

Market

Mars 2025

Bienvenue
Chez Vous



BCVS

GESTION DE FORTUNE

BCVS.ch



Mathias Cotting

Mathias Cotting, CFA
Économiste responsable

2

- 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 4 mars 2025

Rien à déclarer?

Alors que Donald Trump est dans le Bureau ovale depuis quelques semaines, cela semble faire une éternité. Il n'aura pas attendu longtemps pour déployer les grands tarifs douaniers. A l'heure actuelle, le Canada, la Chine et le Mexique ont été les premiers pays visés. Ceux-ci constituent en effet 40% des importations américaines. Bien qu'aucune sanction n'ait encore été imposée, l'Europe ne sera probablement pas épargnée.

Quelles taxes d'importation peut-on attendre raisonnablement?

Commençons par la Chine, le Mexique et le Canada. Tout d'abord, il est très intéressant de constater la réponse de la Chine aux mesures américaines. Elle paraît, après analyse, très mesurée. En effet, les biens que les Chinois incluent dans les taxes représentent 14 milliards, soit moins de 10% des biens américains importés en Chine. Avec une telle réponse, on est loin d'une escalade de tensions entre les deux pays.

Ensuite, les taxes à l'encontre du Mexique toucheront les consommateurs et les entreprises américaines. En effet, les biens importés du Mexique (environ 300 milliards) se concentrent surtout sur le secteur automobile avec les pièces détachées (65 milliards) et les véhicules (100 milliards). Si les taxes sont effectivement implémentées à hauteur de 25%, les constructeurs devraient augmenter les prix des voitures de 2'700 USD en moyenne pour les absorber. Sans hausse de prix, les constructeurs automobiles américains se verraient imposer des taxes (environ 40 milliards, qui correspondent au 25% de 165 milliards) aussi élevées que leurs profits.

Du côté du Canada, le pétrole correspond au quart des importations américaines. Les taxes entraîneraient une augmentation du prix, contraire aux ambitions de Donald Trump d'un pétrole bon marché. Au Canada, une forte mobilisation se met en place pour boycotter l'achat et la consommation de produits américains avec par exemple les supermarchés qui renseignent sur des alternatives canadiennes.

Un chiffre est intéressant à relever. Si le Canada, le Mexique et la Chine représentent 40% des importations américaines, ces trois pays représentent aussi environ 40% des exportations américaines. Toutes taxes introduites en retour toucheront donc aussi les États-Unis eux-mêmes.

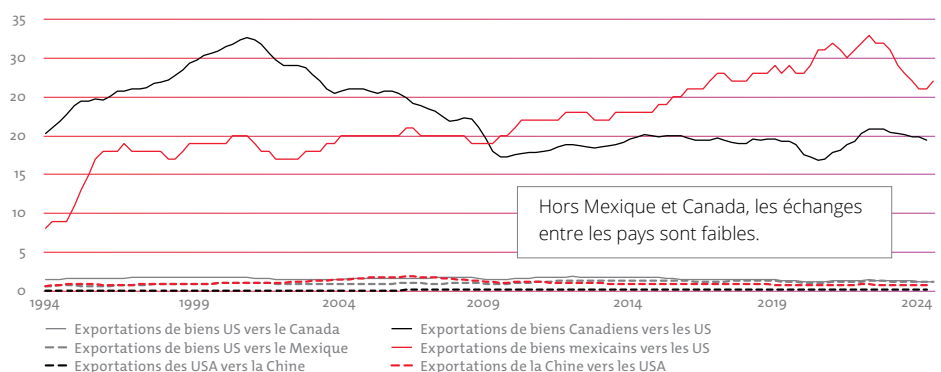
And «last but not least», les exportations US vers la Chine sont faibles en relation au PIB et vice-versa (cf. graphique). Les impacts sur l'économie mondiale devraient donc être très mesurés.

Par conséquent, les premières annonces ont ramené de la volatilité sur les bourses. Lorsque Donald Trump a mis en pause ses plans et commencé des négociations, les marchés financiers ont très vite rebondi. C'est la 3^e fois maintenant que Donald Trump revient en arrière, les marchés pourraient ne plus le prendre au sérieux à l'avenir sur ces thématiques.

D'ici quelques mois, la Fed aura plus de visibilité

Au-delà des politiques américaines qui dominent l'actualité financière, d'autres avancées importantes sont à relever. L'inflation aux États-Unis restera contenue. Les loyers sont encore un contributeur à une inflation plus élevée. Cependant, les indicateurs de marchés que nous observons nous montrent que les prix des loyers sont moins dynamiques. D'ici quelques mois, les chiffres d'inflation aux États-Unis intégreront cette réalité, et la Réserve fédérale qui a encore peu agi, devrait alors accélérer la cadence des baisses de taux en 2^e partie d'année. Les marchés financiers commenceront alors à anticiper cette tendance prochainement.

Exportations entre USA et les premiers pays touchés par les taxes d'importation
En % du PIB, moyennes sur quatre trimestres



Source: ISEG Datastream, BCVS

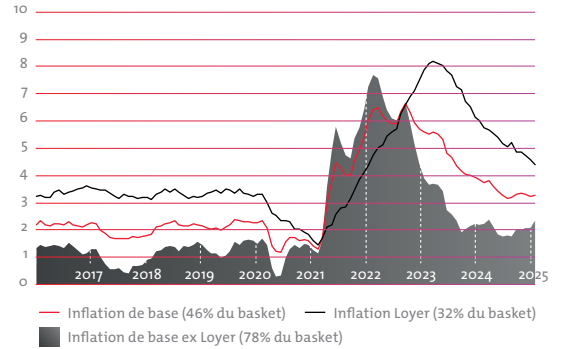
Évaluation de la situation économique

Aux États-Unis, les données sur l'inflation de janvier ont surpris par leur légère hausse. Les droits de douane sur les importations chinoises aux États-Unis suscitent plus de rhétorique que d'effets réels.

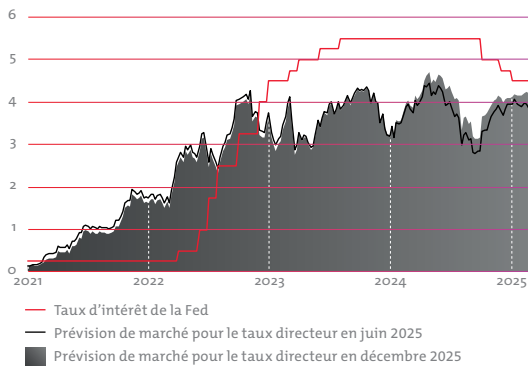
L'inflation aux États-Unis persiste au mois de janvier

Les pressions inflationnistes sont restées élevées au mois de janvier. Le taux d'inflation aux États-Unis a accéléré pour atteindre 3,0% en glissement annuel. La pression à la hausse sur les prix s'est également ressentie sur l'inflation de base. Par rapport à l'année précédente, elle a atteint 3,3% (contre 3,1% attendu). Une partie de cette surprise pourrait s'expliquer par la mise à jour annuelle des facteurs saisonniers et de la repondération des composantes en début d'année par le Bureau of Labor Statistics (BLS). Avec ces nouveaux chiffres, l'inflation de base accélère légèrement. Comme le montre le dernier rapport sur l'emploi aux États-Unis, la croissance des salaires (+4,1% en glissement annuel, +0,5% en glissement mensuel) reste un facteur d'influence sur l'inflation. En outre, les prix du logement (une composante importante de l'inflation) continuent de faire grimper l'inflation. Une évolution positive est toutefois à relever: le taux d'inflation annuel des loyers continue de ralentir, passant de 4,6% à 4,4%, avec une dynamique clairement décroissante.

Inflation aux États-Unis
Variation sur un an, en %



Taux directeurs et anticipations 2025
États-Unis, en %



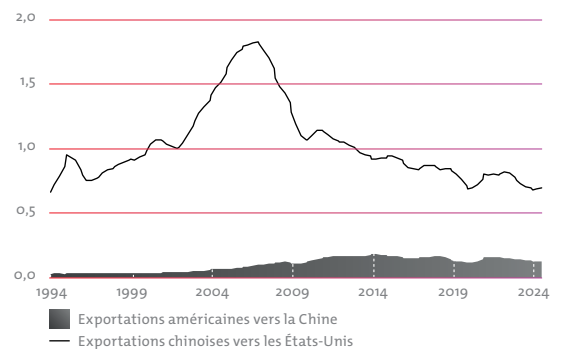
La Fed a actuellement peu d'arguments pour baisser les taux ces prochains mois

Dans l'ensemble, la dernière publication des données sur l'inflation aux États-Unis confirme que, durant les prochains trimestres, les taux d'intérêt devraient rester plus longtemps élevés. Le marché est peu à peu convaincu, ce qui se reflète dans les prévisions de la Fed qui ont été réajustées. Des taux d'intérêt plus élevés sur une longue période pourraient entraîner des tensions avec le nouveau gouvernement américain. Le président Trump s'est prononcé à plusieurs reprises en faveur d'une baisse des taux d'intérêt. Lors de sa dernière audition devant le Sénat, Powell a toutefois souligné que l'orientation actuelle de la politique monétaire était appropriée pour concilier les deux objectifs de stabilité des prix et de plein emploi. La politique monétaire est suffisamment restrictive pour permettre de progresser vers l'objectif d'inflation de 2%. En outre, il n'est pas nécessaire d'affaiblir davantage le marché du travail. Ce dernier, en particulier, se montre robuste et ne plaide donc pas en faveur d'une baisse prématurée des taux d'intérêt.

Les relations commerciales entre les États-Unis et la Chine ne devraient pas faire dérailler les perspectives économiques

En 2024, la valeur totale des échanges de marchandises entre les États-Unis et la Chine s'élevait à environ 580 milliards de dollars, dont environ 140 milliards de dollars pour les exportations et environ 439 milliards de dollars pour les importations de marchandises. Par rapport à l'année précédente, les importations en provenance de Chine ont augmenté d'environ 11 milliards de dollars. En revanche, les exportations n'ont que légèrement diminué. Dans l'ensemble, les exportations américaines vers la Chine ne représentent toutefois pas plus de 0,15% du PIB américain. Et inversement, les exportations chinoises représentent également une part relativement faible du PIB chinois, à savoir 0,7%. On peut en conclure que les droits de douane américains sur les importations chinoises et vice versa n'apporteront ni ne causeront beaucoup de tort aux deux pays. La rhétorique sera donc plus importante que l'effet.

Dépendance à l'égard des exportations sino-américaines
En % du PIB, moyennes mobiles sur quatre trimestres



Source: ISEC Datastream, BCVS

L'inflation des loyers reste un facteur clé, mais devrait se modérer

L'OER, Owner Equivalent Rent, est une mesure qui estime le montant du loyer qu'un propriétaire devrait payer s'il devait louer sa propre maison. Ce dernier a augmenté de 0,3% en janvier, en ligne avec le rythme de décembre, et de 4,4 % sur un an, soit la plus faible augmentation depuis janvier 2022. C'est un aspect très encourageant pour les perspectives d'inflation, car ce facteur représente près de 30% de l'infla-

tion. Un ralentissement durable contribuerait à atténuer les pressions sur les prix. Comme le calcul de l'IPC est en retard sur les mesures des loyers en temps réel, il faudra du temps pour que cette désinflation se reflète pleinement dans les données officielles. Mais la croissance des loyers qui se modère devrait progressivement faire baisser l'inflation globale dans les mois à venir.

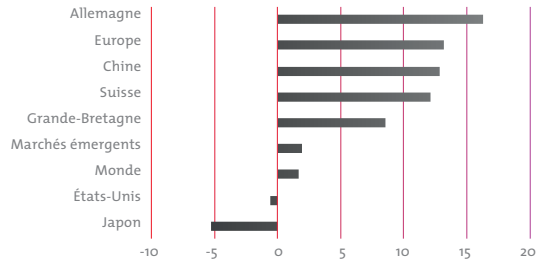
Quelle a été l'évolution des marchés financiers ?

Les actions chinoises sont en tête, les actions japonaises et européennes restent bon marché et la paix possible en Ukraine fait déjà augmenter les coûts d'emprunt des États européens.

4 Les actions chinoises se démarquent depuis les annonces de la société DeepSeek

Longtemps discrètes, les actions chinoises reviennent sur le devant de la scène après l'annonce de la société DeepSeek, qui a présenté son modèle innovant et bon marché d'intelligence artificielle. Portées par les actions technologiques, les actions chinoises se hissent sur le podium du classement des performances par marché. En Allemagne, le Dax se place en tête, suite aux rumeurs de plans de relance. Les rumeurs de fin de guerre en Ukraine et des perspectives économiques meilleures soutiennent les cours sur le Vieux Continent. Avec une hausse de plus de 10%, le Swiss Market Index a également réalisé une très bonne performance. A noter que le mois de janvier a été le meilleur mois de janvier jamais enregistré depuis la création de l'indice SMI en 1989. Le retour en force du géant de l'agroalimentaire Nestlé, après de bons résultats et une augmentation du dividende, a été un facteur important de cette bonne performance. Après une année 2024 exceptionnelle pour les actions US, le S&P 500 n'a pas réussi à suivre le rythme de l'indice boursier mondial et affiche même un léger recul. Au Japon, le Nikkei 225 prend également du retard.

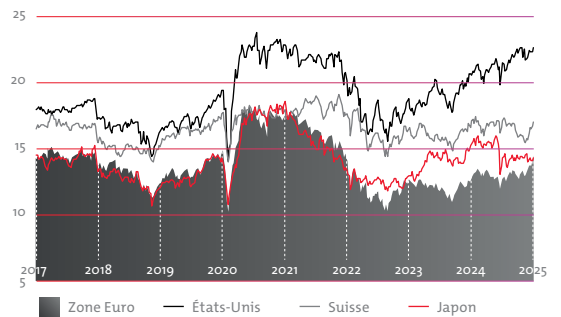
Le marché boursier chinois garde la cadence Rendement des actions depuis le début de l'année, en %



Aperçu des évaluations boursières: ce qui est cher le devient encore plus?

La surperformance persistante des actions américaines, et en particulier la performance exceptionnelle des «Mag 7» (les 7 plus grandes entreprises), amène les investisseurs à se demander si l'apogée a été atteinte. Deux questions reviennent souvent. Premièrement, que penser des attentes élevées qui sont intégrées dans le prix des actions américaines en général et des «Mag 7» en particulier? Et deuxièmement, que penser de la forte concentration du S&P 500 (actuellement, un tiers du S&P 500 est représenté dans les «Mag 7»)? Il faut bien comprendre que la forte surperformance des actions américaines a entraîné des ratios cours / bénéfice élevés. Ainsi, le marché boursier américain se négocie actuellement à environ 22 fois les bénéfices, ce qui est bien supérieur à la moyenne à long terme. Le Japon et l'Europe affichent un ratio cours / bénéfice de 14, et la Suisse de 16. La situation se tend donc sur le marché boursier américain, mais la forte croissance des bénéfices des «Mag 7», qui devrait contribuer à des rendements attractifs sans nouvelle augmentation du ratio cours / bénéfice, reste inchangée.

Aperçu de l'évaluation des différents marchés boursiers Ratio cours/bénéfice (P/E estimé à 12 mois)

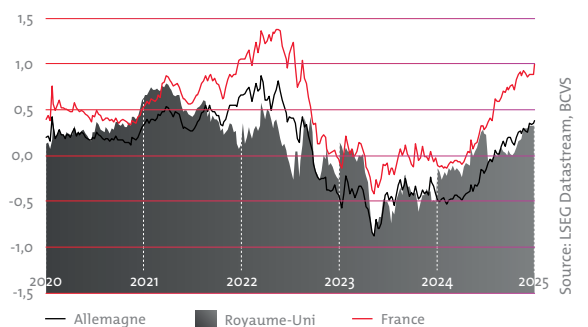


«DeepSeek, qui a présenté un modèle innovant et bon marché d'intelligence artificielle, redonne du plomb aux actions chinoises.»

Les rendements des emprunts d'État augmentent en Europe

Les courbes de rendement (la différence entre les taux à 10 ans et à 2 ans) souveraines sont à leur plus haut niveau depuis plus de deux ans. Les coûts d'emprunt à long terme ont par ailleurs augmenté plus rapidement que les rendements à court terme. Ces tendances sur les taux en Allemagne et au Royaume-Uni sont à mettre sur le compte des hausses attendues des émissions d'obligations d'État. Les augmentations des dépenses de défense ont été le dernier catalyseur, le président américain Donald Trump ayant fait pression pour mettre fin à la guerre en Ukraine et avertissant la région qu'elle n'avait pas payé assez cher pour sa sécurité. Cependant, les risques d'inflation et l'incertitude croissante concernant la politique étrangère de la nouvelle administration américaine ont contribué à une augmentation des coûts d'emprunt à long terme. Le rendement des obligations allemandes à dix ans a progressé pour atteindre jusqu'à 2,5%, alors qu'il était légèrement supérieur à 2% début décembre. L'écart par rapport aux rendements à deux ans a atteint près de 0,4%, soit l'écart le plus important depuis fin 2022. Au thème de la défense se sont ajoutées les rumeurs de plan de relance et d'assouplissement du frein à l'endettement.

Les coûts du crédit augmentent pour les pays européens Différence de rendement entre les emprunts d'État à dix ans et à deux ans, en %

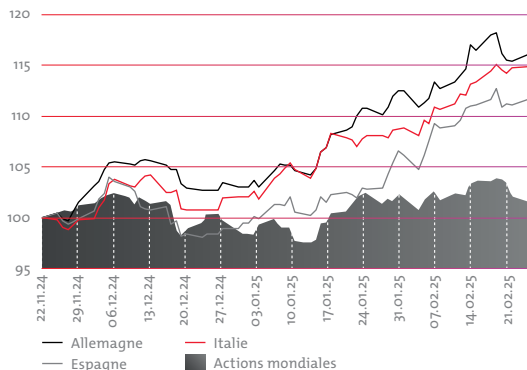


Coup d'œil sur les classes d'actifs

La forte hausse des marchés boursiers européens en ce début d'année repose sur de nombreuses attentes qui doivent encore se réaliser. L'or continue de monter en flèche.

Les actions européennes ont fortement augmenté à court terme

Évolution des trois derniers mois, base 100

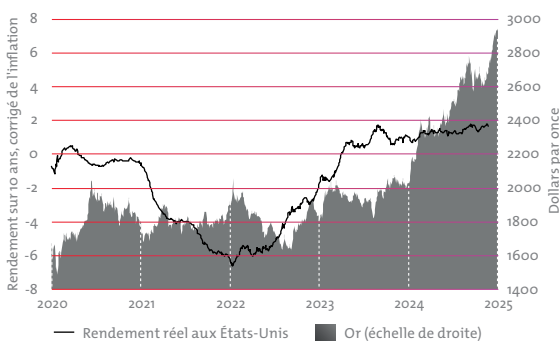


Les actions européennes sont de nouveau à la mode

Les actions européennes ont connu un début d'année fulgurant. À la fin de l'année dernière, la plupart des investisseurs professionnels étaient encore plutôt réticents à l'égard des actions européennes. Leur récente hausse est due à plusieurs facteurs, notamment à une évaluation historiquement faible par rapport à leurs homologues américaines, à la perspective d'un accord de paix en Ukraine et donc d'un gaz à nouveau moins cher, ainsi qu'à l'anticipation d'une politique budgétaire plus souple en Europe, en particulier en Allemagne. Structurellement, le Vieux Continent continue de faire face aux mêmes défis. Le vieillissement de la population, les coûts élevés de la main-d'œuvre et de l'énergie, la stagnation de la productivité et un écosystème technologique relativement peu innovant restent des facteurs qui pèsent sur la croissance économique. Dans ce contexte, il est difficile d'imaginer que les actions européennes soient surpondérées de manière durable par les investisseurs. Notre préférence structurelle reste toutefois pour le marché boursier américain, car les données fondamentales et en particulier la croissance des bénéfices des entreprises semblent plus attractives. L'Europe peut sembler davantage, mais le continent doit encore apporter de nombreuses réponses aux attentes désormais plus élevées des marchés financiers.

L'or réalise de nouveaux plus hauts historiques

Évolution de l'or et des rendements réels aux États-Unis



La tendance à la hausse de l'or devrait se poursuivre

L'or a augmenté de plus de 10% depuis le début de l'année et atteint de nouveaux sommets début février. Actuellement, plusieurs raisons plaident en faveur d'une poursuite de la tendance favorable du métal précieux. Tout d'abord, il existe de nouvelles preuves que la demande des banques centrales a été plus forte que prévu. Les achats des banques centrales pour 2024 ont atteint 1 045 tonnes, ce qui correspond au niveau annuel des deux dernières années et au double de la moyenne annuelle entre 2011 et 2021. Deuxièmement, l'incertitude géopolitique devrait continuer à soutenir l'attrait de l'or. En particulier, il faudra peut-être un certain temps avant que les investisseurs puissent évaluer l'évolution des droits de douane américains. La politique étrangère erratique du nouveau président américain (par exemple, l'approche du conflit en Ukraine ou les déclarations sur la bande de Gaza) rappelle que les priorités de la nouvelle administration en matière de relations internationales sont difficiles à prévoir. Enfin, bien qu'il soit peu probable que la Fed baisse les taux d'intérêt dans les mois à venir, nous nous attendons néanmoins à un nouvel assouplissement dans la deuxième partie de l'année. Cette baisse des taux d'intérêt américains réduit le coût d'opportunité de la détention d'actifs à rendement nul tels que l'or, ce qui devrait continuer à soutenir le prix de l'or.

Après plus de 10 ans de surperformance, personne n'est là pour détrôner l'exceptionnalisme américain

Depuis la grande crise financière de 2008, le meilleur marché des actions est celui des États-Unis avec près de 500% de performance, contre 150% pour la Suisse ou l'Europe. Cette tendance a donné naissance au terme suivant: l'exceptionnalisme boursier américain. L'économie américaine s'est montrée plus dynamique que l'Europe ces dernières années, ce qui s'est concrétisé par de meilleurs bénéfices pour les entreprises US comparé aux européennes. De plus, le marché américain est composé de mastodontes actifs dans la technologie.

Ces entreprises ont bénéficié d'économies d'échelles et de perspectives extrêmement positives. Finalement en Europe, les défis ne manquent pas. En dehors du vieillissement de la population, du manque d'innovation et de la forte réglementation, Mario Draghi a identifié un nouveau facteur pénalisant: les barrières entre les pays à l'intérieur de l'Europe. Selon le FMI, ces barrières correspondraient à 45% de taxes pour le secteur manufacturier, voire 110% pour le secteur des services.

Positionnement et changements

6



← → Changements indiqués par la flèche rouge.

Commentaires sur les décisions de placement

Les premières annonces de taxes d'importation ont ramené de la volatilité sur les marchés en début février. Fondamentalement, nous restons constructifs sur l'économie et les actions.



7

Ne pas surréagir aux annonces de Donald Trump

Au début du mois de février, Donald Trump instaure des taxes d'importation à l'encontre du Canada, du Mexique et de la Chine. Les marchés ont réagi immédiatement à la baisse. Le président a alors rapidement entamé des négociations et les marchés sont remontés. Cet élément confirme la sensibilité de Donald Trump aux marchés financiers. Le contexte politique restera probablement marqué par des annonces, et la volatilité pourrait perdurer. Cependant, l'épisode du début février nous conforte dans l'idée de ne pas surréagir à court terme aux annonces de Washington. Et la prochaine, qui devrait toucher l'Europe, devrait suivre un schéma similaire, c'est-à-dire de la pression sur le court terme, avant de voir les bourses remonter.

Une baisse de l'inflation plus importante?

Ce scénario remettrait en marche les réductions de taux de la Réserve fédérale américaine

En dehors de Donald Trump, le marché du travail continue de montrer des signaux de détente sains. Le nombre de postes ouverts aux États-Unis sur le marché du travail a fortement baissé. Si cette tendance se poursuit, il n'est pas illusoire d'imaginer les pressions inflationnistes diminuer encore. Et l'effet loyer devrait également se dissiper ces prochains trimestres dans l'inflation. Ce scénario pousserait probablement la Fed à baisser ses taux au-delà des deux réductions actuellement anticipées; les taux américains à 10 ans pourraient également suivre une tendance baissière. Par conséquent, avec de faibles risques de récession et ce scénario de baisse de l'inflation et des taux américains possible, nous restons surpondérés dans les actions.

Nous initions à nouveau une position dans les obligations «Cat Bonds» au détriment des liquidités. Ces obligations offrent une prime de rendement de 6% au-dessus des emprunts sans risque en dollar, un niveau intéressant.

« Cette année, il n'est pas à exclure que la Fed baisse plus de deux fois les taux, étant donné les diminutions possibles des pressions inflationnistes. »



Mathias Cotting, CFA
Économiste responsable



Andrin Albrecht
Économiste

Tableaux de performance

8

Actions	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2025 (%, en monnaie locale)	2025 (%, en CHF)
Monde	-0,6	1,9	1,0
Suisse	4,3	12,2	12,2
Zone Euro	6,2	12,6	13,0
États-Unis	-2,6	-0,4	-1,2

Obligations	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2025 (%, en monnaie locale)	2025 (%, en CHF)
Oblig. étatiques	0,9	1,3	1,4
Oblig. d'entreprises	3,3	4,2	3,3
Marchés émergents (USD)	2,2	4,0	3,1

Rendements	en %	Depuis 1 mois (chgmt. absolu)	2025 (changement absolu)
3 ans - Suisse	0,27	0,14	0,20
3 ans - Allemagne	2,03	-0,05	0,02
3 ans - USA	3,93	-0,31	-0,35
10 ans - Suisse	0,53	0,15	0,26
10 ans - Allemagne	2,49	0,03	0,13
10 ans - USA	4,16	-0,39	-0,42

Devises	Taux de change	Depuis 1 mois (en %)	2025 (en %)
EUR/CHF	0,942	0,2	0,4
USD/CHF	0,898	-1,5	-0,9

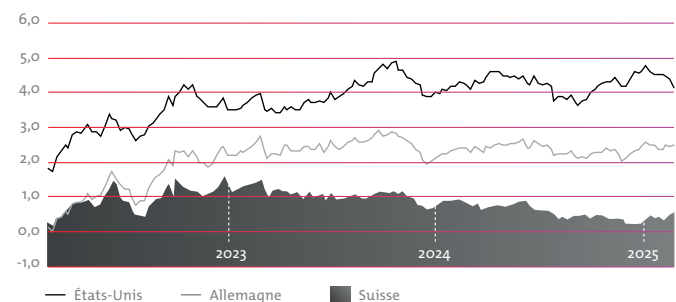
Alternatifs	Prix	Depuis 1 mois (en %)	2025 (en %)
Immobilier ind. Suisse	210	2,8	1,2
Or (USD/once)	2887	2,4	10,0
Pétrole (WTI, USD/baril)	69	-6,7	-5,3

Données au 03.03.25
Source: LSEG Datastream, BCVS

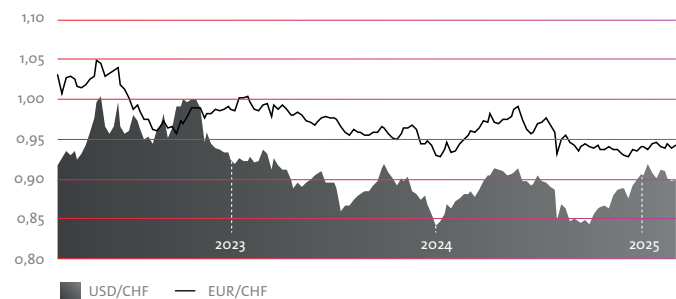
Suisse et Monde (Indice de prix)



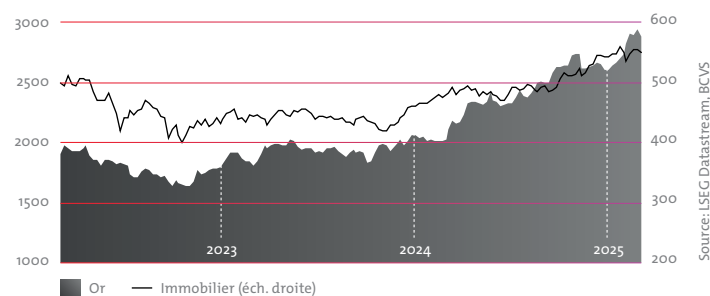
Rendements des emprunts étatiques 10 ans



Taux de change



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



Source: LSEG Datastream, BCVS