

BRUELLAN PANORAMA

Q4/2025



PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES / OCTOBRE / NOVEMBRE / DECEMBRE 2025

UN CYCLE HAUSSIER SOLIDE FACE AUX TURBULENCES

SUISSE

TROP D'INCONNUES
POUR ÊTRE SEREINS?

EUROPE

PEUT-ON VOLER AVEC
UN SEUL MOTEUR?

ETATS-UNIS

DU CHOC TARIFAIRE AU
REVIREMENT DE LA FED

ASIE

LA CHINE REDEVIENT
INVESTISSABLE



Bruellan

TABLE DES MATIÈRES

- 04 Editorial**
Un cycle haussier solide face aux turbulences
- 06 Performances des marchés & grilles d'allocation**
- 10 Suisse**
Trop d'inconnues pour être sereins?
- 12 Europe**
Peut-on voler avec un seul moteur?
- 14 Etats-Unis**
Du choc tarifaire au revirement de la Fed
- 16 Asie**
La Chine redevient investissable
- 18 Obligations**
- 22 Disclaimer**
- 23 Où nous trouver**

UN CYCLE HAUSSIER SOLIDE FACE AUX TURBULENCES

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

Les investisseurs ont de nombreuses raisons de rester prudents à l'entame du dernier trimestre de 2025. Le marché de l'emploi américain se fragilise, l'immobilier demeure sous pression et les tensions commerciales pèsent sur le moral des investisseurs. Pourtant, le tableau global n'est pas sombre : la croissance mondiale se stabilise, la consommation résiste, les banques centrales assouplissent leur politique et les bénéfices soutiennent la tendance haussière. Dans ce contexte, l'équilibre entre risques et opportunités justifie un positionnement constructif sur les actifs risqués, en particulier les actions.

Prévisions de PIB: stabilisation suite aux différents chocs politiques

Après un premier semestre agité, la croissance mondiale du PIB s'est stabilisée: les prévisions pour 2025, tombées de 3,0% à 2,6% au moment du «Liberation Day», ont depuis été relevées à 2,8%. Les États-Unis ont le plus souffert des droits de douane, de l'inflation et des politiques migratoires, leurs attentes de croissance ayant été ramenées de 2,3% à 1,6%. À l'inverse, la zone euro et plusieurs régions d'Asie affichent des perspectives plus stables, portées par les investissements infrastructurels et l'assouplissement monétaire.

Indicateurs avancés: revirement haussier des indices PMI

À l'échelle mondiale, les indices PMI font état d'une nette amélioration. Le composite a atteint 52,9 en août, son plus haut niveau depuis 14 mois, grâce à une progression tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services. Aux États-Unis, l'activité demeure en forte expansion, les nouvelles commandes – la composante la plus prospective – continuant de s'améliorer, une tendance qui se reflète également dans l'optimisme croissant des petites entreprises.

Le secteur manufacturier de la zone euro est enfin sorti de la plus longue récession depuis plus de vingt ans, amorcée en juillet 2022. Ce retour en expansion s'appuie sur les programmes infrastructurels de l'UE et la politique accommodante de la BCE. La Suisse reste en retard, mais l'importance de ses débouchés vers l'UE (51%) et les États-Unis (17%) devrait bientôt tirer son PMI en territoire positif.

La participation à la reprise mondiale s'élargit: environ 60% des grandes économies sont désormais en expansion, contre 40% en début d'année. Les services restent solides dans la plupart des régions, ce qui renforce l'idée que le cycle mondial est plus porteur que beaucoup ne l'avaient anticipé.

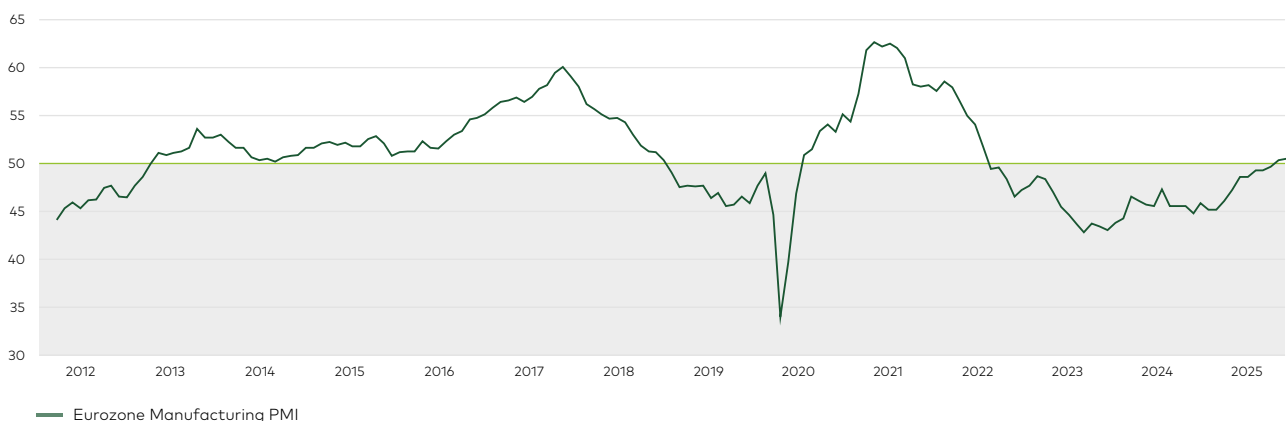
Consommateurs: toujours un pilier essentiel de la croissance

Malgré des taux d'intérêt élevés, une inflation persistante et la faiblesse du marché immobilier, les consommateurs américains – qui représentent environ 68 % du PIB – conservent une situation financière solide. Le ratio dette/PIB des ménages reste proche de son plus bas niveau depuis 2007, tandis que le revenu disponible réel continue de progresser grâce à des salaires évoluant plus rapidement que l'inflation. Les ventes au détail affichent une croissance d'environ 3,5 % en rythme annuel, confirmant la résilience de la demande intérieure.

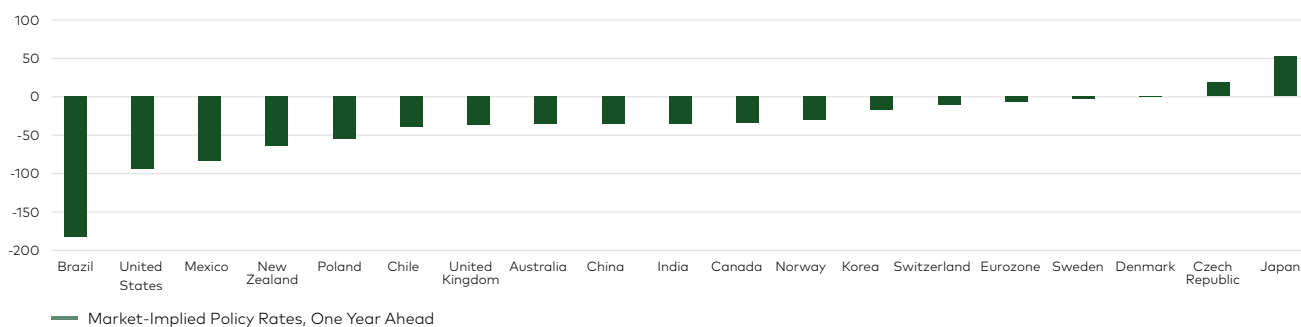
L'inflation: un problème pour Washington, pas pour le monde

L'inflation est désormais contenue dans la plupart des régions, mais reste inégale à l'échelle mondiale. Aux États-Unis, l'inflation à la consommation est passée de

Après trois ans de récession, l'activité manufacturière de la zone euro est à nouveau en expansion



Baisses de taux des banques centrales anticipées par le marché sur les 12 prochains mois



2,4 % en mars à 2,7 % et pourrait bientôt approcher 3 %. En zone euro, elle est contenue à 2,1 %, tandis qu'en Asie hors Japon elle demeure inférieure à 2 %. Le Japon se distingue avec une inflation supérieure à 3 %, et la Chine continue d'exporter de la désinflation, avec un IPC à -0,4 %.

Les États-Unis se trouvent à la croisée de deux forces opposées. D'un côté, les droits de douane et la dépréciation du dollar font grimper l'inflation. Et de l'autre, un marché de l'emploi en perte de vitesse – avec des offres d'emploi à leur plus bas niveau depuis dix mois et un chômage en légère hausse – ralentit la croissance des salaires et atténue l'inflation des services.

De notre point de vue, l'inflation des coûts induite par les droits de douane dominera sur le court terme, maintenant l'indice d'inflation globale à un niveau élevé. À moyen terme, à mesure que le marché de l'emploi se détend et que la demande intérieure ralentit, les forces désinflationnistes devraient se réaffirmer, ramenant progressivement l'inflation vers son niveau cible dans le courant de l'année 2026.

Les banques centrales et la masse monétaire constituent des vents porteurs

La politique monétaire reste globalement favorable, et la Fed a désormais rejoint le cycle mondial d'assouplissement. Près des deux tiers des banques centrales ont déjà assoupli leur politique, et près de 80% d'entre elles devraient encore abaisser leurs taux au cours des 12 prochains mois (de 1 % pour ce qui est de la Fed). Historiquement, un tel assouplissement synchronisé a fortement dopé l'activité manufacturière, laquelle étant particulièrement sensible aux taux d'intérêt.

Dans le même temps, les agrégats monétaires (M1, M2) sont en progression dans toutes les grandes régions: États-Unis, Europe (et Suisse) et Chine. Historiquement, les périodes de liquidité croissante ont été étroitement corrélées à une reprise de l'activité manufacturière (avec un décalage de 6 à 9 mois) et une expansion des multiples boursiers. De notre point de vue, l'amélioration récente de la dynamique des PMI devrait se poursuivre au moins jusqu'à la mi-2026.

Publications de résultats semestriels: une participation plus large

La saison des résultats du deuxième trimestre a confirmé la résilience de la rentabilité des entreprises. Aux États-Unis, le BPA du S&P 500 a progressé de 12% en glissement annuel. Mais il est important de noter qu'il s'agit là du quatrième trimestre consécutif d'amélioration de la participation aux bénéfices au-delà des «7 magnifiques», la croissance du BPA hors-mégacapitalisations atteignant 9%.

En Europe, le BPA du Stoxx 600 a reculé de 1%, mais hors énergie il affiche +3%, tiré par la tech, l'industrie, la santé et les services publics. L'appréciation de l'euro a toutefois pesé sur les secteurs exportateurs, amputant 2 à 3 points de croissance.

Sous l'angle des valorisations, les actions américaines restent chères, l'indice S&P 500 se négociant à un ratio cours/bénéfices prévisionnels de 22x. Les marchés européens et asiatiques semblent par contre plus attractifs, le Stoxx 600 et le MSCI Asia ex-Japan se négociant à 14x les bénéfices prévisionnels.

Conclusion: Le «bull market» actions reste intact

Alors que nous entamons le dernier trimestre de l'année, l'économie mondiale continue de s'évoluer en terrain complexe. Les États-Unis sont confrontés à un marché de l'emploi plus fragile, à la faiblesse du secteur immobilier et à des tensions tarifaires persistantes, mais ces risques sont compensés par la stabilisation des prévisions de croissance, une amélioration des données PMI et la résilience des consommateurs. L'inflation demeure sous contrôle en dehors des États-Unis, et le passage à un assouplissement monétaire offre un important coussin de sécurité pour l'activité cyclique et les marchés financiers.

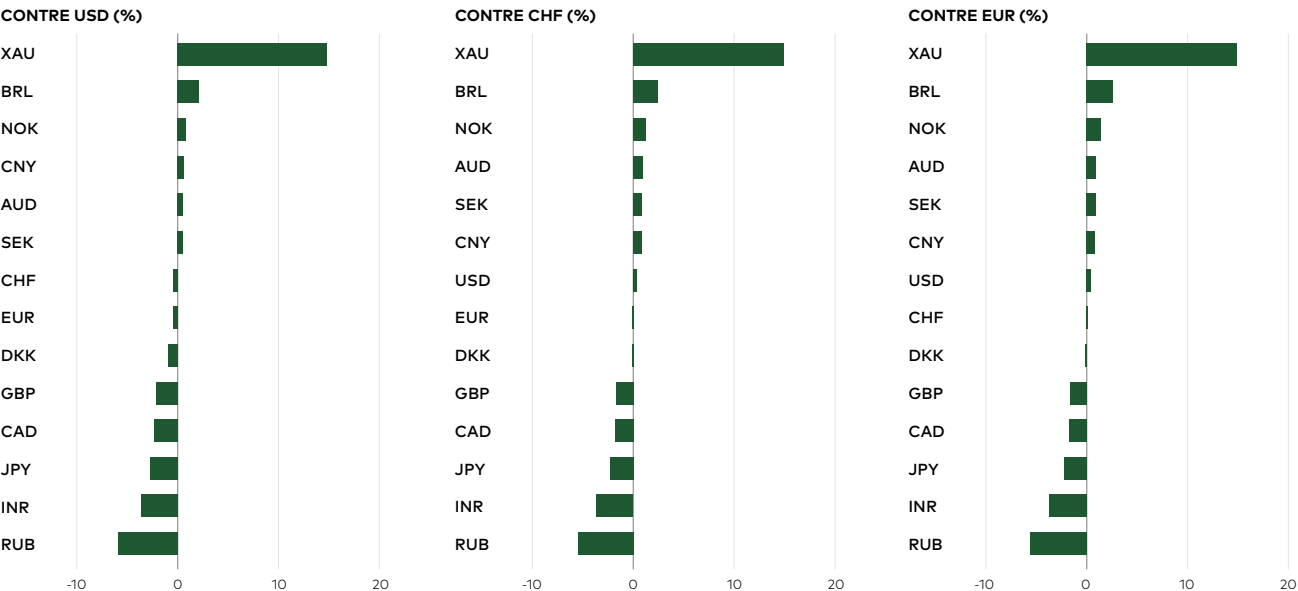
Nous restons optimistes à l'égard des actions, soulignant depuis le début de l'année l'importance d'une diversification accrue. Après le rally significatif des derniers mois, une phase de consolidation est probable. Mais toute correction doit être perçue comme une opportunité dans une tendance haussière durable.

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	Dernier	Dernier	3 mois	10 ans
USA	2,8	1,8	3,0	2,8	52,0	97,8	-4,4	-6,3	4,2	3,9%	4,1%
Zone Euro	0,9	1,3	2,4	2,1	49,8	87,4	2,1	-3,0	6,3	1,7%	2,7%
Suisse	1,4	1,1	1,1	0,2	46,3	19,9	7,0	0,6	2,8	0,0%	0,2%
UK	1,1	1,3	2,5	3,4	46,2	101,0	-2,6	-5,4	4,7	4,0%	4,7%
Asie ex Japon	5,3	4,4	1,3	1,1	-	4,6	3,0	-6,0	4,3	4,3%	2,9%
Japon	0,1	1,0	2,7	3,0	48,5	215,9	4,9	-4,0	2,5	-	1,7%
Brésil	3,4	2,2	4,4	5,1	47,7	64,2	-3,7	-7,3	5,6	-	13,7%
Russie	4,3	1,0	8,4	8,9	48,2	18,5	2,6	-2,5	2,2	-	-
Inde	9,2	6,4	4,8	4,6	57,7	46,5	-0,4	-5,1	8,5	6,1%	6,5%
Chine	5,0	4,8	0,2	0,1	51,2	330,0	3,2	-4,8	4,0	1,5%	1,9%
Monde	3,1	2,9	4,2	3,6	-	-	0,6	-	7,1	-	-

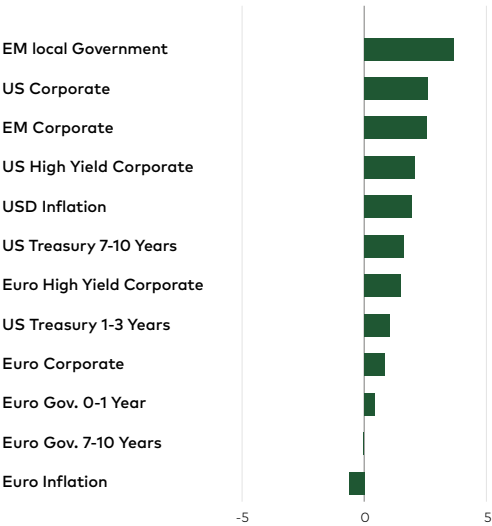
Performance des marchés (du 30.06.2025 au 30.09.2025)
Taux de change



Marché actions / Rendement Total & Valorisation
(du 30.06.2025 au 30.09.2025)

	USD	EUR	CHF	GPB	Leading PE	
					Médiane LT	Dernier
S&P 500	8,1%	8,2%	8,2%	10,2%	18,1	25,3
Eurostoxx	4,5%	4,5%	4,5%	6,4%	13,9	16,6
Swiss Perf. Index	1,2%	1,3%	1,3%	3,1%	19,3	18,8
FTSE 100	5,5%	5,6%	5,6%	7,5%	13,9	14,2
MSCI Asia Ex-Jpn	9,7%	9,7%	9,7%	11,7%	14,8	16,5
Nikkei 225	9,1%	9,2%	9,2%	11,2%	20,3	21,4
Brazil Bovespa	7,7%	7,7%	7,7%	9,7%	14,3	9,4
MSCI Russia	-	-	-	-	6,6	-
India SENSEX	-7,6%	-7,6%	-7,5%	-5,9%	21,3	22,5
China CSI 300	19,7%	19,7%	19,7%	21,9%	15,5	16,4
MSCI World	7,3%	7,3%	7,3%	9,3%	17,5	22,2

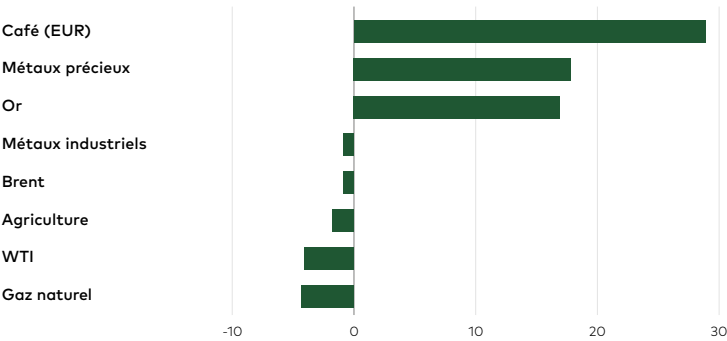
Marché obligataire



Secteurs / Performance & Valorisation (Leading PE)

	USA			Europe		Monde				
	Médiane LT			Dernier		Médiane LT		Dernier		
Cons. Discr.	8,9%	4,5%	8,1%	21,7	31,0	14,6	21,1	18,9	27,9	
Cons. Non Cycl.	-3,0%	-1,6%	-2,4%	19,6	22,4	18,4	15,9	19,4	20,1	
Finance	2,9%	8,1%	5,0%	14,5	18,1	11,4	11,4	13,6	15,2	
Energie	4,9%	4,1%	5,4%	14,5	17,8	10,1	10,3	13,3	15,2	
Industrie	4,2%	4,4%	4,4%	18,4	27,5	18,7	23,4	18,3	24,3	
Technologie	13,1%	2,4%	12,2%	22,6	36,3	25,9	30,6	23,4	35,7	
Matériaux	4,1%	1,9%	8,0%	17,8	22,4	14,9	19,0	16,4	20,0	
Services publics	6,7%	-0,6%	4,6%	16,9	20,3	13,9	13,7	16,8	17,4	
Santé	3,6%	1,0%	2,7%	19,7	17,9	20,3	15,2	20,3	17,2	
Télécom.	12,2%	-4,9%	10,5%	18,0	21,9	15,0	21,0	18,3	21,6	
Immobilier	1,7%	2,1%	-4,9%	43,9	38,5	19,6	13,3	29,6	28,7	

Matières premières



GRILLES D'ALLOCATION

Classes d'actifs

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Actions				Nonobstant la détérioration, la croissance économique mondiale se stabilise, la consommation résiste bien, les banques centrales assouplissent leur politique monétaire et les bénéfices des entreprises contribuent à soutenir la tendance haussière.	Des guerres commerciales alimentant les pressions inflationnistes et l'incertitude qui pèse sur la croissance constituent toujours des risques majeurs.
Obligations				Les obligations mondiales présentent des rendements attractifs, la Fed rejoignant les autres banques centrales dans les baisses de taux. Sous la pression de l'administration américaine, la Fed se montrera encore plus sensible aux risques économiques baissiers.	Une inflation plus persistante que d'ordinaire et des politiques budgétaires particulièrement expansionnistes.
Or				Les achats des banques centrales et la demande d'or en tant que protection contre l'incertitude continueront de soutenir les prix.	Une normalisation de la politique tarifaire de l'administration Trump et un éventuel accord de paix en Ukraine.
Cash					

Actions

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats-Unis				À l'entame du dernier trimestre de 2025, l'économie américaine est en phase d'ajustement plutôt que de contraction: la croissance se remet des chocs tarifaires, la Fed privilégie l'emploi plutôt que l'inflation et les consommateurs affichent toujours de la résilience.	Les valorisations restent élevées et l'incertitude politique, notamment sur le front commercial, constitue toujours un risque pour les marchés.
Europe				Le scénario central demeure porteur pour les actions européennes, portées par la désinflation, une politique budgétaire enfin proactive en Allemagne, et des bénéfices qui ont cessé de décevoir.	Deux risques majeurs sont identifiés: une sortie du scénario «Boucles d'or» aux Etats-Unis (surchauffe ou décrochage) ainsi qu'une intensification de la guerre commerciale déclenchée par le président Trump.
Suisse				Malgré une conjoncture difficile, la croissance des bénéfices reste bien orientée pour les actions suisses, en particulier celle des petites et moyennes capitalisations.	Les droits de douane de 39% imposés à la Suisse par les Etats-Unis constituent le principal risque sur le court terme, en introduisant un fort degré d'incertitude.
Asie Pacifique ex-Japon				Les faiblesses structurelles de la Chine (immobilier, droits de douane et marché du travail atone) se sont stabilisées, mais ne montrent guère de progrès réels. La liquidité, le soutien politique et les bénéfices ont été les moteurs du rebond boursier.	Un renforcement potentiel des droits de douane américains.
Japon				Le Japon aborde le quatrième trimestre 2025 en croissance modeste mais régulière, soutenue par la résilience de la demande intérieure et des dépenses d'investissement des entreprises, tandis que les exportations subissent des vents contraires liés aux tensions commerciales mondiales.	Un renforcement potentiel des droits de douane américains. L'inflation japonaise s'est modérée pour se rapprocher de l'objectif de la BoJ, mais demeure une source de préoccupation.

Obligations

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
Etats développés				La Fed a repris ses baisses de taux après une pause de 9 mois. Le marché de l'emploi montre des signes d'affaiblissement, même si l'activité économique demeure résiliente. Le prochain président de la Fed sera nommé et confirmé dans les prochains mois, avec une posture probablement plus accommodante.	Quand bien même la mise en œuvre de droits de douane élevés par les États-Unis n'a pas encore eu d'impact visible sur l'inflation américaine, les effets pourraient être décalés dans le temps. Une politique monétaire trop accommodante pourrait nuire à la crédibilité de la Fed, entraînant des ventes d'obligations de plus longue échéance.
Entreprises (IG)				L'appétit des investisseurs pour les obligations d'entreprises est toujours marqué. Nous maintenons un positionnement constructif, privilégiant les échéances de moyen terme.	Un ralentissement économique, une période d'aversion au risque ou un événement de crédit pourraient peser sur les bilans des entreprises, creusant les spreads et pesant sur les rendements totaux.
Haut rendement				Les spreads de crédit à haut rendement sont très serrés, proches d'un record historique, mais cela reflète la forte demande des investisseurs en matière de rendement et la résilience de l'économie, qui ralentit mais devrait éviter la récession.	Les spreads actuels reflètent un scénario économique favorable. Toute détérioration aurait un impact négatif sur cette classe d'actifs.
Emergents				Les obligations émergentes restent soutenues par la faiblesse du dollar américain et le biais clairement accommodant de la Fed. La toile de fond est ainsi constructive, en particulier pour les obligations émergentes libellées en monnaie locale.	Un regain de vigueur du dollar américain constituerait un obstacle important, en resserrant les conditions financières et en limitant la marge de manœuvre des politiques économiques dans les pays émergents.

Taux de change

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	
EUR vs USD				Sur un horizon de 12 mois, avec des réductions projetées de 0-25 pb pour la BCE et de 100 pb pour la Fed, le resserrement du différentiel des taux d'intérêt devrait soutenir l'appréciation de l'EUR contre USD, même si l'EUR paraît surévalué à court terme.
EUR vs CHF				Le CHF devrait continuer à s'apprécier modérément par rapport à l'EUR.
USD vs CHF				La BNS dispose d'une marge de manœuvre limitée pour freiner l'appréciation du CHF, avec des taux à 0% et une administration Trump opposée à ce que les banques centrales utilisent leurs réserves pour « manipuler » leurs devises.
EUR vs GBP				La GBP s'affaiblit contre EUR, la désinflation plus rapide au Royaume-Uni laissant présager des baisses de taux plus précoces de la BoE que de la BCE, tandis que la croissance moindre et les déficits extérieurs accentuent la pression.
EUR vs JPY				La BCE maintient ses taux en territoire positif et fait preuve de prudence en matière de baisses, tandis que la Banque du Japon s'en tient à sa politique ultra-accommodante et au contrôle de la courbe des taux, ce qui devrait continuer à soutenir l'appréciation de l'EUR contre JPY.
USD vs GBP				Sur un horizon de 12 mois, les marchés tablent sur des réductions de 100 pb pour la Fed, contre seulement 25 pb pour la BoE, ce qui réduira le différentiel de taux d'intérêt et augure d'une dépréciation de l'USD contre GBP.

TROP D'INCONNUES POUR ÊTRE SEREINS ?

ANICK BAUD / SENIOR FUND MANAGER

Après le choc provoqué par l'annonce de droits de douane à 39%, la Suisse tente de reprendre son souffle. Cet épisode laissera toutefois des traces sur la croissance de l'économie helvétique, compte tenu du poids des États-Unis dans les exportations. Malgré ce coup dur, le début de reprise observé en Europe et la bonne dynamique bénéficiaire des sociétés cotées, grâce à leur résilience et leur capacité d'adaptation, pourraient compenser en partie cet impact négatif. Reste que la volatilité devrait dominer le marché boursier dans les semaines à venir.

Le choc des tarifs douaniers

l'été 2025 a marqué un véritable séisme pour l'économie suisse. Le 1^{er} août, l'administration américaine a annoncé une hausse spectaculaire des droits de douane, portés à 39% sur près de la moitié des biens suisses exportés vers les États-Unis, à l'exception notable de l'or et des produits pharmaceutiques. Ce niveau de taxation place la Suisse dans une situation unique parmi les économies développées, puisqu'il est plus de deux fois supérieur à celui appliqué à l'Union européenne ou au Japon.

Au premier trimestre, la croissance avait pourtant été exceptionnellement dynamique (+0,8%), portée par un effet d'anticipation lié à la politique commerciale américaine. Les exportateurs avaient accéléré leurs livraisons vers les États-Unis avant l'entrée en vigueur des nouvelles mesures, entraînant un bond de 11,5% des exportations. Au deuxième trimestre, la situation s'est totalement inversée. La croissance a ralenti brutalement à 0,1%, et seule la solidité du secteur des services a permis d'éviter une contraction du PIB. L'industrie manufacturière a reculé de 2,4%, tandis que le secteur chimique et pharmaceutique a chuté de 4,8% sous l'effet du repli des ventes à l'étranger. Fait marquant, la balance commerciale des biens avec les États-Unis est passée d'un excédent marqué à un léger déficit, une première depuis plusieurs années.

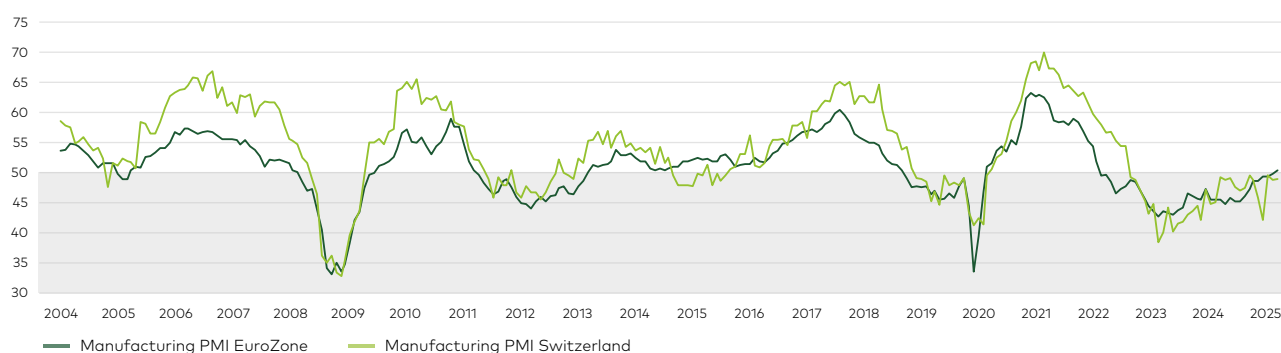
La compétitivité des exportateurs suisses s'est ainsi vue sévèrement entamée. En cumulant l'effet des nouveaux tarifs et la récente dépréciation du dollar, les produits suisses sont

devenus en moyenne 50% plus chers pour les consommateurs américains – un choc sans précédent. À titre de comparaison, la suppression du taux plancher EUR/CHF par la Banque nationale suisse (BNS) en 2015 avait entraîné une hausse de 14% des prix des exportations vers la zone euro, provoquant une baisse de 6% des volumes exportés. Aujourd'hui, l'impact pourrait être plus profond et durable, certaines estimations évoquant une baisse potentielle de 25% des exportations vers les États-Unis dans les secteurs les plus touchés. Les premiers chiffres disponibles confirment l'ampleur du phénomène: en août, les exportations suisses à destination des États-Unis ont chuté de 22%, ramenant le déficit commercial américain vis-à-vis de la Suisse à CHF 2,06 milliards, son deuxième plus bas niveau depuis 2020.

Sur le marché de l'emploi, l'effet immédiat reste pour l'instant contenu, grâce notamment au dispositif de réduction de l'horaire de travail, qui amortit les pertes de postes dans les branches exposées. Toutefois, UBS estime que 15'000 à 20'000 équivalents temps plein pourraient être menacés si les tarifs devaient s'inscrire dans la durée. Au-delà de l'impact direct, l'incertitude pèse déjà sur les projets d'investissement et la confiance des entreprises, avec un risque de ralentissement auto-entretenu pour l'économie domestique.

Sans surprise, les prévisions de croissance ont été révisées à la baisse. Le consensus table désormais sur une progression du PIB suisse de 1,1% en 2025 et 1,4% en 2026, contre respectivement

La forte corrélation du PMI manufacturier suisse avec celui de la zone euro laisse présager une amélioration graduelle



1,5% et 1,6% il y a encore quelques mois. Si cet ajustement reste pour l'heure contenu, il ne prend pas en compte l'éventuelle introduction d'une taxe sur les exportations pharmaceutiques. Des mesures visant ce pilier stratégique auraient en effet des conséquences majeures. Au-delà du choc direct sur la croissance, elles pourraient accélérer une relocalisation d'une partie de la production de groupes comme Roche et Novartis vers les États-Unis, modifiant durablement la structure de l'économie suisse. Tant que cette épée de Damoclès ne sera pas levée, l'industrie pharmaceutique restera un facteur clé de volatilité pour l'économie et les marchés financiers.

Face à ce choc, la Confédération a engagé des négociations actives avec Washington. L'objectif est d'obtenir une réduction des tarifs pour les aligner sur ceux consentis à l'UE et au Japon, soit 15%. Un accord pourrait être finalisé d'ici octobre, mais l'issue reste incertaine. Pour l'instant, le marché conserve l'espoir que le niveau actuel ne sera pas permanent, ce qui a permis de contenir la panique. Toutefois, plus longtemps les tarifs resteront élevés, plus l'effet sera délétère, non seulement sur la croissance et les bénéfices des entreprises exportatrices, mais aussi sur le climat de confiance, essentiel au bon fonctionnement de l'économie suisse.

Une lueur d'espoir du côté européen

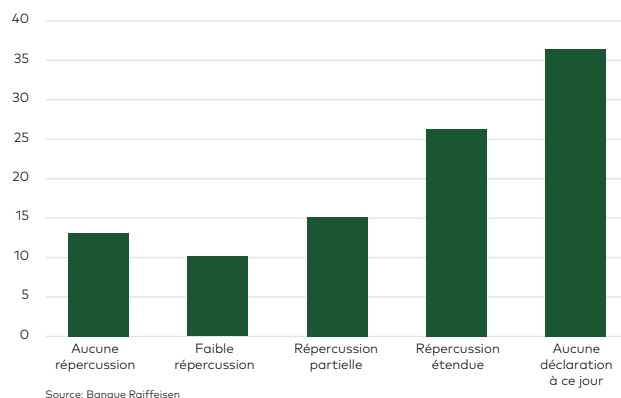
Si le contexte transatlantique est source d'inquiétude, l'Europe, qui reste malgré tout la première destination des exportations helvétiques¹, envoie quelques signaux positifs de nature à constituer un soutien inattendu pour l'économie suisse. Après une année 2024 marquée par une récession technique en Allemagne, les indicateurs avancés montrent une stabilisation progressive de l'économie européenne. Le PMI manufacturier allemand, tombé à des niveaux historiquement bas, a amorcé un redressement durant l'été 2025 et le récent rebond du climat des affaires en Allemagne (IFO) confirme un certain optimisme qui avait disparu Outre-Rhin. De même, le mois d'août a vu l'indice PMI de la zone euro repasser au-dessus du seuil de croissance de 50 pour la première fois depuis plus de 3 ans, l'accord conclu cet été entre l'UE et les États-Unis ayant permis de lever une partie de l'incertitude. Ce mouvement reste modeste, contredit par la valeur de septembre (à nouveau négative), mais laisse espérer une reprise graduelle en 2026, portée notamment par les importants programmes allemands d'investissement et des conditions monétaires plus accommodantes. La reprise, encore timide, des permis de construire dans la plupart des pays européens en est un signe encourageant. Une telle amélioration serait particulièrement bénéfique pour la Suisse et pourrait compenser partiellement l'effet négatif des taxes américaines, offrant un relais de croissance aux exportateurs suisses. L'indice PMI suisse est quant à lui toujours en territoire de contraction, pour le 32^e mois consécutif, mais étant donné sa forte corrélation avec celui de la zone euro, les choses pourraient graduellement s'arranger pour le secteur manufacturier.

Sur le plan institutionnel, les négociations entre la Suisse et l'UE progressent lentement mais restent cruciales. La préservation d'un accès privilégié au marché européen demeure une condition essentielle pour la compétitivité à long terme des entreprises suisses.

Une croissance des bénéfices toujours attractive

Malgré un environnement macroéconomique troublé, la dynamique des entreprises suisses reste remarquablement robuste. Si les estimations de croissance bénéficiaire ont été logiquement revues à la baisse depuis le début de l'année, en raison de la vigueur du franc suisse et de l'effet des droits de douane, elles sont cependant toujours largement positives. Pour l'ensemble du marché suisse, la croissance attendue des bénéfices pour 2026 est de 6% – et même de 15% pour les petites et moyennes capitalisations. Cette tendance reflète la résilience de nombreuses sociétés et leur capacité à répercuter une partie des hausses de coûts sur leurs clients. Bien sûr, cette capacité dépend largement du secteur d'activité et du positionnement concurrentiel de l'entreprise concernée. Une récente étude réalisée par la banque Raiffeisen auprès de petites et moyennes entreprises suisses montre que 41% d'entre elles pensent pouvoir répercuter en partie ou totalement les droits de douane, quand 36% ne se prononcent pas encore.

Une étude de la banque Raiffeisen montre que 41% des PME suisses pensent pouvoir répercuter en partie ou totalement les droits de douane



Même si l'environnement actuel reste largement incertain et pourrait provoquer beaucoup de volatilité jusqu'en fin d'année, des opportunités s'offrent aux investisseurs de long terme. Dans un contexte de rendements obligataires suisses toujours très bas, les actions conservent un avantage compétitif. De plus, la qualité des bilans et la visibilité bénéficiaire des entreprises suisses constituent un atout majeur en période d'incertitude. Si un accord commercial avec les États-Unis venait à être conclu dans les prochains mois, le marché pourrait connaître un rebond significatif, d'autant que les bénéfices attendus restent solides.

¹ En 2024, près de 51% des exportations suisses de biens ont eu comme destination l'Union européenne

PEUT-ON VOLER AVEC UN SEUL MOTEUR ?

MALEK DAHMANI / FUND MANAGER

Les actions européennes devraient profiter de fondamentaux intérieurs solides et de la potentielle reprise des moteurs du marché mondial. Les valorisations restent intéressantes, les prévisions de croissance bénéficiaire égalant presque celles des États-Unis, tandis que les rachats d'actions pourraient constituer le prochain catalyseur d'une poursuite de la surperformance.

Peut-on voler avec un seul moteur ? Techniquement, oui : les avions sont conçus pour rester en l'air lorsqu'un moteur est en panne. Une telle situation n'est toutefois pas viable sur de longues distances ou pendant des périodes prolongées. Voler avec un seul moteur limite la maniabilité, réduit l'efficacité et augmente les risques, ce qui rend cette situation indésirable pour la poursuite du trajet ou la performance.

De même, le marché boursier européen fonctionne aujourd'hui en grande partie avec un seul moteur puissant : son économie intérieure. Ce moteur a fourni une dynamique et une résilience tout à fait respectables dans un contexte mondial incertain. Mais pour que l'Europe libère tout son potentiel et maintienne sa croissance de long terme, elle doit redémarrer son deuxième moteur : les marchés internationaux. Ce n'est qu'en engageant les deux moteurs simultanément que l'Europe pourra poursuivre une trajectoire de surperformance pluriannuelle et relever les défis à venir avec plus de confiance et de puissance.

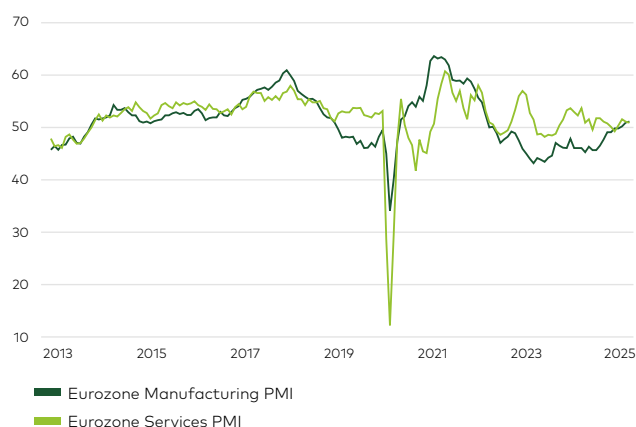
L'Europe aborde ainsi le dernier trimestre de 2025 avec une dynamique solidement ancrée par son moteur de croissance interne, à laquelle s'ajoute le potentiel regain de vigueur des marchés internationaux. Les indicateurs macro

et microéconomiques confirment la résilience du cœur de l'économie européenne : les banques affichent des bilans solides, les entreprises de taille moyenne ont fortement rebondi et la demande intérieure est soutenue par le plan de relance budgétaire décisif de l'Allemagne. L'amélioration des indices PMI manufacturier européen et du contexte des affaires en Allemagne reflète un changement fondamental vers une plus grande confiance des entreprises, augurant d'une reprise durable des investissements et des dépenses de consommation qui contraste avec l'incertitude persistante de ces dernières années.

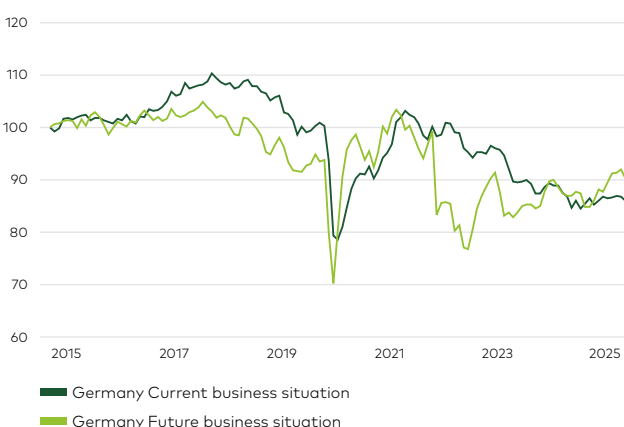
Plus généralement, les entreprises européennes bénéficient de bilans plus sains et de conditions de crédit améliorées, ce qui leur permet d'augmenter leurs dépenses d'investissement, même si elles restent prudentes par rapport à leurs homologues américaines. L'engagement en faveur d'un assouplissement de la réglementation, notamment en matière de reporting ESG et d'objectifs d'émissions, réduit progressivement le fardeau de conformité et ouvre la voie à une meilleure croissance de la productivité. Ces améliorations structurelles sous-tendent l'optimisme quant à la capacité de l'économie intérieure à continuer de tirer le marché boursier vers le haut.

Après près de trois ans de contraction, le PMI européen revient en territoire d'expansion au moment d'un point d'inflexion dans la confiance des entreprises allemandes.

Indice PMI des services et manufacturier en Europe



Confiance des entreprises allemandes



Les attentes de croissance du bénéfice par action (BPA) en Europe pour 2026 et 2027 s'alignent sur celles des États-Unis.

Croissance attendue du Bénéfice par action			
	2025e	2026e	2027e
Stoxx 600	1.0%	12.2%	11.5%
S&P 500	11.2%	13.6%	13.3%

En attente du moteur international

La grande question pour ce trimestre porte sur le moteur de croissance international de l'Europe, historiquement lié aux performances des États-Unis et de la Chine. Ces deux marchés restent volatils et confrontés à des vents contraires: les tensions commerciales, l'évolution des politiques monétaires et les frictions géopolitiques continuent d'alimenter l'incertitude. Cela dit, les signes timides de reprise dans les enquêtes de conjoncture américaines et les mesures de relance budgétaire en Chine laissent espérer un rebond qui pourrait débloquer une nouvelle croissance pour les exportateurs européens et les sociétés multinationales.

Si ces puissances économiques mondiales devaient retrouver leur élan, l'Europe alignerait ses deux moteurs, catalysant une phase de croissance synchronisée. Un tel scénario pourrait prolonger et intensifier la solide surperformance enregistrée par l'Europe depuis les points bas du marché en 2022.

Croissance du BPA, décote de valorisation et un «joker» sous forme de rachats d'actions

Le consensus du marché anticipe une forte croissance du BPA, dépassant 10%, pour 2026 et 2027, un rythme très proche des prévisions américaines, quand bien même les actions européennes se négocient actuellement avec une décote de valorisation d'environ 40%. Cet écart de valorisation, conjugué à la forte dynamique bénéficiaire, suggère une asymétrie intéressante pour les investisseurs.

L'utilisation accrue des rachats d'actions en Europe pourrait constituer un facteur potentiellement favorable susceptible de renforcer encore la performance. Historiquement sous-utilisés par rapport à l'habitude américaine, les rachats d'actions se sont révélés être des outils puissants pour doper le BPA et soutenir les cours boursiers. Alors que les entreprises européennes sont confrontées à une pression croissante pour optimiser l'allocation de leur capital, une adoption plus large des rachats d'actions pourrait servir de «joker», amplifiant la croissance des bénéfices et contribuant à réduire l'écart de valorisation au cours des prochaines années.

Volatilité et points à surveiller sur le plan géopolitique

Les investisseurs se doivent toutefois de rester vigilants, la toile de fond n'étant pas sans risques. Une volatilité élevée est à prévoir dans un contexte géopolitique complexe et marqué par des événements politiques importants, notamment les prochaines négociations commerciales américaines et les décisions réglementaires de l'UE. Cet environnement mondial imprévisible risque d'entraîner des épisodes de correction sur les marchés et des rotations sectorielles, soulignant la nécessité d'une gestion agile des portefeuilles.

Pour l'Europe néanmoins, la solidité de l'économie intérieure constitue un coussin, et l'évolution du scénario international laisse entrevoir une reprise progressive et durable. L'efficacité avec laquelle ces deux moteurs – la résilience intérieure et la reprise internationale – pourront fonctionner en tandem déterminera la trajectoire des actions européennes durant ce dernier trimestre de 2025.

DU CHOC TARIFAIRE AU REVIREMENT DE LA FED

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

À l'aube du dernier trimestre 2025, l'économie américaine traverse une phase d'ajustement plutôt qu'une contraction. Le choc tarifaire du «jour de la libération» a temporairement freiné la croissance et entamé la confiance des investisseurs, mais les indicateurs d'activité signalent désormais une reprise graduelle. La Fed a recentré sa priorité sur la stabilité du marché de l'emploi, tandis que la consommation reste solide et que la croissance bénéficiaire des entreprises s'élargit. Malgré des valorisations encore élevées et des risques politiques persistants – en particulier sur le plan commercial – le cadre fondamental demeure porteur.

Stabilisation de la croissance après le choc du «liberation day»

Dans le sillage du choc tarifaire d'avril, les prévisions de croissance du PIB américain pour 2025 ont été révisées à la baisse, passant de 2,3% en début d'année à un point bas de 1,3% en mai, avant de remonter à 1,6%. Pour 2026, le consensus table désormais sur une croissance de 1,7%, ce qui, quoique correct, reste largement en deçà de la moyenne de 2,7% des trois dernières années. Il faut bien sûr y voir l'impact négatif de la hausse des droits de douane sur les importations.

Les indicateurs avancés confirment les signes de reprise post «liberation day». L'indice PMI manufacturier américain est de retour en territoire expansionniste, tandis que son homologue des services s'est renforcé pour atteindre un niveau solidement expansionniste. Il est encourageant de constater que la composante la plus prospective de l'indice PMI, à savoir les nouvelles commandes, se renforce tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services, ce qui laisse entrevoir un contexte plus résilient en termes d'activité.

L'indice NFIB Small Business Optimism, qui avait fortement chuté entre 2022 et mi-2024, a rebondi à 100,8, un niveau proche de sa moyenne de long terme. Les petites entreprises génèrent 40 à 45% du PIB et représentent près de la moitié de l'emploi; leur reprise suggère que le ralentissement de

la demande intérieure s'atténue, ce qui constitue un signal plus favorable pour la croissance en 2026.

Le paradoxe du marché de l'emploi : des demandes d'allocations chômage en hausse, mais beaucoup de postes vacants

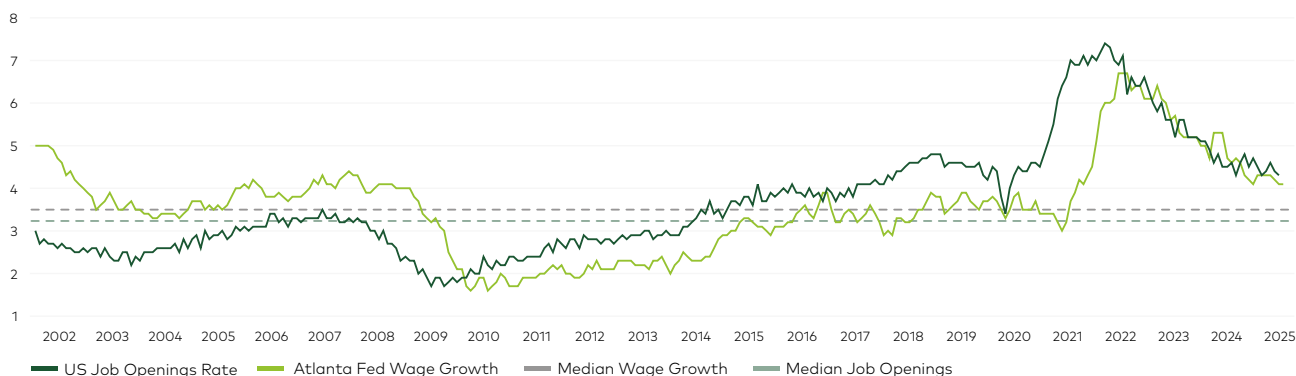
Les signaux émanant du marché de l'emploi sont divergents. Les demandes d'allocations chômage augmentent, témoignant d'un ralentissement, tandis que les offres d'emploi, bien qu'en baisse, restent nettement supérieures à leur niveau médian de long terme (4,3% contre 3,3%). Un facteur clé à l'origine de ce paradoxe est la moindre mobilité des travailleurs: de nombreux propriétaires sont «prisonniers» de prêts hypothécaires à faible taux, ce qui limite les déménagements et maintient la pression sur le chômage à un niveau élevé, alors même que les entreprises continuent de signaler des besoins en matière de recrutement. Cette fragilité complique le double mandat de la Fed et a déjà contribué à déplacer son attention de l'inflation vers la stabilité du marché de l'emploi.

Posture de la Fed: une orientation politique qui accentue le biais accommodant

La révision négative de 911'000 emplois pour la période de 12 mois précédant mars 2025 a mis en évidence que le ralentissement a commencé plus tôt et est plus marqué que prévu. Dans ce contexte, la Fed a récemment abaissé ses taux de 25 pb, les

Offres d'emploi et croissance des salaires

Ces deux indicateurs ralentissent, mais restent bien supérieurs aux moyennes sur 20 ans.



Ratio cours/bénéfices à 12 mois: S&P 500 vs S&P 500 équipondéré

Les valorisations des grandes capitalisations représentent la majeure partie de la prime du marché



ramenant à 4,00-4,25%. La nomination de Stephen Miran au FOMC renforce les anticipations d'une posture plus accommodante de la FED, d'autant plus qu'un autre gouverneur favorable à Donald Trump devrait être nommé l'an prochain. Les marchés anticipent désormais environ 100 pb de baisses au cours des 12 prochains mois, reflétant leur conviction que la Fed soutiendra l'emploi même si les risques d'inflation liés aux droits de douane persistent. Une telle baisse des taux devrait servir de coussin pour les secteurs cycliques, les plus sensibles aux conditions financières.

La consommation tient bon malgré les vents contraires

Comptant pour près de 70% du PIB américain, la consommation reste un pilier essentiel de la croissance. Le ratio dette des ménages/PIB est passé de 98% à 69%. Si l'inflation érode quelque peu le pouvoir d'achat, la croissance des salaires de 4,1% au regard d'un déflateur PCE de 2,9% signifie que les revenus réels continuent d'augmenter de plus de 1% par an. Soutenus par des bilans plus sains et des gains salariaux réels, les ménages continuent de dépenser. Les ventes au détail affichent une dynamique robuste, avec trois mois consécutifs de progression et leur plus forte hausse moyenne sur 90 jours depuis mi-2022.

La fin des méga-droits de douane de Donald Trump?

L'usage par Donald Trump de l'IEEPA, loi prévue pour des «menaces inhabituelles et extraordinaires», est contesté devant la Cour suprême. La procédure accélérée pourrait aboutir début 2026. Une invalidation mettrait fin aux «méga-droits de douane instantanés» et ramènerait les mesures vers des voies plus lentes et ciblées (sections 232, 301, sauvegardes). Cela limiterait les chocs généralisés mais accroîtrait les risques sectoriels (métaux, semi-conducteurs, autos, pharma) et prolongerait l'incertitude liée aux enquêtes. Pour les marchés, l'impact serait moins de volatilité systémique.

Résultats des entreprises: une participation plus large

La saison des résultats du deuxième trimestre a surpris positivement, avec une croissance du BPA du S&P 500 de 12% en glissement annuel. A noter que la reprise a été généralisée: 9 des 11 secteurs ont enregistré une croissance positive. Pour le

cinquième trimestre consécutif, la participation au-delà des «sept magnifiques» s'est améliorée, confirmant que la profitabilité n'est plus l'apanage d'un nombre restreint d'entreprises.

Pour les prochains trimestres, malgré les pressions sur les marges, les projections des dirigeants d'entreprises restent solides: 58% ont revu leurs perspectives à la hausse, contre une moyenne historique de 43%. Le consensus table désormais sur une croissance du BPA de 10% en 2025 et de 13% en 2026, soulignant la pérennité des bénéfices.

Valorisation: la vulnérabilité du marché

La valorisation demeure le talon d'Achille des actions américaines. Avec un ratio cours/bénéfices prévisionnels de 22x, le S&P 500 se négocie bien au-dessus de sa médiane sur 30 ans, qui se situe à 16,7x. Bien que la valorisation ne soit pas un outil de «timing», la prime actuelle souligne la nécessité d'une croissance bénéficiaire pour justifier le niveau des cours. La majeure partie de cette exagération est concentrée sur les méga-caps du marché: le S&P 500 équipondéré se négocie à 17,7x, une valorisation plus proche des normes historiques.

En résumé, les actions américaines sont toujours chères, mais le marché est soutenu par une croissance solide bénéficiaire – qui devrait dépasser 10% en 2025 et 13% en 2026 – ainsi que par la perspective d'une baisse des taux, laquelle devrait contribuer à maintenir des multiples élevés.

Perspectives constructives pour les actions américaines malgré les défis

Les États-Unis restent sur la voie d'une croissance modérée mais stable, soutenue par une consommation résiliente, un regain de confiance des petites entreprises et un cycle de bénéfices qui continue de s'élargir. Le virage de la Fed vers une politique plus accommodante devrait amortir le choc pour les secteurs cycliques. Les valorisations demeurent la principale vulnérabilité, mais avec une croissance bénéficiaire à deux chiffres attendue jusqu'en 2026, le marché conserve un ancrage fondamental solide. Pour les investisseurs, cela plaide en faveur du maintien d'un positionnement constructif sur les actions américaines.

LA CHINE REDEVIENT INVESTISSABLE

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

Les fragilités structurelles de la Chine – immobilier en contraction, droits de douane, chômage élevé des jeunes – se sont stabilisées sans véritable amélioration. Pourtant, les marchés actions ont fortement progressé en 2025, avec des gains de 16% pour le CSI et de 30% pour le Hang Seng en USD. L'abondance des liquidités, le soutien des politiques publiques et la reprise des bénéfices ont constitué les principaux moteurs de cette reprise. Plus récemment, les données macroéconomiques ont surpris à la hausse, suggérant que les moteurs du rallye boursier évoluent progressivement des flux aux fondamentaux.

Le FMI et Standard Chartered tablent désormais sur une croissance du PIB chinois de 4,8% en 2025, contre 4,5% précédemment, du fait d'une meilleure dynamique au premier semestre et d'une demande extérieure plus ferme. Les enquêtes confirment cette tendance: l'indice PMI manufacturier Caixin est repassé en territoire expansionniste en avril et a atteint 50,4 en juin, tandis que l'indice PMI non manufacturier a grimpé à 53, son plus haut niveau depuis le deuxième trimestre de 2024. Ces données indiquent une reprise généralisée dans l'industrie et les services.

Crédit et liquidité: le cycle devient positif

La dynamique du crédit devient également plus favorable. Après plus d'une année de contraction, l'impulsion du crédit en Chine progresse désormais depuis cinq mois, reflétant l'amélioration de la demande de prêts et l'assouplissement de la politique monétaire. La croissance de la masse monétaire s'est accélérée, l'agrégat M1 affichant une hausse de 5,6% en glissement annuel en juillet, le rythme le plus rapide depuis 2023. De telles améliorations tendent généralement à entraîner une reprise du segment cyclique de l'économie, qui devrait se concrétiser au cours des prochains trimestres.

Résilience de la consommation

Du côté des consommateurs, la croissance du revenu disponible des ménages a dépassé 5% au cours des deux dernières années, ce qui constitue une base solide pour la résilience

des dépenses. Les ventes au détail ont augmenté de 3,7% en glissement annuel en juillet, un rythme plus modéré que les mois précédents, mais la situation est plus encourageante en ligne: les ventes du commerce électronique ont bondi de 9,2% en glissement annuel, leur plus forte croissance mensuelle depuis 2023. Cette résilience est également évidente dans le trafic aérien de passagers, qui a récemment atteint un nouveau record historique.

Tarifs douaniers et pressions extérieures

es perspectives extérieures de la Chine restent fragilisées par le choc tarifaire de 2025. Les droits de douane américains sur les produits chinois atteignent en moyenne 40%, un record depuis le début de la guerre commerciale, que seuls quelques secteurs peuvent absorber. Malgré une trêve de 90 jours jusqu'au 10 novembre, le risque d'escalade demeure élevé. Les exportations vers les États-Unis reculent fortement, les chaînes d'approvisionnement se réorientent et les marges s'érodent dans l'électronique, l'automobile et le transport maritime. Pékin conserve toutefois un levier stratégique avec sa domination des terres rares et minéraux critiques, un atout majeur dans les négociations commerciales.

Inflation et politique: stabilisation plutôt que reflation

La déflation reste un risque majeur pour la Chine. Les prix à la consommation devraient baisser de 0,1% en 2025, ce qui constituerait le premier épisode de déflation des prix à

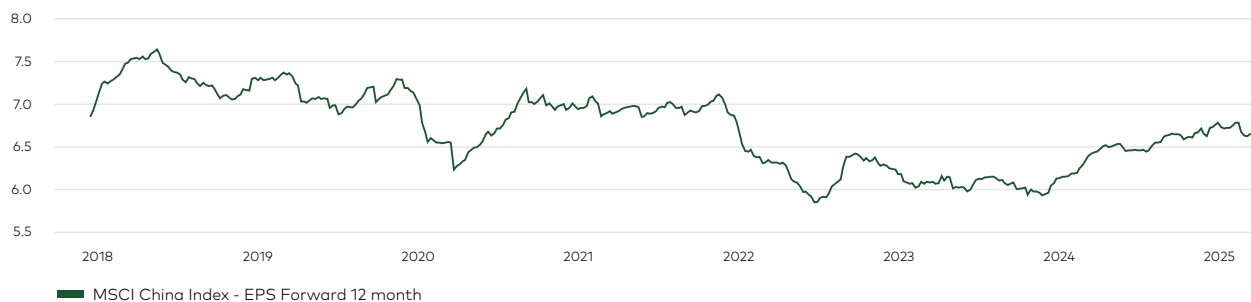
Trafic aérien de passagers en Chine (en millions par mois)

Un exemple de la reprise post-COVID de la demande des consommateurs



BPA prévisionnel du MSCI China

Après une longue phase baissière, les bénéfices ont retrouvé une trajectoire ascendante



la consommation depuis 2009, tandis que les prix à la production pourraient se contracter de 3%. Cela comprime les marges des entreprises et met en évidence la fragilité de la demande. Les décideurs politiques réagissent par des mesures d'assouplissement ciblées: taux d'intérêt de la Banque populaire de Chine (PBOC) et réduction des réserves obligatoires, outils budgétaires tels que les obligations spéciales et les subventions, et campagne «anti-involution» visant à freiner les guerres de prix destructrices. Ces mesures pourraient stabiliser la situation, mais elles ne suffiront pas à relancer l'économie dans son ensemble.

Perspectives politiques: la CEWC en tant que catalyseur

La Conférence centrale sur le travail économique (CEWC) de décembre sera l'événement politique clé à surveiller. Alors que le gouvernement fixe ses priorités pour 2026, elle pourrait servir de plateforme pour des mesures de relance budgétaire ou monétaire supplémentaires, en particulier si la dynamique de croissance s'essouffle après l'expiration de la trêve tarifaire. La CEWC a toujours été utilisée pour recalibrer l'équilibre entre stabilité et soutien, ce qui en fait un catalyseur potentiel pour une reprise portée par des mesures politiques début 2026.

Géopolitique: intensification de la dynamiques de blocs

La géopolitique reste un facteur déterminant pour les perspectives chinoises. Le sommet de l'Organisation de coopération de Shanghai à Tianjin, où Xi Jinping, Vladimir Poutine et Narendra Modi sont apparus main dans la main, a souligné l'ambition de Pékin de se positionner au centre d'un ordre multipolaire émergent. De tels alignements soulignent un changement structurel vers une dynamique de blocs, la Chine consolidant son rôle dans un réseau mondial alternatif capable de contester l'influence occidentale.

Reprise des bénéfices, mais de nature inégale

Du côté des entreprises, la dynamique bénéficiaire se redresse après deux années difficiles. Le MSCI China montre une amélioration nette des prévisions de BPA, avec une croissance annualisée supérieure à 11% depuis mi-2024. Le Hang Seng confirme cette reprise, portée par les valeurs

technologiques en configuration haussière. L'amélioration s'élargit à plusieurs secteurs – communication, consommation discrétionnaire et courante, technologie, finance et matériaux – tandis que les services publics, l'immobilier, la construction et l'industrie restent en récession, ce qui impose une forte sélectivité sectorielle.

Conclusion: de la stabilisation à un regain d'attractivité

Les perspectives de la Chine restent mitigées, mais s'améliorent progressivement. Les défis structurels en matière d'immobilier, de droits de douane et d'emploi persistent, tandis que les risques géopolitiques, notamment liés aux tensions commerciales avec les États-Unis et à Taïwan, continuent de peser sur le sentiment de marché. Pour autant, la toile de fond politique est devenue plus favorable, les conditions de crédit s'assouplissent et les fondamentaux des entreprises se redressent. La stratégie du gouvernement en faveur des technologies de pointe telles que l'IA et la fabrication offre des moteurs de croissance potentiels sur le long terme. Avec des valorisations toujours attractives et des signes de reprise de la dynamique bénéficiaire, le profil risque/rendement s'améliore. La Chine redevient investissable, mais il convient d'adopter une approche sélective et une perspective de long terme.

Après la très forte volatilité déclenchée par les annonces tarifaires américaines d'avril puis l'incertitude budgétaire liée au projet de loi américain sur les dépenses publiques de juillet, les tensions sur les marchés se sont apaisées. La volatilité a reculé, quand bien même l'inflation reste à un niveau inconfortable. Les droits de douane déploient progressivement leurs effets dans l'économie, mais leur impact inflationniste a été atténué par la baisse des prix des services. L'affaiblissement du marché de l'emploi devient plus prononcé, les révisions des données historiques révélant une création de postes nettement moindre que ce qui avait été précédemment annoncé.

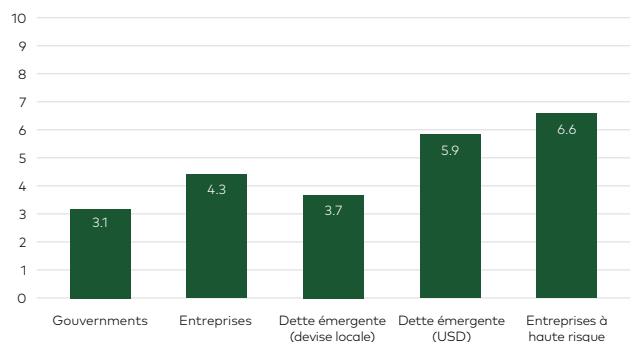
La Fed se trouve désormais à un tournant politique. L'inflation est toujours supérieure à son objectif de 2%, mais l'emploi marque clairement le pas. Sous la pression de l'administration américaine et dans un contexte d'influence politique croissante sur sa présidence, la Fed a récemment entamé un nouveau cycle d'assouplissement avec une baisse de 25 pb de son taux directeur et a annoncé de nouvelles réductions d'ici à 2026.

A contrario, la BCE a suspendu son cycle de baisse des taux, l'inflation étant désormais globalement conforme à la cible

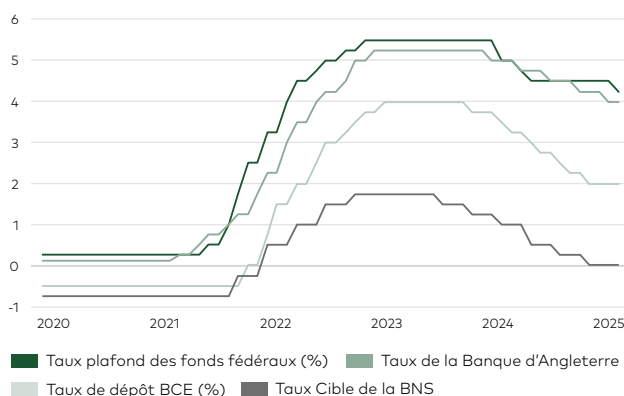
et le sentiment se stabilisant. L'Europe enregistre des forces désinflationnistes dues à la faiblesse des prix extérieurs, liée notamment aux droits de douane américains et à des importations chinoises de moindre coût.

Le revirement de la Fed a renforcé l'appétit au risque à l'échelle mondiale, soutenant à la fois les obligations d'entreprises et celles des marchés émergents (ME), tout en exerçant une pression généralisée sur le dollar américain.

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



Évolution des taux d'intérêt des banques centrales

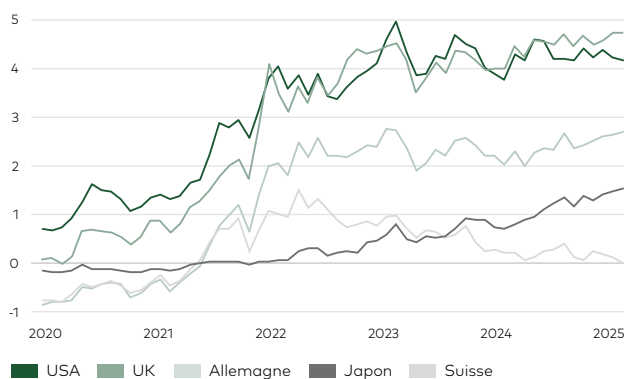


OBLIGATIONS D'ÉTATS DÉVELOPPÉS

La politique accommodante de la Fed est porteuse pour les bons du Trésor, en particulier ceux d'échéance courte et moyenne. Nous anticipons deux nouvelles baisses de 25 pb cette année. Avec l'évolution de la composition de la Fed et le probable changement de présidence, un cadre politique plus accommodant, privilégiant la croissance plutôt que le contrôle de l'inflation, est en train de s'installer.

Les taux longs américains devraient continuer à évoluer dans une fourchette étroite, reflétant l'inflation persistante et les fragilités budgétaires. En Europe, les rendements souverains devraient rester plafonnés, mais les échéances longues sont confrontées à des vents contraires liés à

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



l'expansion budgétaire et à la réallocation en cours du fonds de pension néerlandais, qui vise à raccourcir la durée de son portefeuille avant 2026.

Les rendements helvétiques sont revenus à des niveaux extrêmement bas. La BNS est confrontée à de nouveaux risques de déflation dans un contexte de vents contraires commerciaux et de pression exercée par les droits de douane américains. Les interventions monétaires étant limitées par la résistance des États-Unis, un retour aux taux négatifs ne peut être exclu.

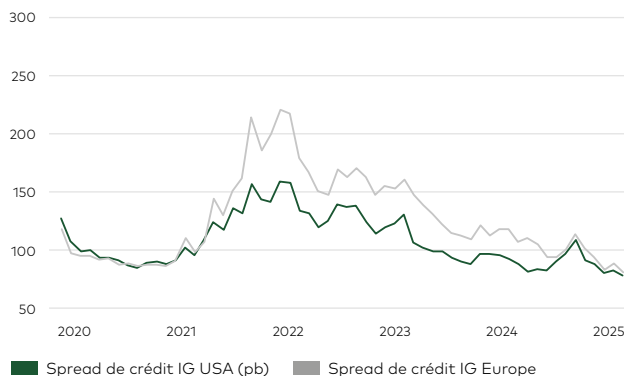
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

Le crédit continue de bénéficier de conditions macroéconomiques favorables, d'un risque de récession moindre, d'une volatilité en recul et de politiques accommodantes. Les spreads se resserrent et l'appétit des investisseurs demeure fort dans un contexte de quête renouvelée de rendement. Les marchés primaires sont actifs et les nouvelles émissions aisément absorbées.

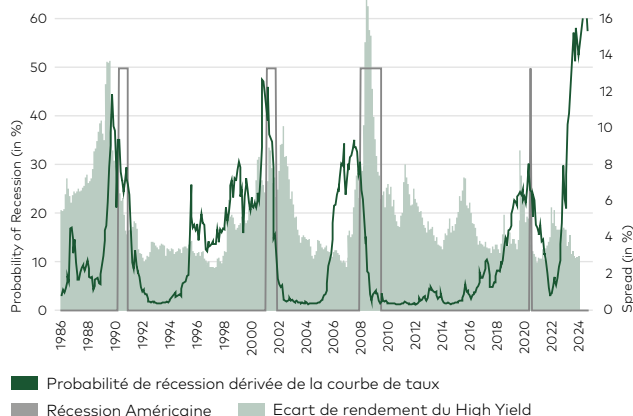
DETTE EMERGENTE EN MONNAIE FORTE

Les obligations émergentes libellées en devises fortes ont rebondi, en phase avec le regain d'appétit pour le risque à l'échelle mondiale. Les banques centrales des ME ont pris des mesures préventives pour assouplir leur politique monétaire, protégeant ainsi leurs économies des chocs externes. Les devises sont restées globalement stables, renforçant la confiance des investisseurs.

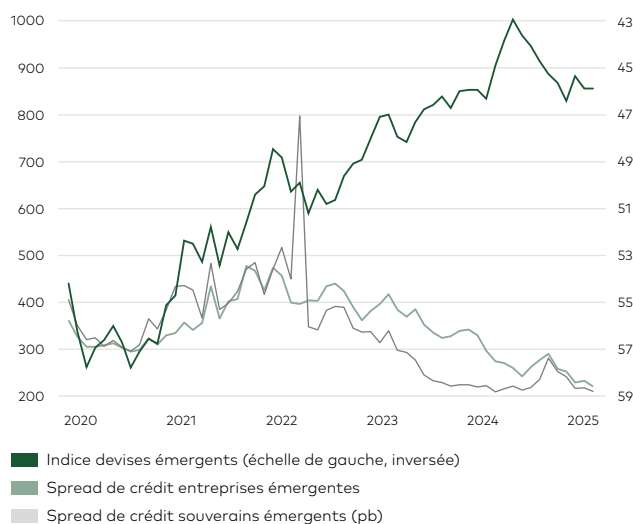
Spreads de crédit aux États-Unis et en Europe



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



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

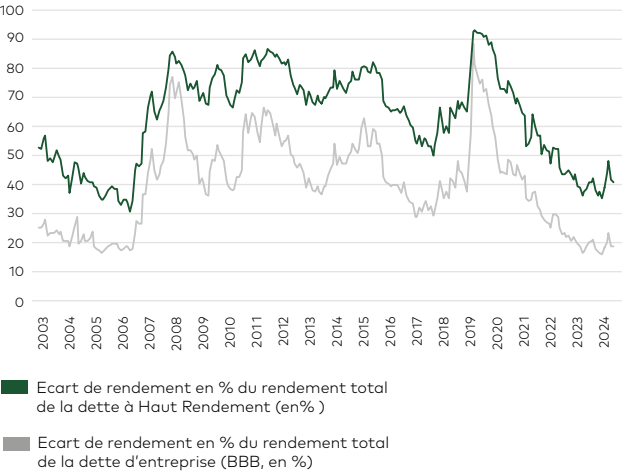


DETTE EMERGENTE EN MONNAIE LOCALE

L'assouplissement monétaire de la Fed et la dépréciation du dollar continuent de soutenir les obligations en devises locales. La marge de manœuvre politique s'est élargie grâce à la modération de l'inflation et à la diminution du risque de fuite des capitaux. Les rendements locaux demeurent attractifs et la performance des devises des ME a fortement contribué aux rendements.

L'amélioration des relations entre les États-Unis et la Chine a permis une légère appréciation du RMB. Pour autant, le potentiel haussier des devises émergentes pourrait être freiné par une escalade des tensions commerciales et les répercussions des droits de douane, en particulier pour les grands ME comme le Brésil, l'Inde et la Chine.

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	1,85	-0,14	↘
Court-terme à rendement élevé	4,83	2,63	0,32	→
Obligations souveraines (10 ans)	4,15	2,75	0,22	→
Obligations souveraines indexées l'inflation (10 ans)	1,77	0,78	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	→
Dette émergente en monnaie locale	n.s.	↗

Source: indices Bloomberg avec risque de devise couvert

CREDITS CONTRIBUTEURS

REDACTION

Florian Marini, Chief Investment Officer

Anick Baud, Senior Fund Manager

Malek Dahmani, Fund Manager

Manuel Streiff, Conseiller

EDITION ET MISE EN PAGE

Yves Ninghetto, LaFabrique Genève

RELECTURE

Karen Guinand

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

SOURCE DES GRAPHIQUES

Bloomberg et Bruellan SA.

Bruellan SA est réglementée par la FINMA.

© 2025 Bruellan SA – Tous droits réservés

CONTACTS OÙ NOUS TROUVER



GENÈVE

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

Tél +41 22 817 18 55
www.bruellan.ch



VERBIER

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

Tél +41 27 775 56 56
www.bruellan.ch



CRANS-MONTANA

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

Tél +41 27 486 24 24
www.bruellan.ch

www.bruellan.ch



GSTAAD

Bruellan S.A.
Gstaadstrasse 8
CH-3792 Saanen

www.bruellan.ch



MARTIGNY

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

www.bruellan.ch



PANORAMA EST ÉGALEMENT DISPONIBLE EN LIGNE
WWW.BRUELLAN.CH