

Politique d'Investissement

3^e trimestre 2025 | Juin 2025

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

Points clés

Où va le dollar?

Si la **politique économique** de la nouvelle administration américaine peut paraître quelque peu confuse, la volonté de faire payer au reste du monde les déficits commerciaux et publics des États-Unis semble être l'un de ses principaux objectifs. Ce sentiment de spoliation dont serait victime la plus grande économie du monde se traduit par des mesures aux conséquences potentiellement disruptives.

En particulier, la **guerre commerciale** déclenchée sonne le glas du libéralisme, pourtant voulu et promulgué par les États-Unis eux-mêmes depuis 1945, qui a connu une accélération avec la chute du Mur en 1989 puis avec l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce (OMC) en 2001. L'objectif est de récupérer les emplois perdus dans le secteur manufacturier lors de la grande vague de globalisation et des délocalisations qui ont suivi. Ou de faire payer aux entreprises étrangères l'accès au marché domestique et de financer ainsi des réductions d'impôts. Dans un monde devenu interconnecté et interdépendant, le risque est de perturber durablement les chaînes d'approvisionnement, de pénaliser l'activité à l'échelle globale et de faire resurgir l'inflation aux États-Unis.

Par ailleurs, le projet de **loi budgétaire** dénommé «One Big Beautiful Bill Act» recèle, lui aussi, une composante visant directement les investisseurs étrangers. En effet, pour financer le renouvellement des coûteuses baisses d'impôts de 2017 qui arrivent à expiration en fin d'année, le gouvernement a besoin de ressources supplémentaires: celles des droits de douane peuvent se révéler insuffisantes, tout comme la réduction des dépenses envisagée. La section «899» du projet de loi autorise donc le gouvernement à prélever des taxes auprès des entreprises étrangères et sur les revenus des investisseurs étrangers aux États-Unis (dividendes, coupons obligataires, biens immobiliers).

Ces mesures, si elles étaient appliquées, amoindriraient **l'attrait des actifs américains** en USD pour les investisseurs étrangers: nous avons, depuis le début de l'année, réduit notre exposition au billet vert dans l'ensemble de nos portefeuilles.

Scénario et conclusions

- **Économie:** la guerre commerciale est une source d'incertitude majeure
- **États-Unis:** projet de loi budgétaire à ratifier cet été
- Les **banques centrales** poursuivent leur cycle de desserrement monétaire, à l'exception de la Fed, en pause
- **Chine:** le risque d'un régime de déflation demeure présent

- **Actions:** sous-pondérées, préférence pour les actions non américaines
- **Obligations:** surpondérées hors CHF (obligations d'entreprises de qualité, IG)
- **Devises:** préférence pour le CHF, nouvelle réduction de l'USD
- **Liquidités:** neutre

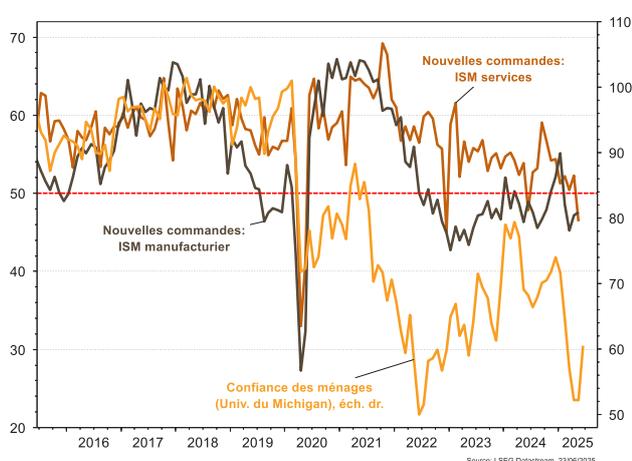
Allocation d'actifs

	UW (-)	N (=)	OW (+)
Actions	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Obligations souveraines	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Crédit	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Investissements alternatifs	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Liquidités	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Actions			
Etats-Unis	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Europe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Suisse	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Japon	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Marchés émergents	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Obligations			
Souveraines	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Entreprises de qualité (inv. grade)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Entreprises à hauts rendements	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Souveraines marchés émergents (USD)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Souveraines marchés émergents (local)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Économie: l'été sera chaud

Étant donné que les niveaux des droits de douane envisagés par l'administration américaine vis-à-vis de ses partenaires commerciaux sont encore destinés à évoluer, nous n'allons pas nous attarder sur le sujet. Ce qui est certain, c'est que la guerre commerciale perturbe la lecture des données économiques publiées. En effet, nous observons, d'une part, des **données d'activité** qui restent globalement résilientes alors que, d'autre part, les **indices de confiance** (ménages, industrie, services) pointent vers un affaiblissement de la croissance (**graphe 1**). Cela se voit aux États-Unis, en Europe et également en Chine.

Graphe 1 | États-Unis: chute de la confiance!



Les agents économiques susceptibles d'être impactés par le relèvement des droits de douane ont logiquement anticipé leur entrée en vigueur et avancé certaines décisions, d'investissement et de stockage pour les entreprises, et de dépenses, pour les ménages.

À titre d'exemple, la contraction de 0.2% t/t en rythme annualisé du PIB au T1 **aux États-Unis** n'est pas le résultat d'une demande domestique faible, mais celui d'une contribution très négative de la balance commerciale (contribution de -4.9% au T1), en raison d'importa-

tions bien plus importantes qu'habituellement. Néanmoins, les indicateurs économiques avancés, comme la confiance des directeurs des achats, ne donnent pas une image aussi rassurante des perspectives. L'ISM manufacturier est en territoire de contraction, tout comme son homologue des services: le premier est passé de 50.5 en janvier à 48.5 en mai (avec la composante des nouvelles commandes à 46.6) et le second de 52.8 à 49.9 (avec des nouvelles commandes qui s'effondrent à 46.4). Les optimistes considèrent qu'une réduction des droits de douane est possible, que celle-ci empêchera un trop fort ralentissement de l'activité et que ce sont les indices de confiance qui se redresseront. Mais dans le cas d'une escalade, il serait difficile d'échapper à une récession. Nous considérons le marché de l'emploi comme déterminant pour savoir de quel côté penchera la balance. Pour l'heure, l'emploi américain tient toujours: en mai, l'économie américaine en a créé 139'000. D'autres statistiques, telles les nouvelles demandes hebdomadaires d'allocation chômage, sont en revanche orientées à la hausse (de 200'000 en début d'année à 247'000 en mai) et révèlent une certaine fragilité du marché du travail.

Avec une inflation qui certes ralentit, mais dont on peut craindre une nouvelle hausse à la suite des effets des droits de douane, la banque centrale temporise, au grand dam de l'exécutif (**graphe 2**). Enfin, comme pour les droits de douane, il faudra patienter l'été pour connaître la version finale du budget. Le projet validé par la Chambre doit être confirmé par le Sénat et des navettes entre les deux sont encore possibles, notamment si l'ampleur des déficits qui y figurent devait agiter les marchés obligataires.

Dans la **zone euro**, la forte croissance du PIB au T1 (+0.6% t/t) s'explique par des facteurs exceptionnels qui ne vont pas se répéter. En effet, si les exportations de la zone euro vers les États-Unis ont explosé de 25% au T1 (elles sont le miroir du déficit américain), et la production industrielle augmenté de 2.2%, les chiffres allemands s'inversent déjà en avril (exportations: -15%

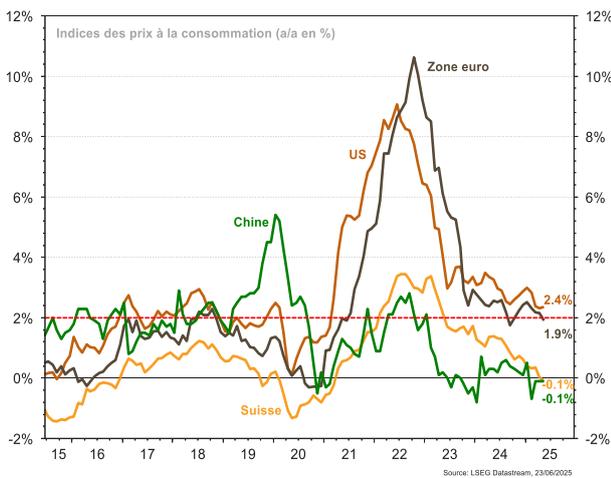
Marchés financiers

*) Au 20.06.2025	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T2*)	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
Marchés des actions										
Etats-Unis	5 704.06	6.69%	1.55%	22.01	1.5%	5.3	12%	9%	14%	13%
Europe	536.53	0.49%	5.69%	14.40	3.2%	2.2	7%	3%	11%	11%
Japon	2 771.26	4.20%	-0.49%	13.89	2.4%	1.4	6%	4%	11%	8%
Suisse	11 871.32	-5.80%	2.30%	16.69	3.1%	4.0	9%	8%	10%	10%
Royaume-Uni	4 765.29	3.10%	6.70%	12.55	3.4%	2.0	7%	3%	11%	11%
Marchés Emergents (USD)	1 189.85	8.03%	10.60%	12.63	2.8%	1.9	12%	12%	13%	11%
Monde (USD)	3 881.69	6.97%	4.69%	19.43	2.0%	3.6	10%	7%	13%	12%

Source: Datastream, Consensus IBES

m/m; production industrielle: -1.4%). Les effets positifs de la relance fiscale en Allemagne ne seront visibles qu'à partir de l'année prochaine. D'ici là, le scénario le plus probable est une stagnation de l'activité. Un stimulus additionnel vient de la politique monétaire de la BCE: l'objectif d'inflation est atteint, la croissance des prix est de 1.9% sur un an, et la banque centrale peut baisser ses taux d'intérêt pour soutenir l'activité (**graphe 2**).

Graphe 2 | Monde: la croissance des prix atteint la cible de la BCE et de la BNS

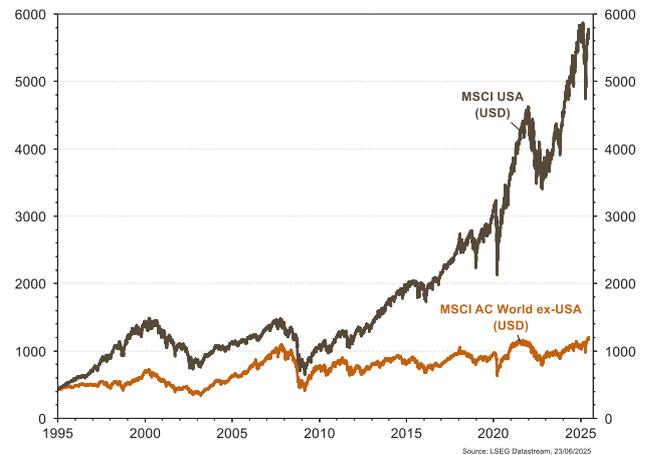


La vigueur des exportations a permis à **l'économie suisse** d'afficher une solide croissance du PIB de +0.8% t/t au T1 2025 (ajusté en fonction des événements sportifs). Le secteur de la construction, soutenu par les baisses de taux de la BNS de 150 pb depuis un an, a contribué à ce résultat. Avec l'appréciation du CHF et le recul des prix de l'énergie, l'inflation est redevenue négative (-0.1% a/a), la BNS doit continuer son action et le retour à des taux négatifs se profile (**graphe 2**). Une politique monétaire accommodante sera d'autant plus utile que les perspectives, en particulier dans le secteur manufacturier, restent moroses (la confiance des directeurs des achats est en recul à 42.1). Par ailleurs, l'économie helvétique est très dépendante de ses

exportations (~50% du PIB) et donc vulnérable aux tensions commerciales. Or, dans sa revue semestrielle au Congrès, le Trésor américain a remis la Suisse sur la liste des pays à surveiller car susceptibles de manipuler leur devise. À ce stade, il ne s'agit pas d'une condamnation mais cette position ne va malheureusement pas faciliter les négociations pour réduire les droits de douane.

En Chine, nous constatons les mêmes perturbations qu'ailleurs dans les données relatives au commerce international. En avril, si les exportations progressent de 4.8% a/a, elles chutent de 34.5% en direction des États-Unis (~10% des exportations chinoises), signe que Pékin cherche des voies pour contourner les pénalités douanières. La gestion des négociations avec Washington n'est pas la seule priorité des autorités. En effet, la contraction des prix de 0.1% sur un an (mai) indique que le risque de déflation demeure bien présent. Pour éviter l'installation d'un régime déflationniste, la PBoC accentue son action: elle a réduit le coût du crédit (de 0.1%, à 3.5% pour cinq ans et à 3% à un an) et le taux de réserve obligatoire des grandes banques (de 9.5% à 9%) pour stimuler le crédit. Elle n'a probablement pas terminé son cycle de détente monétaire.

Graphe 3 | Actions: préférence pour les actions internationales, hors US



	Niveau au 20.06.2025	Variation T2*) (en pb)	Var. depuis le 31.12.2024 (en pb)
Obligations souveraines à 10 ans			
Taux USD - Etats-Unis	4.37%	16	-20
Taux EUR - Allemagne	2.51%	-18	15
Taux JPY - Japon	1.40%	-7	31
Taux CHF - Suisse	0.40%	-18	16
Taux GBP - Royaume-Uni	4.53%	-14	-4
Marchés émergents (USD)	6.75%	-8	-20
Marchés émergents (devise locale)	3.69%	-7	10
Matières premières			
	Prix	Trimestre T2*)	Depuis le 31.12.2024
Or (USD/once)	3 367.64	7.8%	28.0%
Brent (USD/bl)	78.53	5.1%	4.5%

FX	Niveau au 20.06.2025	Variation T2*)	Variation depuis le 31.12.2024
EUR vs CHF	0.9416	-1.49%	0.33%
EUR vs USD	1.1514	6.60%	11.19%
EUR vs JPY	168.0212	4.02%	3.25%
EUR vs NOK	11.6509	2.38%	-0.93%
GBP vs EUR	1.1707	-2.04%	-3.24%
GBP vs USD	1.3465	4.32%	7.51%
USD vs CHF	0.8177	-7.58%	-9.78%
USD vs CAD	1.3730	-4.61%	-4.54%
AUD vs USD	0.6467	3.77%	4.44%

Source: Datastream

Préférences monétaires

Rang 1 Appréciation attendue CHF OR	Rang 2 Stabilisation EUR GBP JPY	Rang 3 Dépréciation attendue ↓ USD
<ul style="list-style-type: none"> ▪ CHF: est une devise de refuge et de protection, ce qui compense une rémunération plus faible. Sa valorisation n'est pas excessive ▪ OR: des baisses de taux et une dépréciation éventuelle du dollar seront un support. Protection contre le risque géopolitique et l'excès de dette publique 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EUR: l'amélioration attendue des perspectives de croissance est un support, tout comme la faible valorisation ▪ GBP: valorisation et rémunération intéressantes ▪ JPY: valorisation très attrayante soutenue par une politique monétaire à contre-courant (hausse de taux) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ↓ USD: valorisation élevée, déficit public plus élevé qu'ailleurs et réduction des perspectives de croissance économique par rapport au reste du monde

Conclusions d'investissement

L'incertitude qui plane sur les politiques commerciales et fiscales à Washington risque de pénaliser davantage les actifs américains. Nous avons donc poursuivi la réduction dans nos allocations **des actions d'outre-Atlantique** ainsi que notre exposition au dollar. Les deux nous semblent chers et ne reflètent pas la dégradation attendue de leurs fondamentaux.

Concernant les actions, les perspectives de croissance bénéficiaire ont été révisées à la baisse pour cette année, tant aux États-Unis qu'en zone euro. Mais, contrairement aux américaines, les actions du Vieux Continent affichent des valorisations abordables, en ligne avec leur moyenne historique, et compatibles avec les taux de croissance escomptés (**graphe 3**). De même, elles bénéficient de politiques monétaires plus accommodantes.

Après un cycle haussier inhabituellement long, l'**USD** est, comme déjà évoqué, devenu cher. Surtout, en com-

paraison des fondamentaux des autres devises, ceux du dollar sont en cours de détérioration: le déficit public s'annonce élevé alors qu'il se réduit ailleurs, la croissance de l'activité ralentit alors qu'elle se stabilise ailleurs et l'attrait des actifs USD est tempéré par les positions protectionnistes de son administration. Au sein des profils **USD**, nous avons ajusté à la baisse notre exposition aux **obligations souveraines en faveur des hedge funds**: l'environnement actuel, dans lequel la volatilité est élevée et la dispersion en hausse, est propice à ce type de stratégie de gestion. Pour les portefeuilles **EUR**, notre vision plus constructive de la conjoncture nous a conduits à relever l'exposition aux obligations à **haut rendement** au détriment des obligations étatiques. Enfin, la chasse au rendement se poursuit en **CHF** alors que la BNS s'apprête à revenir en territoire négatif avec ses taux directeurs.

Clôture de la rédaction | 10 juin 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.

Politique d'Investissement | Juin 2025

4/4
Design ClPa

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