



Stratégie d'investissement

Janvier 2025



"THERE IS A BEAUTY THAT REMAINS WITH US AFTER WE'VE STOPPED LOOKING."

CORY RICHARDS,
PHOTOGRAPHER AND EXPLORER, WEARS THE
VACHERON CONSTANTIN OVERSEAS.


VACHERON CONSTANTIN | ONE OF
GENÈVE | NOT MANY.

CONTACT US +4122 580 1755

TABLE DES MATIÈRES

Introduction

4 Lettre aux investisseurs et climat des investissements

« Big picture »

5-6 Nos principales convictions

Scénario économique par région

8-10 Vue globale
11-15 États-Unis
16-19 Suisse
20-23 Zone Euro
24-26 Royaume-Uni
27-28 Japon
29-30 Chine
31-32 Émirats Arabes Unis
33-35 Marchés émergents

Perspectives et stratégies par classe d'actifs

38-40 Devises
41-43 Obligations internationales
44-45 Obligations suisses
46-48 Immobilier international
49 Immobilier suisse
50-52 Actions internationales - régions
53 Actions internationales - secteurs
54 Actions suisses
55 Actions suisses - secteurs
56-57 Matières premières
58 Alternatifs - Hedge funds & Private equity

Stratégie globale - Allocation d'actifs

60 Portefeuille CHF
61 Portefeuille EUR
62 Portefeuille USD

Thème d'investissement - Focus

64-66 Perspectives positives pour le pétrole et le secteur pétrolier en 2025

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Une fin d'année bouleversée par la prise en compte des risques du programme Trump
- La hausse annoncée des droits de douane est perçue comme fortement inflationniste
- La Réserve fédérale américaine suggère une pause du cycle d'assouplissement de taux
- Réaction brutale de 100 pdb sur les taux pénalise les marchés obligataires et l'immobilier
- Menaces croissantes sérieuses sur une économie américaine déjà en ralentissement
- La Fed ne devrait pas hésiter à baisser ses taux pour contrer l'inquiétude croissante

Le dernier trimestre de l'année 2024 a été marqué par les élections présidentielles américaines et par des changements importants de perception des risques politiques et économiques qui ont dépassé le seul territoire américain. Le retour à la maison blanche de Donald Trump en janvier 2025 a en effet provoqué des changements très importants dans l'appréciation des évolutions possibles en matières de croissance économique, de politiques fiscales, budgétaires et des risques inflationnistes liés notamment à sa volonté clairement affichée de relever les barrières douanières par des droits de douanes plus élevés applicables rapidement à la Chine, au Mexique et au Canada, trois pays représentant 45% des importations américaines. Les premières réactions visibles dans les marchés financiers ont tout d'abord été liées aux conséquences positives pour les actions américaines d'une diminution du taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés. Les prévisions de profits pour 2025 ont ainsi été soutenues par cette anticipation et ont permis aux marchés actions de poursuivre leur hausse des neuf premiers mois en rajoutant une progression toutefois réduite de +2.39% pour le S&P500 au 4ème trimestre lui permettant de terminer l'année sur un résultat de +25%. Dans le même temps, la crainte des effets inflationnistes dus à la hausse des tarifs douaniers a très rapidement affecté les anticipations de baisses de taux directeurs de la Fed, qui ont été brutalement réduites de six coupes attendues de 0.25% à seulement deux baisses avant juin 2025. Le président de la Fed n'a pas caché son inquiétude vis-à-vis des risques significatifs liés à l'application du programme de Trump en matière d'inflation, suggérant dès lors que la prudence et une pause étaient de mise avant de procéder à de nouvelles baisses de taux. La politique protectionniste de Trump, perçue comme inflationniste, a ainsi fait remonter les taux des Fed funds pour juin 2025 de 3.1% à 4.1% et les taux à dix ans du Trésor de 3.6% à 4.6% en quelques semaines. Les marchés obligataires américains ont chuté entraînant avec eux sans raisons d'autres marchés occidentaux en effaçant la performance positive de la première partie de l'année. Face à la hausse brutale des taux, les indices de l'immobilier titrisé n'ont pas résisté et chutaient également. Alors que la politique de Trump est souvent décrite comme « pro business », notamment en raison de la baisse des taux d'imposition des entreprises et de sa volonté de réduire les réglementations contraignantes, il n'est pas sûr désormais que sa mise en œuvre soit propice à la croissance américaine. Celle-ci avait déjà du résister à la plus forte remontée des taux de son histoire récente au cours des trois dernières années, avant que la Réserve fédérale ne décide que les risques de ralentissement conjoncturel surpassaient largement les risques d'un rebond de l'inflation, pour enfin débiter une phase d'assouplissement monétaire en septembre 2024. Elle jugeait alors les risques de ralentissement suffisamment importants pour abaisser nettement son taux directeur par 0.5%. Cette décision ouvrait ainsi la voie à un cycle positif de baisses de taux qui devait abaisser les taux directeurs de 5.5% à 3% en 2025, dans un contexte où l'inflation avait déjà chuté de +9.1% (juin 2022) à +2.4% (septembre 2024) et s'approchait de l'objectif de +2%. Les créations d'emplois étaient au plus bas des dernières années en septembre, comme l'était aussi le niveau de confiance des consommateurs. En début d'année 2025, les incertitudes sont nombreuses et menacent à nouveau l'équilibre des marchés financiers. La création du DOGE (Department

of Government Efficiency) fait craindre des secousses majeures pour l'économie américaine, alors que Elon Musk et Vivek Ramaswamy, qui en prendront la tête, annoncent des coupes budgétaires de 2 trillions de dollars en suggérant de réduire les agences fédérales de 400 à 100 et en licenciant jusqu'à 75% des employés fédéraux d'ici le 4 juillet 2026. Une diminution aussi drastique ne sera peut-être jamais réalisable mais la direction est clairement suggérée avec un impact potentiel positif à terme il est vrai sur le budget et sur la possibilité de voir la dette se réduire par rapport au PIB, mais aux conséquences dommageables sur l'emploi et la confiance. L'année 2024 s'est donc terminée sur des perspectives potentiellement inquiétantes de mise sur pieds rapide du programme de Trump, qui auraient donc logiquement des répercussions importantes sur la confiance des ménages, sur leur consommation et sur l'investissement des entreprises à court terme. Il nous semble dès lors que ce programme a d'autres implications qui devraient être considérées comme plus importantes sur le plan économique pour estimer l'évolution prochaine de la politique monétaire de la Fed que les seuls risques inflationnistes évoqués par J. Powell. Si les marchés considèrent maintenant que l'inflation importée sera suffisamment élevée pour que la Fed modifie sa politique et se retienne d'abaisser ses taux directeurs, la conséquence possible en matière de croissance pourrait être très dommageable. Car si l'économie montrait déjà des signes de faiblesse suffisants en septembre 2024 pour motiver la Fed de renverser sa politique monétaire, la perte de confiance des ménages face à ces incertitudes ne ferait que renforcer le fléchissement de la dynamique économique en cours en début 2025. La prévision de croissance pour le T4 de la Fed de New York a chuté de +3% à +1.8% et se situe au plus bas des dix-huit derniers mois. La hausse des taux hypothécaire au-dessus de 7% est déjà en train de mordre sur les demandes hypothécaires en baisse pour la quatrième semaine consécutive. Plus généralement, la hausse brutale des coûts de financement observée en décembre ne nous semble pas soutenable pour de nombreux agents économiques suggérant une hausse probable de défaut de paiements et de faillites. Après avoir probablement surestimé le risque inflationniste de la politique de Trump, les marchés financiers semblent sous estimer les risques pourtant croissants de fléchissement de l'activité aux Etats-Unis dès le 1er trimestre 2025. Alors que les risques inflationnistes pourraient intervenir au 2ème semestre, le niveau actuel trop élevé des taux menace la croissance dès à présent. La Fed réalisera peut-être à temps que les risques de récession augmentent et n'effectuera alors pas de pause dans le cycle engagé de baisses de taux. Nous sommes d'avis qu'elle ne devrait pas hésiter à abaisser ses taux le 29 janvier et le 19 mars contre toutes attentes, ce qui déclencherait de nouvelles baisses des taux longs et apporterait un peu plus de sérénité dans un environnement particulièrement incertain.



Alain Freymond
Associé & CEO
BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- La menace de l'inflation importée doit être raisonnée
- La Fed doit contrer la montée des incertitudes et les risques croissants de ralentissement
- La corrélation des marchés fonctionnera aussi lors du réajustement à la baisse des taux
- L'amélioration du climat des investissements dépendra des clarifications de Trump et d'une baisse des taux

La menace de l'inflation importée doit être raisonnée

Le programme politique et économique de Donald Trump n'est pas une réelle surprise en ce sens qu'il s'inscrit en grande partie dans la poursuite de l'action déjà déclarée pendant la campagne et en partie déjà mise en place lors de son premier mandat. Il aura pourtant fallu attendre l'approche des élections pour que soudainement refasse surface le spectre des effets inflationnistes de la politique protectionniste de Donald Trump. Pourtant, si aujourd'hui encore nul ne sait réellement comment le principe de taxer plus fortement les importations américaines sera appliqué, la perception générale dans les marchés est qu'un impact inflationniste sérieux en sera la conséquence. S'il est vrai que sur le principe, une hausse des droits de douane, toute chose étant égale par ailleurs, renchérit les coûts d'importations et potentiellement les coûts de production, puis les prix à la consommation, il est difficile d'en mesurer aujourd'hui l'impact probable. A ce jour, la feuille de route n'est pas connue, tant en ce qui concerne la liste finale des pays, des produits et l'ampleur des hausses concernées. Si l'analyse historique peut être un guide, rappelons que lors de son premier mandat, les hausses de tarifs décidées ont été progressivement introduites et n'ont pas concerné tous les pays et tous les produits, mais bien une sélection spécifique. Par ailleurs, l'indice CPI est en fait resté relativement stable centré autour de +2% entre 2017 et 2020 avant de chuter au début du Covid. Plus étonnant encore, l'indice des prix à l'importation déjà à +3% (YOY) en début 2017 a progressivement décliné pour passer en territoire négatif en 2019 avant le Covid et tomber à -7% en 2020. La croissance économique était alors positive en 2017 avant de chuter de +4.6% à +0.6% à la fin 2018 après l'introduction de tarifs plus élevés. Pendant la 1ère présidence Trump le dollar a de fait chuté dès la première année de -10% ce qui aurait dû contribuer à une hausse plus forte de l'inflation importée. La logique n'a donc pas été aussi simple en 2017 et 2018. Les taux longs avaient initialement baissé pour se poser sur le niveau de l'inflation annuelle entre 2% et 2.5%, avant de remonter à 3% et soutenir un dollar en perte de vitesse en 2017. Alors que faut-il penser de cette principale source d'incertitude constituée par l'anticipation d'un retour de l'inflation suffisamment important pour totalement remettre en question la politique d'assouplissement monétaire entrepris il y a tout juste trois mois par la Fed? Est-ce bien raisonnable et justifié de considérer que l'inflation importée pourrait provoquer de telles perturbations sur les prix que la Réserve fédérale doit mettre une pause à sa politique? Les marchés financiers ont décidé ces trois derniers mois de se faire peur en anticipant le pire peut-être pour l'inflation en oubliant de prendre en considération le fait que les taux actuels sont déjà bien plus élevés (200pdb) que l'inflation annuelle. Les importations américaines représentent 14% du PIB et si les trois principaux pays mentionnés (Chine, Mexique et Canada) en constitue près de la moitié, il est prématuré de considérer que toutes seront frappées de hausses. Finalement, il ne faut pas oublier qu'une hausse des prix importés peut également être compensée aussi bien par une appréciation du dollar que par une amélioration de la productivité des entreprises ou par une diminution de leurs marges. Par conséquent, nous estimons que les craintes actuelles, sans être totalement injustifiées, sont potentiellement excessives, alors que la période 2017-2018 qui pourrait être un proxy des deux prochaines années, ne montre pas une hausse massive de l'inflation importée et des prix à la consommation justifiant une hausse des taux massive. Les craintes inflationniste nous semblent excessives et devront être raisonnées.

La Fed doit contrer la montée des incertitudes et les risques croissants de ralentissement

La banque centrale américaine s'était engagée dans un nouveau programme de détente des taux en abaissant pour la première fois depuis 2022 ses taux directeurs en septembre 2024. Elle s'était engagée dans cette voie relativement tardivement en comparaison internationale en repoussant encore sa décision lors de sa réunion de juin 2024 pour finalement agir par une baisse plus nette de 50 pdb en septembre. Elle était alors convaincue sans doute que l'inflation avait suffisamment baissé pour relâcher un peu la bride de sa politique du côté des taux directeurs tout en poursuivant sa politique de réduction de la taille de son bilan. Au cours des derniers mois, elle avait d'ailleurs sans doute contribué indirectement aux tensions dans le marché obligataires gouvernementaux en ne renouvelant pas des positions détenues en obligations du Trésor arrivant à échéance et en retirant parfois plus de 100 Mrds. de liquidités par mois. Son programme de « Quantitative Tightening » lui a ainsi permis en deux ans de réduire son bilan de 25% et de retrouver le niveau de avril 2020.

Pourtant en quelques semaines, la Réserve fédérale a sensiblement modifié son appréciation de l'évolution potentielle de l'économie américaine face aux déclarations nombreuses de politique de Trump et de son entourage, notamment en matière de droits de douane et de risques de reprise de l'inflation. En relevant que les incertitudes étaient élevées et que cela suffisait à justifier une approche prudente en matière de baisse de taux, la Fed a certainement encouragé les marchés financiers à considérer qu'elle ferait une pause dans sa stratégie de baisse de taux. Il n'en a pas fallu plus pour que les anticipations s'ajustent en effaçant quatre baisses de programme attendu.

Nous estimons que le rebond de 100 pdb des Fed Funds est certainement très excessif et n'est pas basée sur des fondamentaux solides, il en va d'ailleurs de même de la hausse des taux longs. La Fed devrait rapidement se rendre compte que les anticipations des marchés des dernières semaines sont en train de peser sur la confiance des ménages et des entreprises. Après une courte phase d'euphorie post électorale, on observe clairement une montée des incertitudes et des réactions déjà négatives des agents économiques face à la montée des taux. La Réserve fédérale devrait observer ces facteurs et peut-être réaliser que les risques d'inflation importée ne sont pas si élevés. En adoptant une position de prudence elle laisse pourtant se développer un sentiment d'incertitude qui pourrait bien impacter plus négativement la consommation dès le début de l'année qu'escompté.

La banque centrale s'est placée dans une position difficile en voulant s'assurer une marge de manœuvre suffisante face aux risques posés par les politiques de Trump. Elle a de facto provoqué un changement excessif des attentes des marchés, qui mettent désormais encore plus concrètement en danger le chemin de croissance de l'économie. Les risques de ralentissement ont fortement augmenté selon nous et doivent être rapidement contenus par des prises de positions plus engagées de la Fed. Nous estimons que la voie de sortie possible pour cette dernière serait déjà d'annoncer la fin de son QT lors de son prochain meeting du 29 janvier.

La corrélation des marchés fonctionnera aussi lors du réajustement à la baisse des taux

La corrélation des marchés obligataires occidentaux s'est, comme souvent, avérée très élevée au cours des derniers mois avec des hausses de taux longs gouvernementaux très similaires entre divers marchés aux conditions macroéconomiques pourtant assez différentes. Aux Etats-Unis l'inflation restait relativement stable entre +2.4% et +2.7% alors que les taux du Trésor US bondissaient de 100 pdb sur la crainte des effets inflationnistes induits par la politique de droits de douanes plus agressive. Au Royaume-Uni, les taux à dix ans du gouvernement britannique suivaient le même chemin en passant de 3.8% à 4.8%. Les rendements gouvernementaux canadiens (+50pdb à 3.35%) et australiens (+70 pdb à 4.5%) remontaient aussi dans une moindre mesure, tandis qu'en Europe les taux rebondissaient un peu partout de la même amplitude. On observait ainsi une hausse rapide d'environ 55 pdb qui poussait les taux gouvernementaux en Allemagne à 2.55%, en France à 3.35% et à 3.65% en Italie par exemple. Pourtant le contexte macroéconomique semblait assez différent dans ces divers pays, notamment sur le front de l'inflation qui devrait logiquement constituer le principal paramètre d'ajustement des taux d'intérêt. En effet, pendant cette période, le CPI australien ne rebondissait que de 0.2% tout en restant à 2.3% très proche de l'objectif de banque centrale. Au Canada, le rebond de +1.6% à +1.9% n'était que de +0.3%, et le niveau du CPI se stabilisait pourtant bien en dessous de +2%. En zone euro, l'inflation française remontait très légèrement de +1% à +1.3% tout en restant extrêmement faible. La hausse observée en Italie était certes plus forte, mais avec un CPI annuel de +1.4% l'inflation italienne est toujours clairement sous contrôle. Reste la situation en Allemagne qui semblait plus problématique avec une progression plus sensible de +1.7% à +2.6% mais dans l'ensemble de la zone euro, l'agrégat de l'inflation est repassé au-dessus de l'objectif de +2% pour s'afficher à +2.4% en fin d'année. Le cas du Royaume-Uni est similaire sur le plan de l'inflation qui termine l'année en reprise à +2.6%.

On observe donc globalement que les taux d'intérêt dans la plupart des pays ont subi des ajustements supérieurs à ce qui aurait été justifié par l'évolution récente des prix en fin d'année dans leurs pays respectifs. L'influence de la dynamique des taux américains a ainsi été déterminante dans l'ajustement des anticipations des investisseurs et a exacerbé les tensions dans les autres pays. La corrélation des marchés de taux n'est pas un phénomène nouveau même si elle conduit à des déconnexions temporaires entre la réalité conjoncturelle spécifique de certains pays et leurs niveaux de taux d'intérêt.

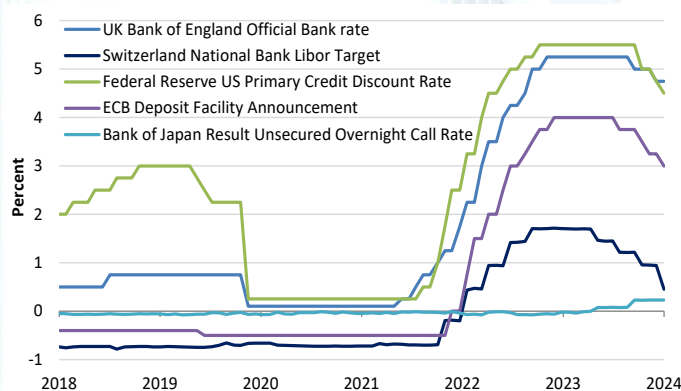
Au cours des prochains mois, nous estimons que l'inflation devrait à nouveau s'améliorer dans la grande majorité de ces pays et soutenir un ajustement des rendements à la baisse. Dans le cas des Etats-Unis, ce n'était selon nous pas le rebond de +0.3% de l'inflation qui provoquait la hausse de 100 pdb des taux longs mais bien plus l'anticipation des effets inflationnistes potentiels de la hausse des tarifs douaniers. Les prochains mois devraient permettre une nouvelle estimation de ces risques et réduire les craintes et anticipations excessives actuelles. Dans ce contexte, les taux à dix ans américains devraient à nouveau baisser et entraîner avec eux de nouveaux ajustements dans les autres marchés obligataires.

Une amélioration du climat des investissements dépendra des clarifications politiques de Trump et d'une détente des taux

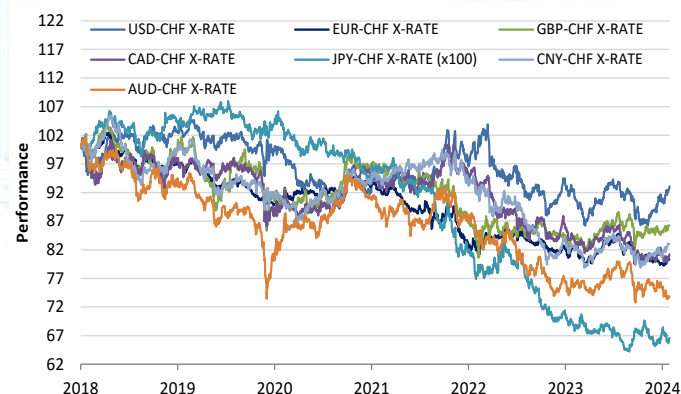
La dégradation du climat des investissements en fin d'année 2024 est selon nous exclusivement la résultante de la forte progression des incertitudes induites par les prises de positions du futur président des Etats-Unis avant son investiture. Donald Trump n'a en effet pas attendu le 20 janvier 2025 pour annoncer presque chaque jour de nouveaux projets politiques aux accents souvent extrémistes, dont les derniers en date ont déjà provoqué des réactions vives du Canada, du Danemark et du Panama qui n'ont pas l'intention de se laisser annexer sous diverses pressions économiques ou militaires. Ses prises de positions très médiatisées surprennent à chaque fois les observateurs qui ont évidemment de la peine à déterminer leur réalité concrète et leurs effets possibles. C'est dans un tel contexte très incertain en l'absence d'élément concret permettant d'évaluer plus précisément les effets d'une hausse de taxes douanières que les taux se sont tendus de manière excessive au 4ème trimestre et ont pénalisé la plupart des actifs financiers en fin d'année.

L'investiture de Trump devrait apporter les premières clarifications des intentions politiques et des éléments plus concrets permettant d'évaluer plus précisément leurs impacts sur l'économie, l'inflation, le pouvoir d'achat et la confiance des agents économiques. Nous estimons que les prochaines semaines devraient déjà donner l'occasion d'évaluer un peu mieux les réels risques inflationnistes et les risques de ralentissement de la dynamique économique. Une amélioration du climat des investissements passera nécessairement par une vision plus claire de la dualité de ces facteurs. En considérant que les effets inflationnistes immédiats sont aujourd'hui surestimés par les marchés et que les risques de ralentissement sont sous estimés, le prochain réajustement des anticipations devrait avoir un impact positif sur les taux d'intérêt. La Réserve fédérale américaine devrait annoncer la fin de son QT et poursuivre son programme de baisses de taux pour contrer les risques de ralentissement économique avant que la confiance des consommateurs ne s'effondre et ne plonge l'économie en récession. Un environnement de taux rapidement plus favorable aurait directement des conséquences positives pour les marchés obligataires et indirectement pour les autres classes d'actifs.

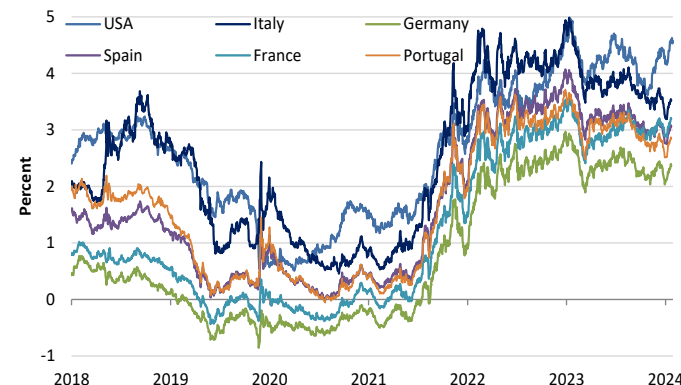
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



7 principales devises contre CHF (base 100)



Taux gouvernementaux à 10 ans



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- La croissance mondiale est menacée par la hausse des taux
- Bon début d'année 2025 pour la croissance américaine (T1 +2.2%)
- Un début d'année 2025 soutenue par les exportations en Europe
- Légère accélération de la dynamique suisse en 2025 à +1.6%
- Chemin de croissance modéré pour l'économie britannique
- Une reprise des exportations japonaises peut soutenir le PIB



La croissance mondiale est menacée par la hausse des taux

Le dernier trimestre 2024 a été le théâtre de nombreuses surprises très souvent liée à l'élection présidentielle américaine et au retour au premier plan de Donald Trump. Au cours des trois derniers mois, ce dernier a très largement occupé la scène médiatique internationale en annonçant des mesures politiques souvent extrêmes et difficiles à appréhender pour la plupart des observateurs et investisseurs. La volonté affichée de faire pression sur un certain nombre de partenaires économiques comme la Chine, le Canada, le Mexique et bien d'autres pour améliorer la balance commerciale américaine par une hausse des droits de douane s'est avérée particulièrement inquiétante à plusieurs égards. Elle a clairement posé des questions sur l'avenir du commerce mondial en cas de trop fortes hausses de taxes d'importation mais elle a surtout inquiété par les impacts inflationnistes potentiels pour l'économie américaine. La hausse des taux qui a résulté de l'émergence de ces inquiétudes a déjà affecté le climat des investissements et pénalisé les marchés obligataires et l'immobilier. Cette hausse de taux américains s'est transmise à d'autres pays industrialisés et menace désormais la croissance dans ces pays.

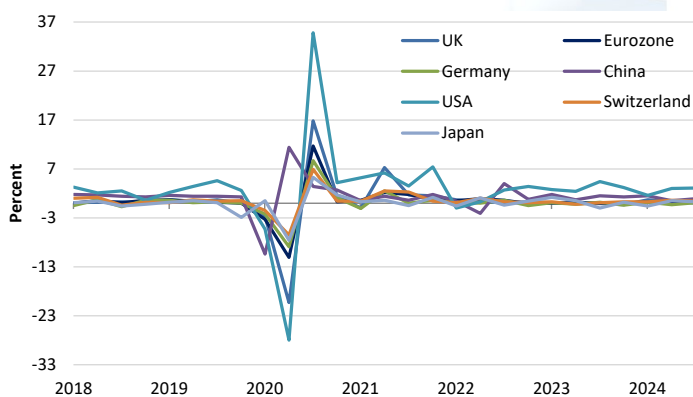
Nous estimons toutefois que les prochains mois permettront de clarifier les risques inflationnistes et que la politique monétaire de la Fed sera suffisamment visionnaire pour contrer à temps les risques de ralentissement conjoncturel aux Etats-Unis. Dans ce contexte attendu de fléchissement des taux au 1er trimestre, les perspectives de croissance pour 2025 devraient pouvoir être maintenues. Nous estimons que la première partie de l'année devrait aussi profiter d'une hausse des importations américaines en anticipations des hausses probables de taxes douanières. Les principaux partenaires économiques des Etats-Unis devraient bénéficier de cette demande anticipée et renforcer ainsi leurs perspectives pour le 1er semestre.

Globalement, nous maintenons nos perspectives de croissance pour l'économie mondiale en 2025 de +4%, notamment soutenue par une relance conjoncturelle probable en Chine.

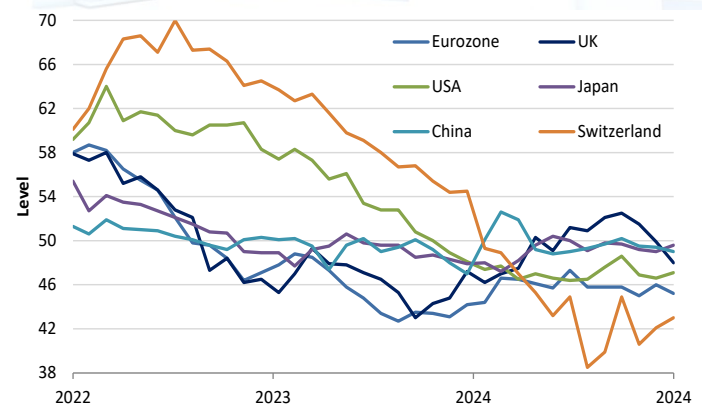
Bon début d'année 2025 pour la croissance américaine (T1 +2.2%)

Notons tout d'abord qu'au cours des derniers jours de 2024, les statistiques publiées et les indicateurs à haute fréquence ont sensiblement agité sur les prévisions de certains modèles et notamment de celui de la Fed d'Atlanta qui a plongé de +3.3% à +2.5% en fin d'année. La confiance des consommateurs s'est également dégradée en décembre après le changement d'anticipation de baisses de taux pour 2025. Alors que les données concernant les commandes de biens durables déclinaient de -1.1%, les anticipations de nouveaux investissements et de nouvelles dépenses de CAPEX progressaient avec les attentes plus optimistes d'une accélération de la dynamique avec la nouvelle administration Trump. Les entreprises sont sans doute plus enclines à procéder à de nouveaux investissements dans un contexte apparaissant comme moins incertain désormais. Mais la perspective d'augmentation des taxes d'importation va certainement jouer un rôle important au cours des mois à venir sur la conjoncture américaine. La progression visible des nouvelles commandes des entreprises notamment en anticipations de coûts d'importations plus élevés devrait aussi être observée du côté de la consommation des ménages. Une consommation anticipée devrait renforcer les statistiques au premier trimestre 2025 et soutenir une relance de la croissance même en cas d'éventuel tassement de conjoncture au Q4 2024. La confiance des ménages a plongé en décembre pour la première fois depuis trois mois et se situe au plus bas depuis juin. Les inquiétudes se sont cristallisées sur les craintes liées aux tarifs douaniers et aux politiques qui seront menées par l'administration Trump et sur la perspective croissante d'une diminution du pouvoir d'achat. Les incertitudes sont élevées en début d'année en l'absence d'une vision claire des politiques qui seront menées par la nouvelle administration dont certaines composantes pourraient affecter négativement les dépenses publiques, la consommation des ménages et les investissements des entreprises. Nous estimons toutefois que le premier trimestre devrait être plutôt solide et bénéficier d'une demande anticipée accrue avant que les hausses de tarifs douaniers ne puissent entrer en vigueur. Après un T4 un peu plus faible, le T1 2025 devrait montrer une croissance du PIB annualisé de plus de +2.2%.

PIB trimestriels



PMI manufacturiers



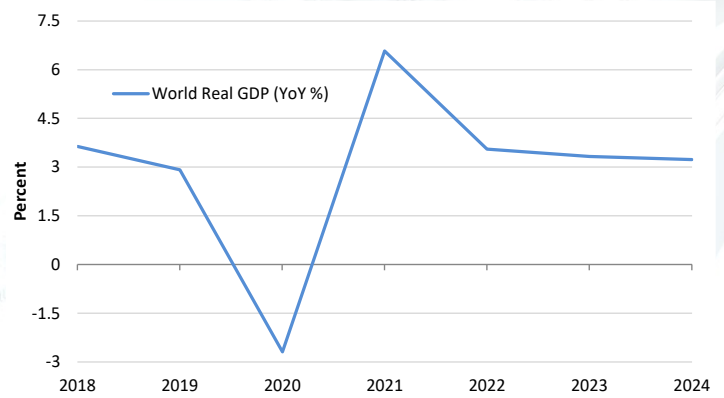
Un début d'année 2025 soutenue par les exportations en Europe

La plupart des économistes restent particulièrement prudents en ce qui concerne l'évolution du PIB en fin 2024 et début 2025, attendus à tout juste +0.2%. Les risques de récession en zone euro sont quant à eux encore estimés à 30% au cours des douze prochains mois, pour un consensus de progression du PIB d'à peine +1% pour 2025. Pourtant, nous estimons que la BCE, qui a abaissé ses taux directeurs de 0.25% pour la quatrième fois depuis le mois de mai de 4% à seulement 3% désormais, devrait encore réduire ses taux directeurs jusqu'à 2%, dans une suite de baisses à venir au cours des prochains trimestres en 2025. Les risques d'introduction de tarifs douaniers supérieurs à ceux existants à ce jour sont réels et pèseront certainement sur les exportations européennes en direction des Etats-Unis, bien qu'il soit encore particulièrement difficile d'en mesurer les effets réels et le « timing » pour l'instant. Nous estimons qu'avant de voir les effets négatifs d'une hausse des tarifs douaniers, la zone euro devrait plutôt profiter d'une forte progression des commandes de précaution en anticipation de ces hausses de coûts d'importations. L'économie européenne devrait donc voir une probable reprise des exportations au 1er trimestre 2025 en direction des Etats-Unis. La contraction du surplus commercial global de 12.6 à 6.1 Mrds. d'euros devrait faire place à une hausse en début d'année 2025. La situation politique en France et en Allemagne ne semble pas affecter à court terme le sentiment général des ménages, probablement plus concernés par les effets directs de la progression du pouvoir d'achat induit par le différentiel positif entre la hausse des revenus et l'inflation. Par ailleurs, depuis le changement de politique monétaire en juin, les ménages ont pu observer la chute de 100 pnb des taux directeurs et une baisse des coûts de financement qui s'est progressivement mise en place à l'image des taux à dix ans du Bund en baisse de 70 pnb entre la fin mai et la fin novembre. Malgré un rebond des taux temporaire en décembre, notre scénario central privilégie une poursuite de la tendance actuelle sans accélération au cours des prochains mois. Sur un an, le PIB réel de la zone euro pourrait donc s'afficher à +1.1% en 2024 et +1.3% en 2025, déjà soutenue par un premier trimestre qui devrait surprendre à la hausse par la combinaison d'exportations en hausses et d'une consommation intérieure toujours dynamique.

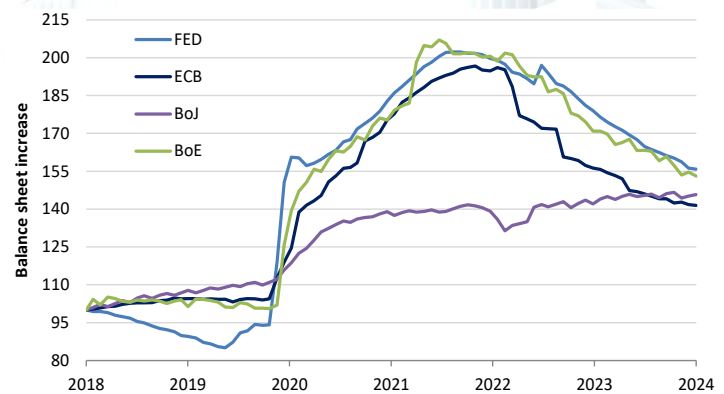
Légère accélération de la dynamique suisse en 2025 à +1.6%

La demande intérieure devrait rester relativement modérée au 4ème trimestre avec une faible progression de la création de valeur dans le secteur des services. Dans l'hôtellerie-restauration, la création de valeur devrait très légèrement progresser, comme dans les domaines de la santé, du social, des services aux entreprises et de l'administration publique. Les services financiers, le commerce de détail et le commerce dans son ensemble pourraient encore enregistrer une poursuite du fléchissement à un rythme modéré. La récente faiblesse d'environ 5% du franc depuis la fin septembre pourrait suffire à relancer un peu le commerce extérieur en fin d'année. Celui-ci pourrait alors soutenir à la marge la croissance du PIB au 4ème trimestre. Il en faudra certainement un peu plus pour que la faiblesse du franc améliore la compétitivité des produits suisses et apporte aussi un peu de marge de manœuvre aux sociétés exportatrices helvétiques. La politique menée par la BNS est en ce sens plutôt positive car elle devrait permettre au franc de s'affaiblir en début 2025. L'économie suisse pourrait dès lors profiter en début d'année d'une hausse de la compétitivité des produits exportés et bénéficier également de la demande anticipée des Etats-Unis pour des produits suisses avant l'introduction de tarifs douaniers. Un environnement plus positif en Europe devrait aussi soutenir les exportations vers nos principaux partenaires économiques européens. Sur le plan domestique, l'abaissement des taux d'intérêt a réduit les coûts de financement d'acquisition de biens durables et redonne aussi un élan au secteur immobilier. La construction devrait également en profiter, alors qu'un franc plus faible rendra aussi plus attrayant le tourisme en Suisse. Alors que le consensus prévoit plutôt une croissance faible en début d'année, ces facteurs devraient permettre au PIB de surprendre positivement les observateurs par une progression de +0.4% au premier trimestre et une hausse de +1.6% sur l'ensemble de l'année.

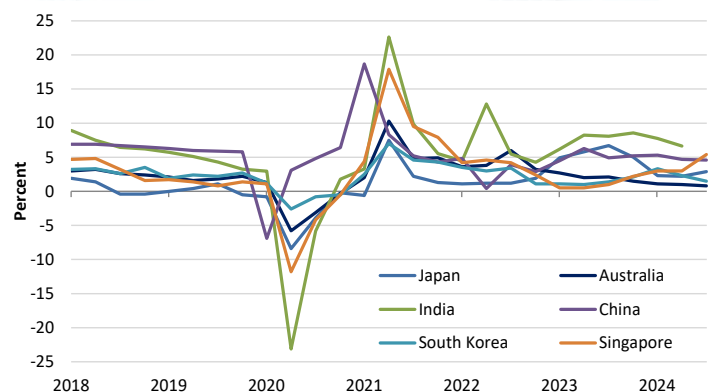
Croissance réelle de l'économie mondiale



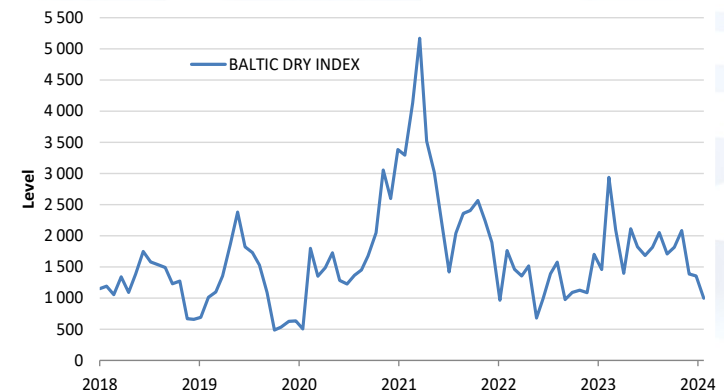
Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



Baltic Dry Index



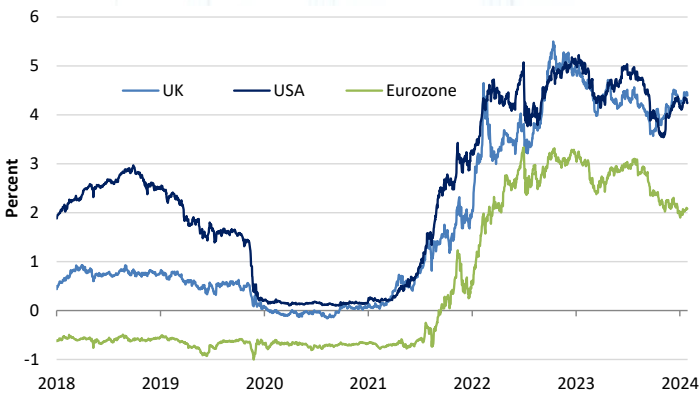
Chemin de croissance modéré pour l'économie britannique

La dynamique conjoncturelle devrait fléchir un peu en fin d'année 2024, mais la croissance du PIB attendue sur l'ensemble de l'année devrait finalement rester proche de notre objectif de +1% à +1.1% si le PIB enregistre une hausse de +0.2% à +0.3% au 4ème trimestre. Au premier trimestre 2025, nous attendons toujours de nouvelles baisses de taux directeurs de la banque centrale du Royaume-Uni, qui devrait ainsi permettre de contribuer à créer de meilleures conditions de financement pour les ménages et les entreprises, ainsi que sensiblement améliorer le sentiment des agents économiques. La BoE devrait, selon nous, abaisser ses taux directeurs de 4.75% actuellement à 4% au cours des prochains mois. D'ici la fin juin, nous estimons que de nouvelles baisses peuvent encore intervenir abaissant à 3.5% le niveau du taux directeur de la BoE. Le rebond des taux d'intérêt a également été brutal au Royaume-Uni au cours du 4ème trimestre, mais cet élément devrait être temporaire. Malgré une remontée récente de l'inflation sur un an à +2.6%, l'indice CPI suit une tendance modeste en rythme mensuel (+0.1%) qui laisse présager une stabilisation de l'inflation à un niveau proche de l'objectif de la BoE. Dès lors, on peut considérer que le niveau des taux reste très excessif en regard de l'inflation, justifiant l'anticipation de nouvelles baisses de taux à venir. La tendance générale d'un assouplissement de la politique de la BoE nous semble donc toujours valide et soutiendra un renforcement de la confiance des ménages et des indicateurs avancés. L'économie britannique ne profitera sans doute pas autant que d'autres économies plus tournées vers les exportations d'une demande américaine attendue plus solide au 1er trimestre et devra plutôt compter sur le renforcement de sa demande intérieure. Les consommateurs n'ont pas encore vraiment pu évaluer à quel point la chute de l'inflation et la baisse des taux allait prochainement renforcer leur pouvoir d'achat et leur perception de leur situation. Nous estimons que la confiance des ménages devrait donc encore progresser et soutenir une reprise de la consommation dans les prochains mois. En 2025, l'économie britannique devrait poursuivre un chemin de croissance modéré de +1.2% soutenu par la consommation et par une reprise des exportations.

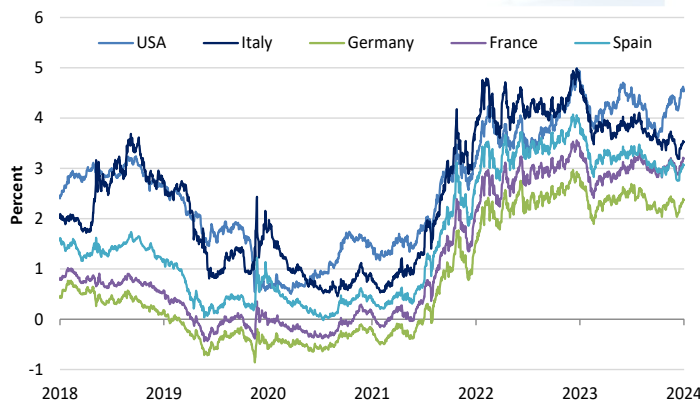
Une reprise des exportations japonaises peut soutenir le PIB

Malgré une consommation particulièrement résiliente, le PIB japonais reste plus que jamais trop dépendant d'une demande internationale, encore trop faible. Cela dit, les exportations japonaises ont surpris positivement récemment grâce à la faiblesse du yen ainsi qu'à une reprise de la demande chinoise et asiatique, malgré une baisse de la demande européenne et américaine. La hausse de +3.8% sur un an reste faible en comparaison récente, mais elle semble de bonne augure. Ce résultat relance les attentes d'un retour de la demande mondiale et notamment de la reprise en Chine. Les mesures de stimulation du gouvernement chinois ont en tout cas stoppé la dégradation de la situation en Chine. Le solde négatif de la balance commerciale s'est amélioré avec la Chine, l'Arabie Saoudite, l'Union européenne, les EAU et le Vietnam, tandis que l'excédent commercial se renforçait essentiellement en Asie. Nous restons relativement prudents en ce qui concerne les perspectives pour le dernier trimestre. Le Japon a encore besoin d'une reprise de la demande mondiale et notamment une relance économique de la Chine qui semble enfin montrer quelques nouveaux signes plus positifs tout en restant en attente de véritables indications d'une réelle relance. Il est aussi réjouissant de constater que la reprise des exportations s'était concrétisée malgré la relative vigueur du yen et qu'elle s'est ensuite poursuivie avec le nouveau déclin de la devise nipponne. Avant les résultats des élections américaines, nous n'envisageons pas de forte reprise potentielle de la demande internationale et de la consommation domestique à court terme au Japon. Mais le début 2025 pourrait déjà être renforcé par une évolution positive des exportations et de la demande intérieure. Le Japon devrait être un grand gagnant de la guerre des tarifs douaniers menée par l'administration Trump. Les exportateurs japonais pourront bénéficier d'un double avantage compétitif basé sur une devise faible et sur des prix de vente relatifs probablement pas affecté par une hausse des tarifs douaniers des Etats-Unis. Le PIB devrait alors progresser de +1.5% annualisé au T4 et poursuivre cette dynamique en 2025 pour enregistrer une hausse similaire de +1.5%.

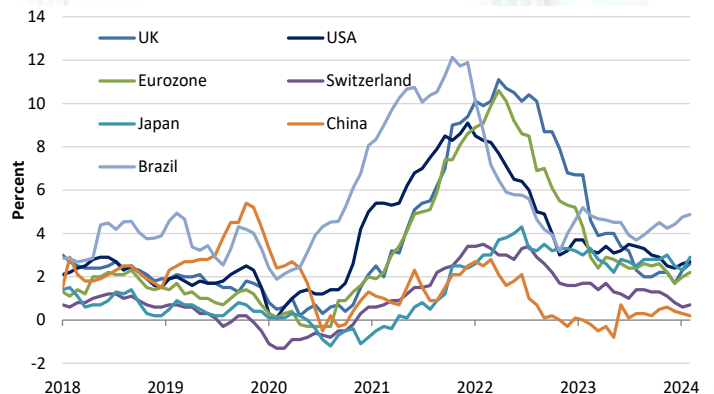
Taux gouvernementaux à 2 ans



Taux gouvernementaux à 10 ans



Inflation - Indices CPI



Inflation - Indices PPI

