

# Market

Décembre 2024

# 2025

Bienvenue  
Chez Vous



## BCVS

GESTION DE FORTUNE

[BCVS.ch](https://www.bcv.ch)



*Mathias Cotting*

**Mathias Cotting, CFA**  
Économiste responsable

- 2 Éditorial
- 3 Évaluation de la situation économique
- 4 Quelle a été l'évolution des marchés financiers?
- 5 Coup d'œil sur les classes d'actifs
- 6 Positionnement et changements
- 7 Commentaires sur les décisions de placement
- 8 Tableaux de performance

**Contributeurs**

Mathias Cotting, CFA, Économiste responsable  
Andrin Albrecht, Économiste

## Éditorial

Sion, le 25 novembre 2024

### 2025, un meilleur point de départ économique que 2024?

#### Rien n'est aussi fort que l'économie

En 2022, l'inflation mondiale a commencé son ascension fulgurante pour atteindre des niveaux historiques plus vus depuis les années 1980 dans certains pays. En réponse, les banques centrales se sont lancées dans un processus coordonné de montée des taux d'intérêt directeurs, historique par son ampleur et sa rapidité. En parallèle, une guerre est survenue aux portes de l'Europe pour la première fois depuis la 2<sup>e</sup> Guerre Mondiale, puis au Moyen-Orient en 2023. Face à tous ces développements qui sortent totalement de l'ordinaire, il est impressionnant de constater que l'économie mondiale n'a pas connu de récession, ni même de ralentissement marqué. Cela s'explique par plusieurs facteurs, notamment les augmentations de salaires, qui ont permis de compenser une partie de l'inflation. En effet, aux États-Unis, les salaires sont montés de 15% environ depuis 2021, quasiment autant que l'augmentation des prix. Par rapport aux taux élevés, l'usage très courant des taux fixes a grandement aidé les ménages et les entreprises.

Pas de récession, alors que les craintes étaient bien présentes. En conséquence, les actions mondiales ont bien progressé ces dernières années, réalisant plus de +40% (dividendes inclus, en monnaie locale) depuis 2021 jusqu'à aujourd'hui. Avec cette forte performance dans le rétroviseur, est-il possible d'avoir à nouveau une bonne année sur les bourses en 2025?

#### Les facteurs positifs de 2024 vont se poursuivre

Les facteurs de succès de l'économie de ces dernières années restent valables. Les ménages ont toujours leurs dettes avec des taux bloqués, pas de surprise à attendre de ce côté. De plus, les taux d'intérêt à moyen et long terme ont quelque peu baissé par rapport aux pics de 2023. Ensuite, l'inflation demeure à un niveau contenu depuis le début de l'année 2024. Le consommateur n'est pas excessivement endetté (comparativement aux années précédant 2008) et présente donc un bilan globalement sain. Pour les entreprises, les conditions de financement avec des primes de crédit faibles restent valables. Jusqu'ici, pas de nouveauté, mais une continuité à attendre sur 2025.

La question qui se pose est la suivante: y a-t-il des nouveaux facteurs qui soutiendront l'économie en 2025?

#### 2025 - un meilleur point de départ que 2024

Plusieurs facteurs peuvent être énumérés. Premièrement, nous nous trouvons dans un monde de promesses avec l'intelligence artificielle. En 2024, l'entreprise emblématique du secteur, Nvidia, devrait réaliser un chiffre d'affaires de 60 milliards de dollars, bien plus que prévu, et en très forte augmentation (25 milliards en 2023). Cela confirme une tendance réelle d'investissement des entreprises dans l'intelligence artificielle, avec des possibilités d'augmenter la productivité de l'économie d'ici quelques années.

Deuxièmement, 2024 était une année historique en termes d'élections au niveau mondial. Le scrutin américain passé, la politique offrira plus de visibilité (les politiques Trump sont bien anticipées) et connaîtra moins d'incertitudes en 2025, même si l'Allemagne aura des élections anticipées. De plus, les surprises géopolitiques devraient s'atténuer par rapport à ces dernières années chargées.

Troisièmement, les gouvernements dépensent tout particulièrement depuis quelques années maintenant, via des plans de relance très importants: «Next Gen EU» en Europe, l'«Inflation Reduction Act» aux États-Unis. Ces plans ont certes été annoncés en 2021, 2022 voire 2023 et ne sont pas nouveaux. Par contre, un aspect est sous-estimé: les dépenses prévues s'échelonnent encore sur 2025 et les années suivantes.

Finalement, les banques centrales baissent désormais les taux. Cette tendance va se poursuivre l'année prochaine.

En conclusion, les perspectives économiques au niveau mondial sont bonnes, et le point de départ pour 2025 pourrait être considéré comme le plus intéressant depuis 2022. Il y aura toutefois des nuances, nous nous attendons à une économie dynamique aux États-Unis, alors que l'Europe sera probablement moins vigoureuse. Maintenant, reste à voir à quelle vitesse et dans quelle mesure ce scénario se réalisera et quel en sera l'impact sur les marchés financiers.

Ce qui est sûr, tout ne se déroulera pas comme un long fleuve tranquille. Nous aurons droit à notre lot de surprises de telle sorte que 2025 sera une année riche et intéressante comme les précédentes.

## Évaluation de la situation économique

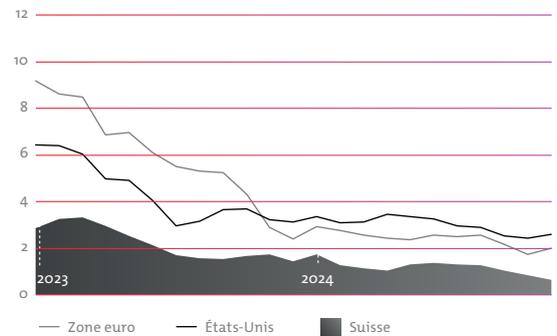
**L'inflation reste contenue en Europe et encore plus en Suisse. Après l'élection de Trump, les marchés financiers s'attendent désormais à une baisse moins soutenue des taux directeurs aux États-Unis.**

### L'inflation en Europe et en Suisse reste à des niveaux faibles

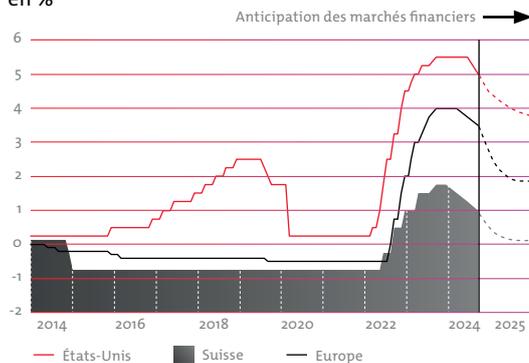
Au mois d'octobre, l'inflation est ressortie à 2.6%, 2% et 0.6% aux États-Unis, en Europe et en Suisse respectivement. Dans notre pays, les niveaux d'inflation actuels très bas font ressurgir le spectre des taux négatifs. Cette perspective nous semble prématurée à l'heure actuelle, étant donné les données dont nous disposons. Aux États-Unis, suite à l'élection présidentielle, beaucoup de questions se posent. Les taxes à l'importation feront-elles resurgir les pressions inflationnistes? Dans une logique économique, c'est fort probable. En effet, les entreprises devraient, pour certaines, monter leurs prix pour compenser les taxes d'importation des produits aux États-Unis. Cet effet ne doit pas être surestimé non plus, car en 2016 Trump avait déjà augmenté les taxes à l'importation sans que cela n'entraîne une flambée d'inflation les 2 à 3 années suivantes. Dans tous les cas, aucun changement n'est à attendre avant 2025 ou même 2026, avant que Trump ne devienne le président des États-Unis.

### L'inflation en Suisse atteint des niveaux faibles en octobre

Variation annuelle, en %



### Taux directeurs historiques et anticipations des marchés financiers en %



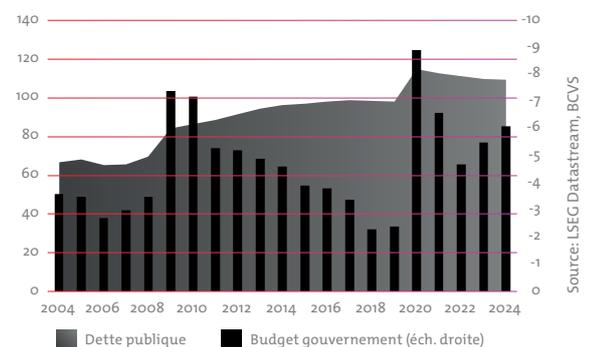
### Les marchés financiers ont recalibré les attentes de baisse de taux aux États-Unis

Pour fin 2024, les attentes en matière de politique monétaire restent inchangées et la Réserve fédérale américaine baissera de nouveau très probablement ses taux en décembre. Son président J. Powell a toutefois communiqué durant le mois de novembre qu'il n'était pas nécessaire de se précipiter dans l'exercice des baisses de taux. En conséquence et suite à l'élection présidentielle, les marchés financiers ont réajusté quelque peu les attentes en matière de taux directeur aux États-Unis, attendu entre 3.75% et 4% pour fin 2025 (4.75% actuellement). Pour le Vieux Continent et la Suisse, les attentes pour fin 2025 sont respectivement de 1.75% (3.25% actuellement) et entre 0% et 0.25% (1% actuellement). Les politiques prévues de Donald Trump devraient soutenir la croissance économique américaine. Par ailleurs, les perspectives économiques mondiales restent positives. Dans son dernier rapport du mois d'octobre, le Fonds Monétaire International (FMI) a confirmé les perspectives de croissance.

### La France entravée par sa dette

Selon les prévisions des analystes, le ratio de dette publique par rapport au PIB de la France devrait atteindre 109,50 % du PIB à la fin de 2024. Le projet de budget 2025 présenté par le gouvernement comprend des économies de 60 milliards d'euros. Elles devraient permettre d'atteindre un déficit de 5% du PIB grâce à des hausses d'impôts et des réductions de dépenses. Les augmentations d'impôts se concentrent sur les entreprises, tandis que les ménages privés seront largement épargnés. Il est loin d'être certain que l'objectif de 5% soit atteint. Le gouvernement ne dispose pas de la majorité nécessaire pour adopter le budget et pourrait devoir faire des compromis sur certaines des mesures les plus sensibles afin d'éviter que l'extrême droite ne s'y oppose. En conséquence, la baisse des dépenses fiscales et l'augmentation des impôts continueront de peser sur la croissance économique en France, et également sur celle de l'Europe.

### Les finances publiques en France en % du PIB



## Le retour de Trump: quelles nouvelles tendances économiques?

À la surprise de nombreux observateurs, Donald Trump a réussi son retour à la Maison-Blanche de manière impressionnante. Les marchés des actions américaines devraient profiter de l'agenda du nouveau président, car la réduction des impôts pour les entreprises entraînera une hausse des bénéfices. Les droits de douane à l'importation devraient également

augmenter. Cette mesure pourrait être légèrement inflationniste selon les experts, sans que cela n'entraîne une nouvelle flambée notable de l'inflation. Finalement, les politiques migratoires envisagées pourraient maintenir un manque de main-d'œuvre sur le marché de l'emploi américain.

## Quelle a été l'évolution des marchés financiers ?

**L'élection de Trump profite aux actions américaines. Une forte hausse des rendements des obligations d'État a été observée aux États-Unis dans le contexte des élections américaines.**

### 4 L'élection de Trump se fait ressentir dans les performances des différents marchés

Les marchés américains ont très bien accueilli l'élection américaine. Actuellement, les États-Unis affichent plus de 25% de performance avec la perspective de baisse des impôts pour les entreprises américaines, propulsant les actions US à des niveaux records. Les bourses suisses et européennes se sont quelque peu repliées. En effet, les intervenants redoutent des politiques en faveur des États-Unis et au détriment de l'Europe notamment. Par exemple, Donald Trump a proposé de monter les taxes d'importation. Actuellement, les intervenants spéculent sur les futures politiques possibles. La Chine devrait voir les taxes augmenter de 20% à 60%. L'Europe pourrait être concernée également avec des droits de douane de 10%, voire 20%. L'incertitude pourrait demeurer quelques mois, Trump prenant ses fonctions effectivement en 2025. Les marchés émergents consolident, alors que le gouvernement chinois a communiqué d'un plan de relance fiscale, après les annonces de soutien monétaire du mois de septembre, sans grande surprise selon les intervenants.

### La courbe des taux d'intérêt continue de se pentifier

La courbe des taux d'intérêt aux États-Unis se pentifie de plus en plus, après que l'écart de rendement entre les obligations d'État américaines à deux et dix ans soit revenu en territoire positif depuis la fin de l'été. L'écart de rendement entre les obligations d'État à deux et cinq ans est désormais également positif. La hausse des rendements s'est notamment accentuée à l'approche des élections présidentielles. Dans le cadre du «Trump Trade», les investisseurs qui s'attendaient à une victoire de Donald Trump ont vendu des obligations gouvernementales américaines, ce qui a fait baisser leur prix et augmenter leur rendement. L'une des raisons est que les marchés financiers exigent désormais des rendements plus élevés pour les obligations d'État américaines, car la politique commerciale protectionniste voulue par Donald Trump pourrait avoir un effet inflationniste. De plus, l'augmentation des dépenses publiques entraîne une hausse de la dette publique américaine, ce qui amplifie de nouveau le risque de ces obligations, du moins du point de vue de leurs détenteurs.

### Les actions américaines réalisent un nouveau plus haut

Performance totale, base 100



### La courbe des taux continue de se pentifier

Différence de rendement entre les différentes échéances des emprunts d'État américains, en %



«Les marchés financiers ont globalement bien accueilli l'élection de Donald Trump.»

### Le marché du crédit reste solide

La tendance à la baisse des primes de risque crédit s'est poursuivie dans de nombreux segments du marché, y compris dans les catégories «investment grade» (entreprises de qualité) et «high yield» (haut rendement) aux États-Unis. Les spreads de crédit signalent de bons développements futurs au niveau des perspectives de l'économie. L'inflation se normalise, pas trop rapidement non plus, au point que le planning de baisse des taux d'intérêt de la Fed pourrait être légèrement réadapté. De plus, avec la politique fiscale du futur programme de Trump, les entreprises bénéficieront d'une baisse des impôts et peut-être d'une hausse de la consommation. Les taux de défauts sont à des niveaux bas et stables. Par conséquent, le marché du crédit reste intéressant dans un contexte d'économie solide et des perspectives liées à l'élection américaine.

### Les primes de risque ne montrent pas de signe de stress, au contraire

Prime de risque crédit des obligations américaines, en %

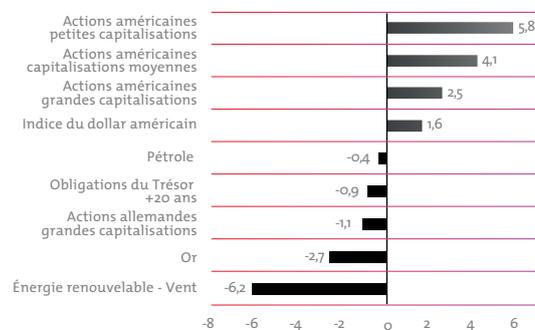


## Coup d'œil sur les classes d'actifs

Les États-Unis ont voté, les «Trump Trades» démarrent. Les actions du secteur bancaire ainsi que les petites et moyennes entreprises américaines devraient en profiter. L'Europe ainsi que les énergies durables ont été pénalisées.

### Les Trump Trades

Variation journalière de marchés financiers sélectionnés le 06.11.2024, en %

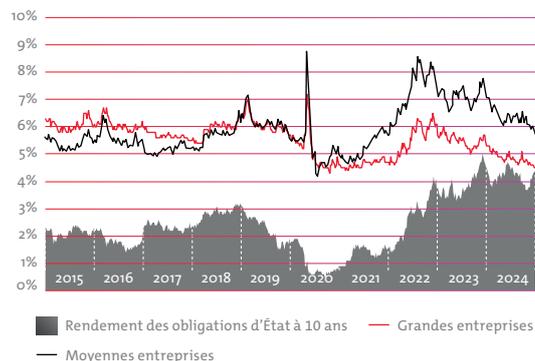


### Trump est de retour et les investisseurs se positionnent

Donald Trump a remporté la présidence et, avec le contrôle total du Congrès, les marchés se sont positionnés sur la vague rouge. Ainsi, les allègements fiscaux pour les entreprises (avec le taux d'imposition qui devrait être réduit de 21% actuellement, à 15%) sont généralement favorables aux actions américaines. Cette perspective a entraîné une forte hausse du marché boursier américain. Dans un premier temps, ce sont surtout les petites et moyennes entreprises qui en ont fortement profité. Les actions du secteur des énergies renouvelables, en particulier les énergies éolienne et solaire, ont en revanche fortement baissé. L'or a souffert de prises de bénéfices, les risques géopolitiques pouvant s'atténuer sous Trump, qui parle vouloir mettre fin à la guerre Ukraine-Russie en moins de 24 heures. En Europe, l'Allemagne se trouve désormais elle aussi dans une incertitude politique (élections anticipées de février 2025). En conséquence, l'indice boursier allemand a perdu du terrain.

### Les rendements des bénéfices sont faibles par rapport aux rendements des obligations

Rendement des bénéfices des actions US et obligations d'État à 10 ans, en %



### Qui profitera le plus: petites ou grandes entreprises?

Les valorisations des actions des grandes entreprises américaines sont aujourd'hui nettement plus élevées en comparaison aux années 2015-2020, comme le montre le rendement des bénéfices beaucoup plus faible. Un rendement des bénéfices faible (qui correspond à des valorisations élevées) limite la marge de manœuvre pour de fortes hausses de cours sur le moyen terme. Cependant, les petites capitalisations présentent de meilleures perspectives comparées aux grandes. En effet, elles seront les principales bénéficiaires des politiques de Trump. Elles devraient profiter d'une demande intérieure américaine plus forte en raison d'une croissance économique plus élevée, d'une réorientation de la consommation vers les producteurs nationaux, ainsi que d'éventuelles réductions d'impôts pour les sociétés. En revanche, les «7 Magnifiques» à forte capitalisation sont vulnérables aux guerres commerciales en raison de leurs revenus élevés à l'étranger (environ 50% en moyenne).

## Cavalerie américaine à l'horizon - la grande guerre commerciale est-elle en marche avec Trump?

Trump trouve les droits de douane plus que formidables, il les décrit comme le plus beau mot du dictionnaire. Si Trump implémente les droits de douane proposés lors de la campagne électorale (au moins 60% sur les importations en provenance de Chine, 10% à 20% pour ses principaux partenaires commerciaux, y compris l'UE), les droits de douane moyens sur les importations américaines pourraient passer d'environ 3% actuellement à 18%. Cela aurait un effet inflationniste, ce qui serait à son tour négatif pour l'économie, les marchés boursiers et les obligations. Sauf pour l'or, qui en profiterait à nouveau.

Du scénario extrême ci-dessus, revenons à une attente plus réaliste. Trump mènera une politique commerciale agressive, surtout vis-à-vis de la Chine. Cependant, concernant les droits de douane de 10% à 20% envers les principaux partenaires commerciaux, il est plus probable que Trump les utilise comme moyen de pression et de négociation. Ainsi, Trump pourrait demander à l'Europe d'augmenter ses dépenses en matière de défense. Les intérêts de l'industrie pétrolière et gazière américaine pourraient également jouer un rôle, car depuis l'arrêt des livraisons de gaz russe, une grande quantité de gaz liquide est vendue par les États-Unis à l'Europe. Il en résulte que les menaces de taxes à l'importation ne seront probablement pas mises en œuvre aussi rapidement qu'énoncées pendant la campagne électorale.



## Commentaires sur les décisions de placement

L'économie américaine devrait être la première bénéficiaire du programme Trump.



7

### La politique des États-Unis changera, comment l'économie sera-t-elle impactée?

Donald Trump a remporté les élections et sera le 47<sup>e</sup> président des États-Unis, avec le contrôle du Sénat et de la Chambre des représentants, soit la pleine marge de manœuvre pour implémenter les politiques voulues.

Nous nous concentrons sur les principaux changements susceptibles d'influencer l'économie. Du côté positif pour l'économie et les entreprises, les politiques fiscales devraient être allégées pour les entreprises américaines, ainsi que les réglementations dans les secteurs bancaires et énergétiques. Cependant, en termes de commerce et de politique étrangère, nous nous attendons à des approches très différentes.

«Selon le consensus, Trump signifie pour l'économie et les marchés: plus de croissance, plus de déficit, plus d'inflation, des taux plus élevés et des bourses plus élevées.»

Trump a proposé de monter les droits de douane sur la Chine de 20% actuellement à 60%, ainsi que l'instauration d'un droit de douane universel de 10% ou 20%. Cette position protectionniste renforce la fragmentation économique, un facteur de soutien à l'inflation sur le moyen terme. La réduction de l'immigration pourrait

également avoir un impact sur le marché du travail, avec des possibles hausses de salaires dans un monde dont le manque de main-d'œuvre est structurel (avec notamment le vieillissement de la population).

### Plus de croissance, plus de déficit, plus d'inflation, des taux plus élevés et des bourses plus élevées

Tous ces changements mis bout à bout, la croissance économique mondiale pourrait être meilleure et l'inflation (surtout américaine) légèrement plus élevée. Cela constitue un environnement favorable pour les actions sur le moyen terme. La réaction des marchés financiers début novembre, dès le moment où un résultat crédible s'est dessiné, a clairement été dans ce sens. Les actions sont montées de l'ordre de 2% aux États-Unis le jour même de l'élection et de 5-6% depuis quelques semaines maintenant. Les secteurs cycliques sensibles à l'activité économique ont également fortement progressé. En conclusion, la réaction des marchés confirme une vue globalement positive. Concernant des déficits plus importants possibles sous Trump et l'augmentation de la dette américaine, certaines craintes sont apparues. Nous considérons ces craintes trop élevées. En effet, l'Europe est dans une position fiscale moins bonne. Et vu l'importance des marchés financiers pour Donald Trump, une éventuelle pression sur les bourses liée à trop de déficit pourrait pousser le futur président à réadapter le budget pour calmer les marchés. Par conséquent, nous accueillons, comme les marchés financiers, positivement l'élection américaine et conservons notre surpondération dans les actions mondiales.



**Mathias Cotting, CFA**  
Économiste responsable



**Andrin Albrecht**  
Économiste

## Tableaux de performance

8

Actions	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2024 (%, en monnaie locale)	2024 (%, en CHF)
Monde	2,2	21,4	28,0
Suisse	-3,9	6,9	6,9
Zone Euro	-2,1	8,7	8,9
États-Unis	3,7	27,5	34,4

Obligations	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2024 (%, en monnaie locale)	2024 (%, en CHF)
Oblig. étatiques	0,2	1,0	3,2
Oblig. d'entreprises	-0,7	3,8	9,5
Marchés émergents (USD)	1,1	10,9	17,0

Rendements	en %	Depuis 1 mois (chgmt. absolu)	2024 (changement absolu)
3 ans - Suisse	0,16	-0,18	-0,79
3 ans - Allemagne	1,94	-0,07	-0,36
3 ans - USA	4,20	0,15	0,20
10 ans - Suisse	0,33	-0,13	-0,37
10 ans - Allemagne	2,20	-0,09	0,18
10 ans - USA	4,27	0,02	0,40

Devises	Taux de change	Depuis 1 mois (en %)	2024 (en %)
EUR/CHF	0,931	-0,8	0,1
USD/CHF	0,888	2,5	5,5

Alternatifs	Prix	Depuis 1 mois (en %)	2024 (en %)
Immobilier ind. Suisse	203	3,5	14,2
Or (USD/once)	2631	-4,0	27,4
Pétrole (WTI, USD/baril)	69	-3,6	-3,5

Données au 25.11.24  
Source: ISEG Datastream, BCVS

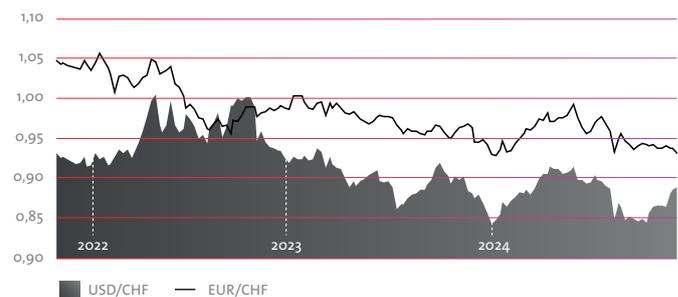
### Suisse et Monde (Indice de prix)



### Rendements des emprunts étatiques 10 ans



### Taux de change



### Évolution des prix de l'or et de l'immobilier



Source: ISEG Datastream, BCVS