bordier | 1844

Politique d'Investissement

2e trimestre 2025 | Mars 2025

Rédaction | **Gianluca Tarolli, CFA** | Chef économiste et stratégiste, co-CIO

Points clés

Dring dring!

L'Europe semble enfin avoir entendu le réveil qui sonnait déjà depuis quelque temps. En septembre dernier, le rapport Draghi sur la compétitivité du Vieux Continent avertissait qu'en cas d'inaction, le déclin de l'Europe était inéluctable et que l'existence même du projet européen serait remise en question.

Il aura fallu attendre le retour à la tête des États-Unis de D. Trump et de son désengagement du conflit ukrainien pour que cette prise de conscience s'accélère.

L'Europe s'apprête donc à changer de braquet pour muscler sa **défense**, mais pas seulement. Si le défi est énorme, le rapprochement des États membres autour d'un objectif commun – même si celui-ci n'est pas des plus glamours – pourrait redonner un souffle et du sens à l'ensemble du projet européen. La Commission semble, en outre, retrouver un certain pragmatisme dans l'application de sa transition écologique qui contribuerait à redonner de la compétitivité aux entreprises.

De plus, le futur chancelier allemand F. Merz souhaite mettre en place un vaste **programme de relance** de l'activité domestique en brisant le verrou du frein à l'endettement. Mises bout à bout, ces dépenses supplémentaires pourraient relever de quelques dixièmes de points la croissance potentielle de la première économie de la zone et, dans une moindre mesure, de l'Union européenne (UE) dans son ensemble. Ce n'est pas rien!

Pour l'heure, il ne s'agit que d'un volontarisme affiché, certes bienvenu, mais encore au stade préliminaire. Quoi qu'il en soit, les marchés doivent désormais intégrer ce risque positif. La réaction positive des actions et de la devise en est l'illustration, tout comme la remontée des taux souverains à long terme. Mais si cette dernière est logique et acceptable pour les taux allemands, elle l'est moins pour les autres pays de la zone. Italie et France notamment ne peuvent se payer ce luxe: un **obstacle** majeur pour la mise en place de cette nouvelle politique économique. Les institutions devront être comptablement créatives pour continuer à y croire.

Scénario et conclusions

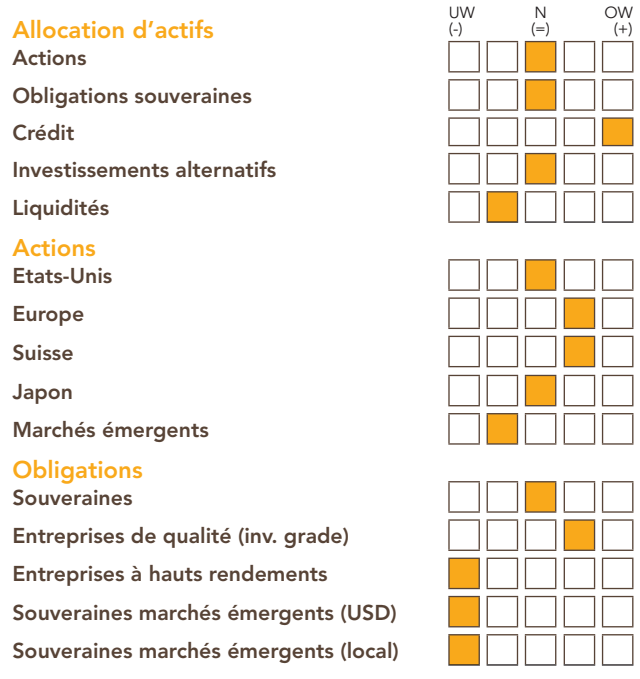
- **Économie:** trou d'air aux US et relance fiscale en Europe et en Chine
- La **guerre commerciale** peut perturber les perspectives économiques (croissance et inflation)
- Les **banques centrales** poursuivent néanmoins leur cycle de desserrement monétaire
- **Chine:** un objectif de croissance de 5% du PIB!

→ **Actions**: neutres; préférence pour les actions européennes

→ **Obligations:** surpondérées (obligations d'entreprises de qualité, IG)

→ **Devises**: préférence pour le CHF, annulation des autres paris devises

→ **Liquidités:** sous-pondéré

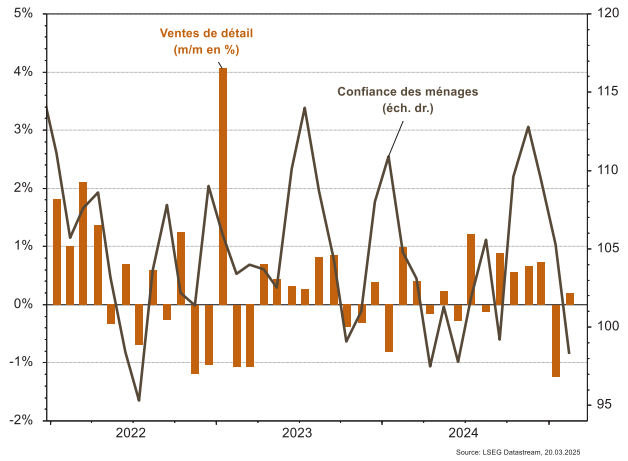


Économie: *fin de l'exception américaine?*

L'économie américaine pourrait connaître **un trou d'air** alors que la confiance envers l'Europe et la Chine devrait revenir et entraîner des révisions à la hausse de leurs perspectives de croissance.

La manière dont la politique économique est menée aux **États-Unis** par la nouvelle administration Trump perturbe. Alors qu'un rebond de la confiance des agents économiques était attendu, celle des ménages a reculé d'un pic de 112.8 en novembre 2024 à 98.3. Elle marque également le pas auprès des directeurs d'achats dans le secteur manufacturier en février, en baisse à 50.3.

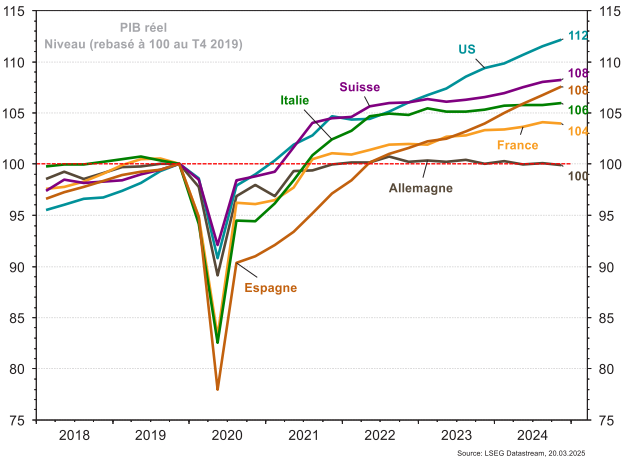
Graphe 1 | États-Unis: dégradation de la confiance des ménages et recul des ventes de détail



En effet, le manque de visibilité actuelle retarde, sans forcément l'annuler, la prise de décision concernant les investissements de la part des entreprises et les dépenses de consommation des ménages, visible dans la contraction de 1.2% m/m des ventes de détail en janvier **(graphe 1)**. La lutte contre l'immigration illégale et la chasse au gaspillage dans l'administration fédérale vont peser sur le marché de l'emploi et représentent donc un risque négatif à court terme. Au cours des deux dernières années, environ 30% des emplois créés l'ont été dans le secteur public: avec E.Musk au DOGE, le Département de l'efficacité gouvernementale, des suppressions d'emplois semblent inévitables…

En **zone euro**, en dépit ou en raison d'un contexte international délicat pour elle, la volonté d'un sursis prend de l'ampleur. Et, surprise, c'est en Allemagne qu'un «**quoi qu'il en coûte**» devient la mesure phare du programme du futur chancelier, F. Merz. Le projet est un choc fiscal, une vraie relance keynésienne, et consiste à injecter EUR 500 mia dans l'économie, équivalent à plus de 10% du PIB, au cours des douze prochaines années. Avec un taux d'endettement public d'à peine plus de 60% du PIB, l'Allemagne peut se le permettre. Il faut bien reconnaître que l'économie allemande en a besoin. Alors que le niveau de richesse (PIB) de ses voisins a largement dépassé celui qui prévalait avant la pandémie (France: 104; Italie: 106; Espagne: 107.5), il a stagné en Allemagne et la production industrielle est aujourd'hui inférieure de 10% par rapport à 10 ans auparavant **(graphe 2)**.

Graphe 2 | Monde: niveau de PIB réel vs 2019 (pré-COVID)



La relance suggérée par la Commission se concentre sur la défense («ReArm Europe» de EUR 800 mia). Au-delà

Marchés financiers

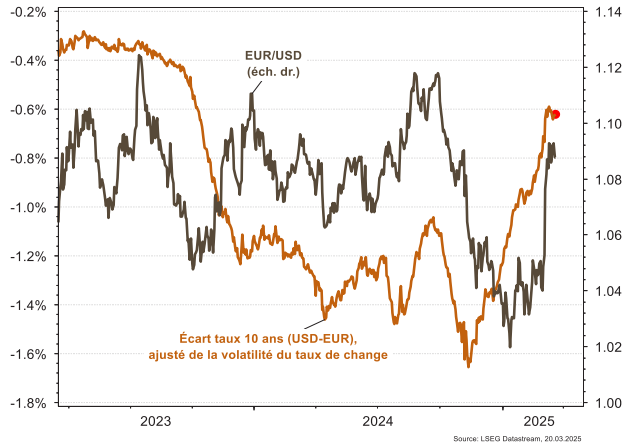
*) Au 19.03.2025	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
Marchés des actions	Prix (monnaie locale)	Trimestre T1*)	Depuis le 31.12.2024	P/BPA à 12 mois	Rendement sur dividende	Prix / Actifs nets	BPA à 12 mois	BPA 2025	BPA 2026	BPA 2027
Etats-Unis	5 411.82	-3.66%	-3.66%	20.48	1.6%	4.7	13%	12%	15%	13%
Europe	555.37	9.40%	9.40%	13.95	3.2%	2.1	8%	7%	11%	10%
Japon	2 795.96	0.40%	0.40%	13.19	2.3%	1.4	8%	10%	9%	10%
Suisse	13 040.92	12.00%	12.00%	16.75	3.0%	3.9	10%	9%	11%	10%
Royaume-Uni	4 700.78	5.20%	5.20%	11.68	3.7%	1.9	7%	6%	11%	9%
Marchés Emergents (USD)	1 143.29	6.31%	6.31%	12.10	2.8%	1.8	13%	13%	13%	11%
Monde (USD)	3 701.87	-0.16%	-0.16%	18.21	2.1%	3.3	11%	10%	13%	11%

Source: Datastream, Consensus IBES

des difficultés de sa mise en place, son financement est un obstacle majeur à surmonter pour de nombreux pays. En effet, dans la première mouture de la proposition, EUR 150 mia seront à la charge de la Commission européenne, mais les EUR 650 mia restants incomberont aux États. C'est trop pour l'Italie ou la France, même si les dépenses additionnelles ne grèveront ni le déficit, ni la dette au sens de Maastricht. En effet, cette astuce comptable ne trompe pas les marchés financiers qui ne s'embarrasseront pas à faire la distinction. D'autres solutions doivent être envisagées pour crédibiliser ce projet.

Les bienfaits de cette relance sur l'activité économique ne seront pas immédiats, mais ils se déploieront sur plusieurs années, légitimant le **relèvement du potentiel** de croissance pour l'ensemble de la zone. Il faut néanmoins garder à l'esprit que le multiplicateur de croissance pour les dépenses de défense est malheureusement bien inférieur à 1, de l'ordre de 0.4: pour un EUR 1 dépensé, le supplément de croissance n'est que de 40 cts. En effet, plus de 60% du matériel de défense est acheté à l'étranger, principalement aux États-Unis.

Graphe 3 | Taux de change EUR/USD : écart de taux à 10 ans ajusté de la volatilité et taux de change



Enfin, les banques commerciales détendent leurs conditions d'octroi de crédits dans le sillage de la politique monétaire accommodante de la BCE. Cette dernière a opéré une nouvelle baisse de 0.25% en mars. D'autres sont attendues avec la poursuite de la décélération de la croissance des prix, à 2.4% a/a en février, proche de l'objectif de 2%.

La **Suisse** bénéficiera du nouvel élan qui semble émerger chez ses voisins. Elle a enregistré une croissance de 0.5 t/t au T4 grâce à une belle reprise des investissements (+1% t/t), et une consommation des ménages solide (+0.5%). Par ailleurs, la BNS affiche un bénéfice de CHF 80.7 mia en 2024, ce qui lui permet de distribuer CHF 3 mia à la Confédération et aux cantons. Mais surtout, le retour de l'inflation à un niveau très bas (+0.3% a/a en février) lui permet de poursuivre la réduction de ses taux directeurs.

Lors du Congrès national du Parti du peuple (mars), les **autorités chinoises** ont fixé à 5% l'objectif de croissance du PIB pour cette année. Pour y parvenir, signe que l'objectif est plutôt ambitieux, le déficit public va remonter à 4% du PIB. La priorité est, à juste titre, la consommation. L'étatisation graduelle du secteur immobilier, à l'origine de la méfiance des ménages, est censée rassurer les citoyens qui devraient également bénéficier d'autres mesures ciblées, notamment pour ceux dont les revenus sont les plus faibles. Les autorités souhaitent également accélérer l'adoption des outils d'intelligence artificielle: le succès de DeepSeek, l'application d'IA générative concurrente de l'américaine ChatGPT, indique non seulement que la Chine est bien dans la course à l'innovation, mais aussi que le secteur privé contribue activement à la croissance. L'accent mis sur la définition d'un objectif d'inflation (à 2% vs 3% précédemment) est le signe que, pour éviter le risque d'une spirale déflationniste (inflation à -0.7% a/a en février), la PBoC conduira une politique monétaire accommodante encore un certain temps.

Obligations souveraines à 10 ans	Niveau au 19.03.2025	Variation T1*) (en pb)	Var. depuis le 31.12.2024 (en pb)
Taux USD - Etats-Unis	4.25%	-32	-32
Taux EUR - Allemagne	2.77%	41	41
Taux JPY - Japon	1.50%	42	42
Taux CHF - Suisse	0.75%	52	52
Taux GBP - Royaume-Uni	4.63%	6	6
Marchés émergents (USD)	6.75%	-20	-20
Marchés émergents (devise locale)	3.81%	22	22
Matières premières	Prix	Trimestre T1*)	Depuis le 31.12.2024
Or (USD/once)	3 034.63	16.0%	16.0%
Brent (USD/bl)	71.75	-4.5%	-4.5%

FX	Niveau au 19.03.2025	Variation T1*)	Variation depuis le 31.12.2024
EUR vs CHF	0.9572	2.00%	2.00%
EUR vs USD	1.0927	5.52%	5.52%
EUR vs JPY	163.1931	0.28%	0.28%
EUR vs NOK	11.5190	-2.05%	-2.05%
GBP vs EUR	1.1884	-1.78%	-1.78%
GBP vs USD	1.2967	3.54%	3.54%
USD vs CHF	0.8800	-2.90%	-2.90%
USD vs CAD	1.4331	-0.35%	-0.35%
AUD vs USD	0.6331	2.25%	2.25%

Source: Datastream

Préférences monétaires

Rang 1	Rang 2	Rang 3
Appréciation attendue	Stabilisation	Dépréciation attendue
CHF	↑ EUR | GBP | JPY | OR | ↓ USD	-
▪ **CHF**: est une devise de refuge et de protection, ce qui compense une rémunération plus faible. Sa valorisation n'est pas excessive	▪ ↑ **EUR**: amélioration des perspectives de croissance et faible valorisation ▪ **GBP**: valorisation et rémunération intéressantes ▪ **JPY**: valorisation très attrayante et politique monétaire à contre-courant (hausse de taux) ▪ **OR**: protection contre le risque géopolitique ▪ ↓ **USD**: valorisation élevée et réduction relative des taux d'intérêt	

Conclusions d'investissement

La valorisation des actions américaines est historiquement élevée, escomptant une accélération de l'activité, ne laissant que peu de place aux déceptions. Or, les tergiversations sur les droits de douane appliqués aux importations américaines réduisent la visibilité sur la conjoncture à court terme. À l'opposé, les attentes de croissance, qui étaient plutôt faibles en Europe et valorisées en conséquence, sont sur le point de se redresser avec la relance fiscale qui s'annonce en Allemagne (et «ReaArm Europe»). Tout en conservant notre exposition **aux actions inchangée**, ce nouvel environnement nous a conduits à **réduire** la part allouée aux actions **américaines** en faveur des européennes et suisses.

Cet ajustement se traduit par la neutralisation de l'ensemble de nos préférences sur les devises (↓ **USD et** ↑ **EUR)**, exception faite du CHF qui demeure notre devise préférée **(graphe 3)**. Malgré la faiblesse de sa rémunération, le CHF offre d'autres avantages.

Le bas niveau de taux d'intérêt payé par les obligations suisses nous incite à réduire à nouveau le poids des obligations dans nos portefeuilles libellés en **CHF**. Dès lors, nous renforçons celui accordé aux hedge funds et aux produits structurés décorrélés, après avoir déjà constitué une position dans le segment immobilier.

Le tassement de l'activité, d'une part, et la normalisation de la croissance des prix, d'autre part, nous confortent dans notre positionnement sur les obligations souveraines et de crédit de qualité à duration plutôt longue pour celles en USD. En zone euro, nous avons subi la hausse des taux liés aux annonces surprises du plan de relance allemand. Le nouveau niveau nous semble refléter en grande partie le changement des perspectives et justifie le maintien de notre stratégie, similaire à celle en USD, inchangée.

Clôture de la rédaction | 10 mars 2025

Ce document a été produit uniquement à des fins d'information générale et est exclusivement fourni par Bordier & Cie SCmA dans le cadre d'une relation contractuelle existante avec le destinataire qui le reçoit. Les vues et opinions exprimées sont celles de Bordier & Cie SCmA. Son contenu ne peut être reproduit ou redistribué par des personnes non autorisées. Toute reproduction ou diffusion non autorisée de ce document engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites. Les éléments qui y figurent sont fournis à titre informatif et ne constituent en aucun cas une recommandation en matière d'investissement ou un conseil juridique ou fiscal fournis à des tiers. Par ailleurs, il est souligné que les dispositions de notre page d'informations légales sont entièrement applicables à ce document, notamment les dispositions relatives aux limitations liées aux différentes lois et réglementations nationales. Ainsi, la Banque Bordier ne fournit aucun service d'investissement ni de conseil à des «US Persons» telles que définies par la réglementation de la Commission américaine des opérations de Bourse (SEC). En outre, l'information figurant sur notre site Internet – y compris le présent document – ne s'adresse en aucun cas à de telles personnes ou entités.

Bordier & Cie SCmA | Banquiers Privés depuis 1844
Rue Rath 16 | case postale | CH-1211 Genève 3 | t +41 58 258 00 00 | f +41 58 258 00 40 | bordier.com