge de manœuvre importante en cas de détérioration du marché du travail. De notre point de vue, la Fed reste fondamentalement sensible à la croissance. Si elle se voit contrainte de choisir entre la stabilité des prix et l'emploi, elle donnera la priorité au soutien du marché du travail, réaffirmant ainsi le «Fed put».

#### Consommation américaine: résilience et toujours un moteur de croissance

Malgré un contexte macroéconomique plus incertain, les consommateurs américains restent un moteur essentiel de la croissance et font preuve d'une vigueur surprenante. Les

ventes au détail continuent de progresser fermement, sans signe d'inflexion. Du côté des revenus, la croissance des salaires nominaux est toujours bien supérieure à l'inflation sous-jacente, les salaires réels affichant aujourd'hui une croissance de 1,4% en glissement annuel. Même si l'IPC global devait grimper temporairement à 4%, la croissance des salaires réels ne ferait que se stabiliser, et non pas s'inverser, avant de s'améliorer à nouveau avec le ralentissement de l'inflation en 2026.

De plus, le bilan des consommateurs est solide. Depuis la crise de 2008, l'endettement des ménages américains a considérablement diminué, le ratio de la dette des ménages par rapport au PIB passant de 98% à 69%. Ce désendettement, conjugué à la stabilité de l'emploi et à la progression des salaires, a permis aux ménages d'être mieux armés pour absorber les chocs de court terme. En d'autres termes, les consommateurs américains demeurent résilients et constituent toujours un rempart essentiel contre le ralentissement des investissements et les vents contraires en matière de commerce mondial.

#### Bénéfices et valorisations des entreprises

Compte tenu du ralentissement de la croissance économique et de la probable compression des marges, les anticipations de bénéfices pour 2025 ont été sensiblement revues à la baisse. Les prévisions initiales, qui tablaient sur une croissance à deux chiffres du BPA, ont été ramenées à environ 5%, reflétant des perspectives plus prudentes des entreprises. Cela dit, un tournant notable s'est produit post-«Liberation Day»: les estimations de BPA à 12 mois ont commencé à se redresser, suggérant un regain de vigueur bénéficiaire malgré les vents macroéconomiques contraires.

Les valorisations demeurent élevées à première vue, le S&P 500 se négociant à 21x les bénéfices à terme. Ce chiffre est toutefois fortement biaisé par une poignée de méga-capitalisations. L'indice S&P 500 équipondéré, qui reflète mieux l'ensemble du marché, paraît plus attractif à 17x les bénéfices à terme, ce qui indique que les risques liés à la valorisation sont concentrés plutôt que systémiques.

#### Conclusion: un équilibre plus fragile, mais la dynamique n'est pas rompue

L'économie américaine aborde le troisième trimestre dans une situation plus délicate. La croissance a nettement ralenti sous le poids des nouvelles taxes douanières et de l'incertitude budgétaire, tandis que l'inflation devrait temporairement repartir à la hausse. Pour autant, les principaux facteurs de soutien demeurent intacts: la consommation résiste bien, la Fed conserve sa marge de manœuvre pour agir si nécessaire et les attentes bénéficiaires se stabilisent. Le risque politique reste élevé et la crédibilité budgétaire est sous pression, mais les marchés se sont adaptés plus facilement que craint dans un premier temps.

Dans ce contexte recalibré, nous maintenons une posture constructive sur les actions américaines, tout en privilégiant une approche diversifiée.

## ASSURER LA RÉSILIENCE ÉCONOMIQUE SUR FOND DE TENSIONS GÉOPOLITIQUES

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

*Alors que la Chine aborde le troisième trimestre 2025, les investisseurs sont confrontés à une double réalité: un contexte macroéconomique qui se stabilise et des risques géopolitiques qui s'intensifient. Même si les dirigeants renforcent leur soutien aux entreprises privées et misent encore davantage sur les technologies stratégiques telles que l'IA, les tensions avec les États-Unis continuent de peser sur les perspectives.*

L'économie chinoise se trouve actuellement à un tournant, devant trouver un équilibre entre la résilience de son secteur manufacturier et commercial et les faiblesses structurelles persistantes de son économie intérieure. Quand bien même les autorités maintiennent un objectif de croissance du PIB de 5%, l'atteinte d'un rythme de 4,5% constituerait en réalité déjà un succès. La vigueur de la production industrielle et la résilience des exportations, en particulier vers les pays de l'ASEAN et l'Union européenne, ont partiellement compensé le recul des échanges commerciaux avec les États-Unis.

Malgré la faiblesse de la confiance des ménages et les difficultés persistantes dans le secteur immobilier, les ventes au détail continuent de progresser et ont atteint leur plus haut niveau depuis décembre 2023. Le marché immobilier, longtemps moteur de croissance, poursuit le cycle de désendettement engagé depuis plusieurs années, ce qui limite les investissements privés et les recettes fiscales des collectivités locales. L'inflation demeure modérée, avec un IPC qui oscille autour de 0,1%, renforçant les risques déflationnistes. Pour les contrer, Pékin procède à des assouplissements budgétaires sélectifs, aux côtés de dépenses infrastructurelles et de mesures incitatives ciblant les énergies vertes, les technologies de fabrication de pointe et le développement de l'infrastructure.

**Tensions commerciales: dégel tactique, rivalité stratégique**  
Après une brève flambée des tensions en mai, déclenchée par les accusations américaines de violations des règles

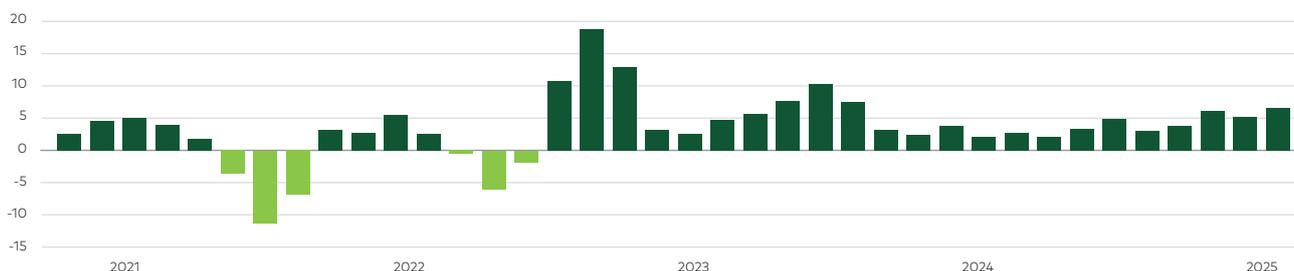
d'exportation par la Chine, les relations entre les États-Unis et la Chine sont entrées dans une phase de détente fragile. Les négociations de juin à Londres ont abouti à un nouveau cadre qui prolonge la trêve tarifaire de Genève, les deux parties plafonnant les droits de douane et la Chine acceptant d'assouplir ses restrictions sur l'exportation de minerais essentiels. Si Pékin maintient une posture de patience stratégique, il a commencé à cibler de manière sélective les entreprises américaines et à renforcer son autonomie technologique.

Malgré la reprise du dialogue et la perspective d'une rencontre entre Donald Trump et Xi Jinping en fin d'été, la rivalité structurelle perdure. La technologie, la politique industrielle et la méfiance géopolitique continuent de définir les relations entre les deux pays. Le récent dégel diplomatique réduit néanmoins le risque d'escalade.

**Une attaque chinoise contre Taïwan «pourrait être imminente» selon le secrétaire américain à la Défense**

Le secrétaire américain à la Défense, Pete Hegseth, a récemment averti qu'une attaque chinoise contre Taïwan «pourrait être imminente», citant les récents exercices et déploiements stratégiques de l'Armée populaire de libération. Si la Chine progresse dans son objectif d'acquérir une capacité d'invasion d'ici 2027, il n'existe toutefois aucune preuve tangible d'une opération imminente.

La vigueur et l'amélioration des ventes au détail soulignent la résilience des consommateurs



### L'exemple de l'indice technologique Hang Seng: rebond du BPA et valorisation attractive



La situation est complexe. Le président Xi considère la réunification de Taïwan comme partie intégrante de son héritage, mais reste prudent, conscient que le coût d'une opération militaire pourrait être trop élevé.

Les propos de M. Hegseth semblaient destinés non seulement à rallier les alliés de la région indo-pacifique à une augmentation des dépenses de défense, mais aussi à avertir l'Europe que le renforcement des liens économiques avec la Chine pourrait entrer en conflit avec l'alignement stratégique transatlantique.

#### Dynamique du secteur privé

En février, le président Xi Jinping a convoqué un symposium de haut niveau avec des dirigeants d'entreprises telles qu'Alibaba, Tencent, BYD, Meituan, Huawei et DeepSeek. Xi s'est engagé à soutenir les entreprises privées et à protéger les droits des entrepreneurs, les appelant à «montrer leurs talents» pour relancer la croissance.

Cela marque la fin potentielle du durcissement réglementaire qui a débuté en 2020 et pesé lourdement sur les entreprises Internet et technologiques. Les autorités chinoises semblent de plus en plus déterminées à restaurer la confiance des investisseurs et à stimuler l'activité économique, en particulier dans les secteurs jugés prioritaires pour le pays.

#### Perspectives boursières chinoises

Les actions chinoises paraissent intéressantes en termes de valorisation, l'indice MSCI China se négociant à seulement 11x les bénéfices prévisionnels, soit près de la moitié du ratio cours/bénéfices de du S&P 500 (21x). Conjugué à une croissance bénéficiaire attendue supérieure à 10%, cela constitue une thèse d'investissement convaincante.

Des secteurs clés tels que la consommation discrétionnaire, la technologie, la finance, la santé et les services de communication montrent des signes de reprise, soutenus par une solide croissance du bénéfice par action.

Bien que le sentiment des investisseurs à l'égard des actions chinoises reste fragile, la combinaison de bénéfices des entreprises en amélioration, de valorisations attractives et d'un soutien politique renouvelé suggère que le pire du recul des marchés boursiers pourrait désormais être passé.

#### Asie hors Japon: un rebond régional plus large

Au-delà de la Chine, l'univers Asia ex-Japan dans son ensemble affiche également une dynamique encourageante. L'Inde, Taïwan, la Corée du Sud et Hong Kong bénéficient tous de révisions à la hausse des attentes bénéficiaires. Avec plus des deux tiers de l'indice hors Chine affichant une amélioration des fondamentaux, la reprise des actions asiatiques semble de plus en plus généralisée et durable.

#### Conclusion: une reprise fragile avec des opportunités sélectives

Les perspectives macroéconomiques et boursières de la Chine demeurent mitigées, mais montrent des signes d'amélioration progressive. Les risques géopolitiques restent importants et les problèmes du secteur immobilier ne font que se stabiliser. Toutefois, l'environnement politique intérieur est devenu plus favorable et les fondamentaux des entreprises se redressent. L'accent stratégique mis par les autorités sur le leadership technologique, en particulier dans les domaines de l'IA et de la fabrication de pointe, laisse entrevoir l'émergence de nouveaux moteurs de croissance à long terme. Dans l'ensemble, nous pensons que le profil risque/rendement s'améliore, justifiant une posture prudente mais constructive sur les actifs chinois pour les investisseurs de long terme conscients des risques.

## OBLIGATIONS

MANUEL STREIFF / CONSEILLER

*Les négociations commerciales en cours et les risques géopolitiques accrus demeurent des sources d'incertitude importantes pour les investisseurs mondiaux. L'ambiguïté persistante entourant les nouveaux droits de douane américains a pesé sur le climat des affaires et la confiance des consommateurs, incitant de nombreuses entreprises à anticiper leurs importations en prévision de perturbations futures. Même si l'emploi est resté stable, nous tablons sur un ralentissement de la croissance au cours du second semestre 2025.*

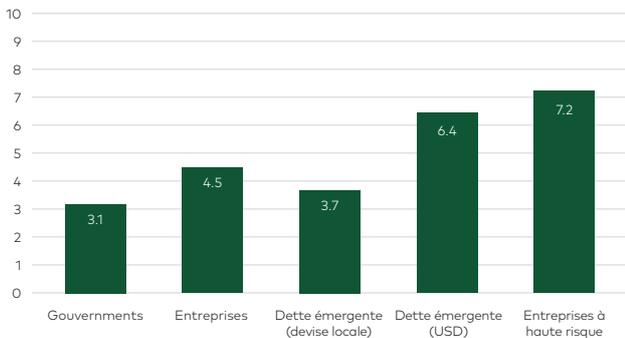
Les pressions inflationnistes, quoique modérées à ce stade, représentent toujours un risque majeur. La récente escalade des droits de douane américains sur les importations devrait se répercuter progressivement sur les prix intérieurs. La faiblesse du dollar américain depuis le début de l'année accentue aussi les risques haussiers sur l'inflation. Et conjuguée aux autres chocs, la flambée des prix du pétrole liée aux tensions au Moyen-Orient, quand bien même elle pourrait s'avérer temporaire, risque d'ancrer les anticipations inflationnistes à des niveaux élevés.

La Fed continue d'adopter une attitude prudente, attendant de mieux cerner la trajectoire de l'inflation. Après

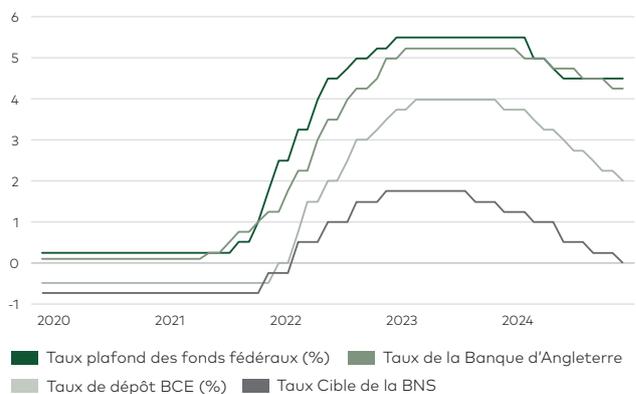
avoir mal évalué la dynamique inflationniste en 2021-2022, la Fed devrait rester patiente jusqu'à ce qu'elle soit convaincue d'une désinflation pérenne. Toutefois, en cas de ralentissement plus rapide que prévu de la croissance, la Fed devrait rapidement procéder à des réductions de ses taux directeurs.

Les tensions commerciales pèseront davantage sur la croissance européenne, mais avec des conséquences inflationnistes moins prononcées. L'augmentation des dépenses de défense pourrait amortir le ralentissement, mais la fermeté de l'euro et la hausse des coûts énergétiques resteront des facteurs défavorables importants.

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



**Évolution des taux d'intérêt des banques centrales**

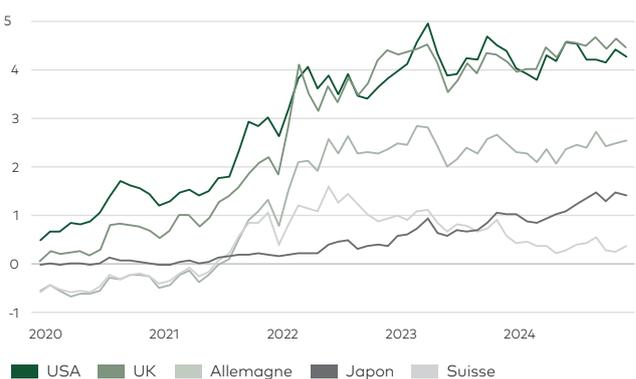


## OBLIGATIONS D'ÉTATS DÉVELOPPÉS

Le ralentissement de la croissance au second semestre 2025 devrait soutenir les marchés obligataires. Un assouplissement de la politique monétaire est attendu, avec une ou deux baisses de 25 points de base d'ici la fin de l'année. Les prochaines nominations au FOMC devraient amener des profils plus accommodants. Si les déséquilibres budgétaires et le niveau élevé de l'endettement semblent appelés à maintenir les rendements de long terme sous pression, les obligations d'échéance courte à moyenne devraient bénéficier de l'assouplissement monétaire.

Les emprunteurs souverains européens devraient tirer parti d'une inflation modérée et de la poursuite de la diversification internationale des portefeuilles. Les émetteurs européens à

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



haut rendement devraient également profiter de l'augmentation des dépenses budgétaires allemandes et des investissements dans la défense à l'échelle de l'UE.

Avec des taux directs suisses à zéro et susceptibles de passer en territoire négatif d'ici la fin de l'année, les obligations helvétiques ont retrouvé une partie de leur attrait, même si, à l'échelle mondiale, leurs rendements figurent parmi les plus bas.

Les obligations britanniques indexées sur l'inflation ont surperformé, portées par des inquiétudes persistantes concernant l'inflation dans un contexte de modération de la croissance.

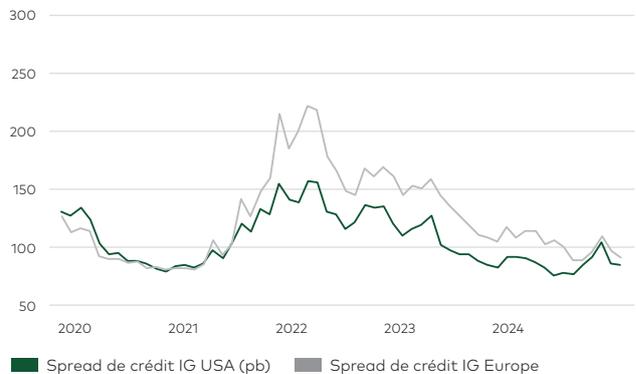
## OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

Après un bref épisode d'élargissement, les spreads de crédit se sont considérablement resserrés en mai et juin. Malgré cette étroitesse des spreads, la demande de crédit d'entreprise de qualité est toujours robuste. L'augmentation du volume d'émission en fin de deuxième trimestre a été facilement absorbée, reflétant la confiance continue des investisseurs.

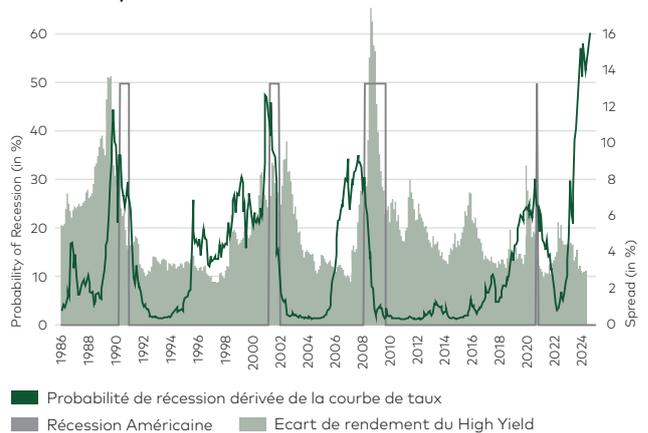
## DETTE ÉMERGENTE EN MONNAIE FORTE

La dette émergente en monnaie forte a sous-performé les autres segments obligataires, mais demeure soutenue par la perspective d'un recul des rendements mondiaux et d'un léger affaiblissement du dollar américain. De nombreuses banques centrales émergentes disposent désormais d'une plus grande latitude pour assouplir leur politique monétaire, ce qui favorise la stabilité macroéconomique locale.

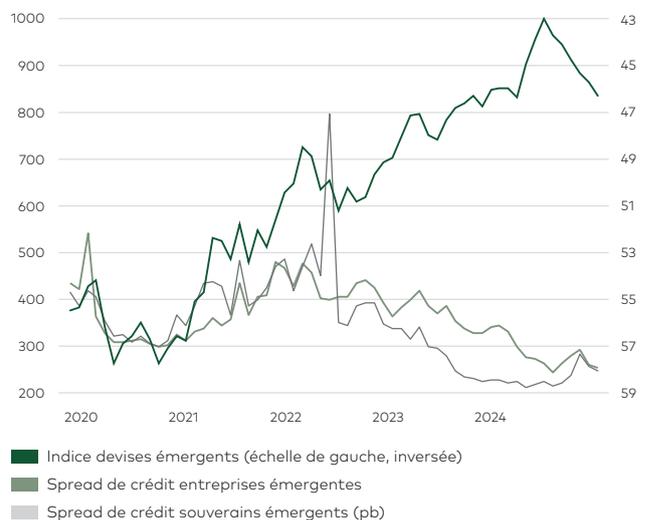
### Spreads de crédit aux États-Unis et en Europe



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



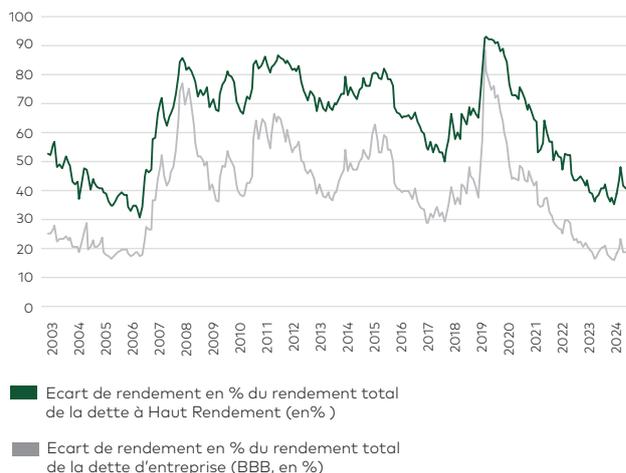
### Spreads de crédit sur les obligations émergentes et rendement local (Barclays)



## DETTE EMERGENTE EN MONNAIE LOCALE

La politique monétaire plus accommodante de plusieurs économies émergentes, rendue possible par la faiblesse du dollar américain, continue de soutenir les obligations locales. Les craintes liées aux sorties de capitaux s'étant atténuées, les banques centrales ont désormais la possibilité d'abaisser leurs taux. Dans le même temps, les devises émergentes se sont nettement appréciées. Dans le contexte des négociations tarifaires avec les États-Unis, les pays affichant un excédent courant se sont montrés prudents quant à l'affaiblissement de leur monnaie par le biais d'achats de devises étrangères. Sur des marchés tels que Taïwan et la Corée, les exportateurs ont accéléré leurs rapatriements de capitaux, tandis que les investisseurs ont renforcé leurs couvertures de change, ce qui a ajouté à la fermeté des monnaies locales.

Ecart de rendement en % du rendement total



## PROJECTION DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES

Segments	Rendement (%)			Vue sur le rendement total (horizon 12m)
	USD	EUR	CHF	
Cash	4,09	1,74	-0,12	↘
Court-terme à rendement élevé	4,95	2,37	0,05	↗
Obligations souveraines (10 ans)	4,24	2,57	0,41	↗
Obligations souveraines indexées l'inflation (10 ans)	1,94	0,65	n.a.	↗

Segments	Ecart par rapport au rendement souverain (pb)	Vue sur le rendement total (horizon 12m)
Obligations d'entreprises	91	↗
Obligations hybrides	176	↗
Obligations à haut rendement	336	↗
Souverain émergents	247	↗
Entreprises émergentes	240	↗
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](http://www.bruellan.ch)



### VERBIER

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

Tél +41 27 775 56 56  
[www.bruellan.ch](http://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](http://www.bruellan.ch)

[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)



### GSTAAD

Bruellan S.A.  
Gstaadstrasse 8  
CH-3792 Saanen

[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)



### MARTIGNY

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

[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)



PANORAMA EST ÉGALEMENT DISPONIBLE EN LIGNE  
[WWW.BRUELLAN.CH](http://WWW.BRUELLAN.CH)