



# Stratégie d'investissement

Avril 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  
31-33 Marchés émergents

## Perspectives et stratégies par classe d'actifs

37-39 Devises  
40-42 Obligations internationales  
43-44 Obligations suisses  
45-47 Immobilier international  
48 Immobilier suisse  
49-51 Actions internationales - régions  
52 Actions internationales - secteurs  
53 Actions suisses  
54 Actions suisses - secteurs  
55-56 Matières premières  
57 Alternatifs - Hedge funds & Private equity

## Stratégie globale - Allocation d'actifs

59 Portefeuille CHF  
60 Portefeuille EUR  
61 Portefeuille USD

## Thème d'investissement - Focus

63-65 Trump ravive les craintes d'un choc économique majeur aux conséquences mondiales

## INTRODUCTION

### Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- La politique de Trump inspirée du Projet 2025 et volontairement disruptive
- En quelques semaines Trump a sidéré le monde et créé un climat d'incertitude extrême
- Le retour du protectionnisme américain sonne le glas de la globalisation
- Effets désastreux à court terme pour l'économie américaine
- Les marchés financiers subissent le choc
- Perspectives négatives à court terme

L'année 2025 débutait sur des anticipations plutôt positives pour les marchés financiers basées sur des perspectives économiques favorables. Le sentiment des investisseurs restait constructif malgré la perception déjà assez largement partagée que le programme politique de Donald Trump aurait des effets potentiellement inflationnistes lorsqu'il sera mis en œuvre. Cet impact ne semblait pas devoir affecter le chemin de croissance de l'économie et les résultats des entreprises qui devaient par ailleurs profiter des baisses d'impôts annoncées dans le programme de Trump. Les rendements obligataires s'étaient ajustés à la hausse par anticipation et la Réserve fédérale annonçait une pause dans son cycle de normalisation à peine débuté en septembre. A peine vingt jours plus tard, l'arrivée à la maison blanche de Trump marquait le début du renversement total de perception de son action politique. En quelques jours, il est devenu de plus en plus clair que le Projet 2025 dont il avait affirmé ne rien savoir est apparu nettement comme la principale source d'inspiration de sa nouvelle politique. Une très forte proportion des décrets présidentiels signés a en effet été considéré par les observateurs experts comme des mesures prônées par ce projet préparé par la « Heritage Foundation ». Les nominations à des postes clés de contributeurs au Projet 2025 soulignent d'ailleurs les liens existants, notamment celle du conseiller au commerce du Président. Dès les premiers jours de présidence, le style de Trump 2.0 est immédiatement apparu comme beaucoup plus affirmé et disruptif que lors de sa première présidence. Désormais entouré de collaborateurs choisis avant tout pour leur loyauté, le style s'est immédiatement affirmé par un rythme effréné d'annonces de décisions très tranchées dont les fondements juridiques et légaux sont contestés. Le moins que l'on puisse dire c'est qu'en deux mois seulement, Trump a créé un climat d'incertitude et de sidération qui a largement dépassé les frontières américaines pour affecter le monde entier. Dans un style désormais totalement décomplexé, Trump s'attaque à tous les thèmes en président conscient de la position dominante des Etats-Unis et du pouvoir dont il dispose pour atteindre les buts qu'il poursuit. Sans aucune forme diplomatique, il énonce ses vérités, veut dicter sa volonté, conscient que sa position dominante peut lui permettre d'imposer sa volonté aux Etats faibles en tout cas. Face au Canada, au Mexique, à la Chine et peut-être l'Europe, il semble avoir trouvé des adversaires déjà un peu plus coriaces et prêts à lui résister. Mais malgré les résistances intérieures auxquelles il fait aussi face, le rythme soutenu de ses décisions politiques et leurs impacts prévisibles sur la stabilité politique et économique des Etats-Unis ont créé un niveau d'inquiétude et d'incertitude dans le pays qui n'a jamais été vu depuis longtemps. Le climat de confiance des consommateurs a plongé très rapidement, les investisseurs ont fini par s'inquiéter aussi de l'impact financier pour les entreprises du pays et les perspectives de croissance ont totalement changé. Après avoir espéré un retour à une dynamique positive du PIB estimée à plus de +3% en début d'année, la politique de Trump a renversé les anticipations qui s'inquiètent désormais des risques d'une récession de -3%. A l'étranger, la sidération domine aussi de constater la fin brutale et unilatérale des relations politiques, économiques et militaires fondées sur le respect mutuel et la collaboration entre pays alliés, parfois même traités plus durement que les « ennemis » des Etats-Unis.

Le dernier épisode de la saga sur les droits de douane marquera un changement historique dans les relations commerciales avec les Etats-Unis. L'annonce très médiatisée le 2 avril des taux de droits de douane applicable à chaque pays aura sidéré le monde par l'ampleur de taux et l'amateurisme qui transparait dans cette annonce. Au-delà des anecdotes choquantes de zones totalement inhabitées et taxées pourtant comme les îles Heard et McDonald la liste des droits de douane supposés frapper les exportations américaines est totalement infondée. L'exemple de la Suisse, dont Trump relevait qu'elle taxait à 61% les importations américaines, est frappant puisque le chiffre précis calculé par l'Office des douanes est de 0.1%. L'administration Trump choque ainsi le monde en n'hésitant pas à créer sa propre réalité alternative en définissant arbitrairement une nouvelle méthode fondée sur le ratio « déficit commercial/importations ». La guerre commerciale déclenchée aura des répercussions importantes et s'inscrit dans la volonté affichée de mettre fin à la globalisation en créant des conditions tellement prohibitives qu'il n'y aura pas d'autres solutions pour les entreprises voulant accéder au marché américain que d'y implanter des usines nouvelles. Le programme de Trump est sérieux sur ce point et semble prêt à sacrifier le court terme pour atteindre son objectif à terme. Les effets de la stratégie politique de Trump commencent à se faire sentir et devraient être très dommageables pour l'économie américaine dans un premier temps. Les consommateurs craignent maintenant les impacts inflationnistes sur la baisse de leur pouvoir d'achat et s'inquiètent des risques pour la pérennité de leur emploi. Les entreprises perdent en visibilité et s'inquiètent de la chute de leurs chiffres d'affaires et profits. Les risques de ralentissement sont élevés et les scénarios de récession ne peuvent être écartés dans ce contexte. L'économie américaine fera les frais de la politique actuelle et ne sera sans doute pas aisément sauvée par la Réserve fédérale qui fait face à un dilemme sérieux. Elle semble déjà avoir choisi de lutter contre les risques d'inflation plutôt que de prendre en considération le risque de récession. Les marchés financiers subissent le choc et réagissent plus fortement encore à la déclaration de guerre commerciale mondiale et aux effets catastrophiques à court terme sur les échanges commerciaux si les droits annoncés s'appliquent et si les autres pays réagissent par des mesures similaires. Les investisseurs qui pariaient sur les effets positifs de politiques pro-business de Trump réalisent depuis quelques semaines que son plan pour l'Amérique est particulièrement risqué et extrême. Nous estimons ces risques comme sérieux dont les effets sur les marchés financiers seront à court terme positifs pour les obligations mais négatifs pour les marchés d'actions. Le dollar n'a que peu de chances de sortir gagnant à court terme de cette confrontation mondiale. Nous maintenons nos recommandations de prudence sur les actifs « risqués » et restons constructifs pour les marchés obligataires et l'or notamment.



Alain Freymond  
Associé & CEO  
BBGI Group

## BIG PICTURE

### Principales convictions

- Le Projet 2025 guide totalement la politique de Donald Trump
- La guerre commerciale plongera l'économie américaine en récession
- La Réserve fédérale face à un dilemme majeur
- Début du mode « risk-off » favorable aux obligations d'Etats

#### Le Projet 2025 guide totalement la politique de Donald Trump

Le Projet 2025 élaboré par la « Heritage Foundation » est considéré comme un projet politique visant à transformer les Etats-Unis en une forme d'autocratie dans laquelle le président détiendrait la majorité du pouvoir. De nombreux experts juridiques considèrent qu'il porterait atteinte à l'Etat de droit, à la séparation des pouvoirs et aux libertés publiques. Cet organisme néoconservateur avait été créé dans les années 70 pour soutenir les deux candidatures de Ronald Reagan et pilote ou coordonne désormais des dizaines d'organisations conservatrices. Depuis l'arrivée de Trump à la maison blanche, Trump a nommé plusieurs contributeurs du Projet 2025 à des postes de l'administration. Parmi les premiers décrets présidentiels, on estime à 60% ceux qui reflètent ou reprennent partiellement des propositions du Projet 2025. L'administration Trump semble bien vouloir mettre en œuvre des propositions clairement issues du Projet 2025, comme par exemple celles concernant les politiques économique et sociales, le rôle du gouvernement fédéral et ses agences, la reprise du contrôle du Département de la justice, du FBI, du Département du commerce, de la Commission fédérale des communications, de la Federal Trade Commission, le démantèlement du département de la Sécurité intérieure, les politiques de genre, l'embauche fédérale, le gel de l'aide étrangère, le détournement du financement des écoles publiques vers des bons d'éducation à présenter aux écoles privées, la réduction des financements de programmes fédéraux, l'opposition au droit à l'avortement, la réduction des réglementations environnementales, les réductions d'impôts, la suppression du ministère de l'éducation, etc...

Le Projet 2025 avait fait polémique pendant la campagne et Donald Trump s'en était distancié pour éviter d'être associé aux positions parfois extrémistes du projet. Mais force est de constater aujourd'hui que le programme de 900 pages, qui avait l'ambition certainement de préparer un programme clé en main pour le nouveau président républicain et orienter son action vers des politiques plus conservatrice, est largement utilisé comme principale source d'inspiration sinon plus pour l'action que Trump mène tambour battant depuis le 20 janvier.

En ce qui concerne le volet « droit de douane », la relation est aussi évidente avec le Projet 2025, Peter Navarro, conseiller au commerce de Trump, écrivait dans le Projet 2025 « L'Amérique se fait plumer chaque jour » dans une contribution intitulée « Pour un commerce équitable », dans laquelle il appelait à renverser le « dogme » du libre-échange. Il soutient notamment la politique appliquée d'assommer de droit de douane les pays, qui selon lui protègent leurs marchés par des normes et régulation non-tarifaires. Le protectionnisme à la Trump s'inspire du président W. McKinley (1897-1901), dont il considère que la politique protectionniste a été à l'origine de la prospérité américaine de la fin du 19ème.

La publication des nouveaux droits de douane, applicables au monde entier dès le 9 avril, a été un véritable choc pour tous par sa brutalité et son ampleur. Elle est néanmoins conforme à la doctrine exposée du Projet 2025 prônant une politique économique nationaliste et protectionniste dans laquelle les tarifs sont un outil pour protéger l'industrie américaine et réduire le déficit commercial. Elle vise à réduire la dépendance aux chaînes d'approvisionnement étrangères.

#### La guerre commerciale plongera l'économie américaine en récession

L'heure n'est désormais plus au doute, la guerre commerciale à grande échelle aura bien lieu, les Etats-Unis l'ont déclarée au monde le 2 avril 2025. Pendant plusieurs mois pourtant, la présidence américaine avait pratiquement quotidiennement évoqué la problématique des droits de douane en commençant par s'adresser à ses plus proches voisins et partenaires ainsi qu'à la Chine. Pendant plusieurs semaines, on assistait à des passes d'armes sévères, agressives et souvent qualifiées d'irrespectueuses et d'humiliantes, notamment par les hauts responsables gouvernementaux canadiens et mexicains. On observait avec une certaine stupeur les négociations entre partenaires dont les positions semblaient bien éloignées. Les aller-retour du président américain laissaient même envisager que ses déclarations étaient motivées par une réelle stratégie de négociation visant à sidérer tout d'abord son interlocuteur avec des menaces extrêmes pour l'amener ensuite à une discussion sur des bases qu'il n'aurait jamais envisagées autrement. Avant le 2 avril, le sentiment dominant était qu'il serait sans doute possible de négocier et d'arriver à des compromis acceptables avec Donald Trump. Devant l'absurdité des calculs présentés, il apparaît de plus en plus clair que celui-ci veut simplement imposer son dictat même en l'absence de réels fondements.

Au lendemain de cette déclaration de guerre, la Chine annonce déjà répliquer à la hausse des tarifs américains de 34% en appliquant désormais également un taux de 34% aux importations chinoises de produits américains. La Chine signifie clairement aux Etats-Unis qu'elle ne se laissera pas intimider et qu'elle est prête à une confrontation commerciale dure si les Etats-Unis le souhaitent. En Europe, les premières déclarations semblent également aller dans le sens d'une confrontation. La France et l'Allemagne réclament une réaction ferme face aux mesures tarifaires du président Trump. Une réaction ferme et puissante, qui pourrait cibler notamment les technologies et les services américains, est à envisager. Le ministre allemand de l'économie Robert Habeck souhaite également que la réponse européenne soit proportionnée et déterminée. Une taxe sur les services numériques aux entreprises américaines pourrait être applicable dès la fin avril. Les Etats-Unis affichent un excédent commercial avec l'UE en matière de services et le président Macron a également exhorté les entreprises de l'UE à suspendre leurs investissements aux Etats-Unis dans le contexte actuel tendu. L'UE mettra en place des contre-mesures pouvant atteindre 26 Mrds. d'euros dès la mi-avril. Une seconde liste de tarifs de rétorsion se prépare sur les produits américains à partir du 15 mai.

Le déclenchement d'une guerre commerciale à grande échelle aura des conséquences économiques qui pourraient apparaître plus rapidement qu'attendu. Nous estimons que les premiers impacts seront avant tout mesurables sur la confiance des consommateurs. Cette évolution est déjà perceptible aux Etats-Unis depuis plusieurs mois. Contrairement à ce qui peut se produire dans d'autres pays, la politique de Trump est tellement disruptive pour la population américaine que c'est avant tout aux Etats-Unis que les risques de récession vont se manifester. Nous estimons que les risques de récession sont largement supérieurs aux prévisions actuelles des analystes (35% en moyenne). Dans un environnement de grande incertitude, ni les ménages ni les entreprises ne seront suffisamment confiants pour consommer ou investir. Une récession menace donc clairement l'économie américaine.

**La Réserve fédérale face à un dilemme majeur**

La Réserve fédérale fait à nouveau face à un dilemme majeur qui consiste à déterminer quel est l'objectif qu'elle considère le plus important à atteindre entre risques inflationnistes et risques de récession. Depuis le mois de décembre 2024, la Fed est en pause dans l'attente d'une vision plus claire des conséquences possibles des nouveaux droits de douane de Trump sur l'inflation américaine. Mais elle est aussi probablement en train de s'interroger désormais sur les risques de récession associés à la hausse attendue des coûts d'importations et de production. Les responsables de la Fed doivent se déterminer sur ces deux phénomènes et leurs conséquences. Doivent-ils abaisser leurs taux et assouplir leur politique monétaire pour contrer les effets récessionnistes des politiques de Trump ou maintenir plus longtemps leurs taux à des niveaux élevés pour contenir l'inflation qui ne manquera pas de se présenter dans le contexte de la guerre commerciale déclarée ? Les effets des droits de douane plus élevés vont concerner un bien plus large éventail de produits et un plus grand nombre d'entreprises que ce n'était le cas lors de la 1ère présidence Trump. La Fed considère aujourd'hui que toute poussée inflationniste liée aux droits de douane sera probablement transitoire et veut sans doute s'appuyer sur cette analyse pour ne pas monter ses taux. Mais si elle se trompe sur le caractère transitoire, il lui sera difficile d'agir ensuite pour contrer une tendance en développement. Si, au contraire, l'économie faiblit et que la Fed n'abaisse pas ses taux assez rapidement, on risque de voir l'économie américaine entrer en récession rapidement. La Fed est déjà face à ce dilemme, elle aura de toutes façons beaucoup de difficultés à déterminer comment les droits de douane impactent les prix et cela prendra de toute façon du temps pour disposer des statistiques nécessaires à toute analyse. Il sera alors trop tard pour modifier la politique monétaire efficacement. A contrario, si la confiance des consommateurs s'effondre et que les entreprises réduisent leurs investissements, la dynamique économique sera en perte de vitesse. Il n'est pas certain que la Fed envisage déjà un ralentissement suffisamment sérieux pour qu'elle doive intervenir et baisser ses taux directeurs.

Nous estimons que la Fed observe ces deux phénomènes sans vouloir pour l'instant privilégier un des deux scénarios. Dans un contexte d'incertitude croissante et de risque pour les deux objectifs du mandat de la Fed, le comité penchera certainement pendant quelque temps encore pour le statu quo. La Fed considère sans doute encore que peut-être patiente et attentive. Nous pensons qu'elle devrait maintenir ses taux inchangés avec un biais restrictifs pour prendre en considération le risque de remontée de l'inflation.

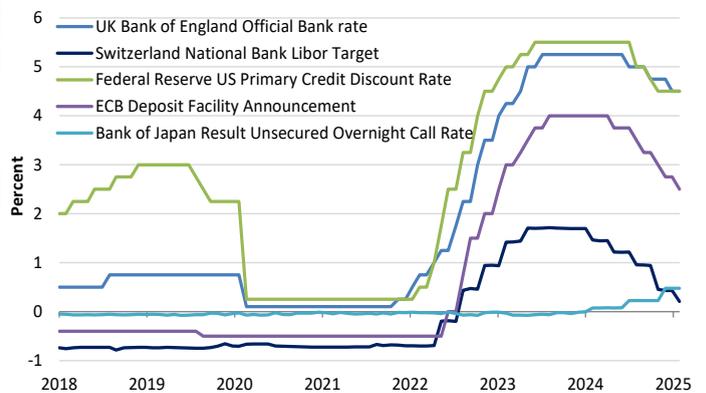
La Réserve fédérale admet que les nouveaux tarifs douaniers exorbitants de l'administration Trump provoqueront certainement une hausse de l'inflation et une croissance réduite. Le président Powell a indiqué que les répercussions sur l'économie et l'inflation seront considérablement plus importantes que prévu. Il semble que la Fed soit plus concernée par les effets potentiels sur l'inflation que par les risques de récession. Nous considérons que la Fed restera en mai sur sa position actuelle. Elle n'abaissera certainement pas ses taux avant que des mesures et statistiques ne démontrent clairement que l'économie est en train de s'affaiblir nettement.

**Début du mode « Risk-off » favorable aux obligations d'Etats**

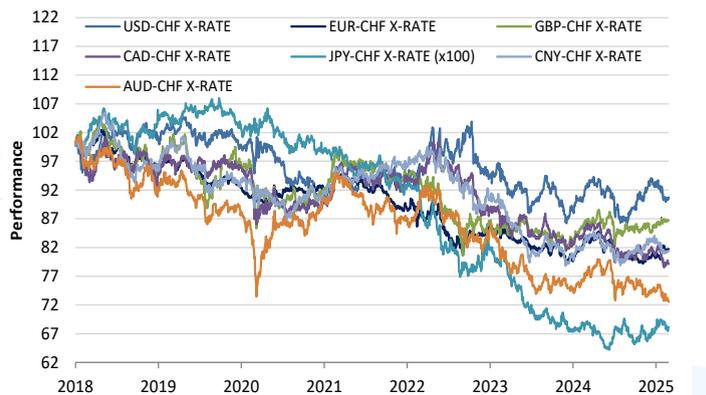
La politique disruptive de Donald Trump finit par bouleverser totalement les équilibres économiques et commerciaux, mais elle provoque également des bouleversements extrêmes dans de nombreux domaines. La progression des incertitudes en seulement quelques semaines a été foudroyante et menace la pérennité de la croissance économique aux États-Unis. Le consommateur américain est de plus en plus désespéré face aux politiques de rupture menées par Trump. La confiance des ménages s'effondre et les risques de récession ont tellement progressé que désormais, un certain optimisme qui subsistait dans les marchés d'actions s'est évanoui brutalement en fin de trimestre. L'annonce de tarifs prohibitifs le 2 avril a provoqué un choc brutal d'anticipation et de réévaluation des perspectives. Le passage en mode « Risk-off » d'un certain nombre d'investisseurs a déjà des conséquences massives sur les marchés d'actions et les matières premières. La dégradation du climat des investissements touche pratiquement tous les actifs sans distinction à l'exception des obligations et notamment des obligations gouvernementales considérées à la fois comme bénéficiaires du scénario

de ralentissement conjoncturel et du repositionnement des investisseurs en dehors des actifs risqués sur les obligations gouvernementales considérées comme plus sûres en période d'incertitude. La montée en puissance du scénario de récession profitait déjà aux obligations américaines depuis quelques semaines, mais la prise de conscience s'est avérée plus récente dans les marchés d'actions. Le mode « Risk-off » se met en place et pourrait durer, cette fois-ci, un peu plus longtemps si rien ne change et se décante sur le plan des droits de douane. Si Trump tient à ces nouveaux tarifs et ne négocie pas, on assistera certainement à une consolidation des actifs risqués. La Fed pourra ultérieurement se déterminer sur le dilemme évoqué précédemment et décider d'abaisser ses taux directeurs significativement pour éviter un effondrement de la bourse et un effet négatif additionnel sur le sentiment des agents économiques. Notons toutefois que les potentiels impacts boursiers négatifs sont souvent plus soudains et moins durables que les phases de hausse. Pour l'instant nous restons convaincus que les risques surpassent nettement les opportunités et nous recommandons toujours une exposition plus prudente aux actifs risqués.

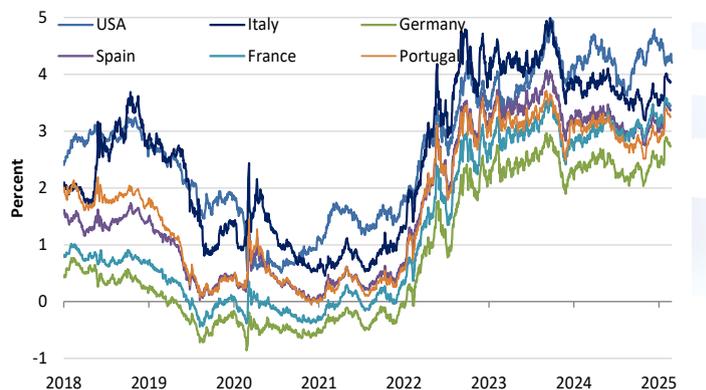
**Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)**



**7 principales devises contre CHF (base 100)**



**Taux gouvernementaux à 10 ans**





# SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE



# SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

## Vue Globale

- Trump jette un froid sur les perspectives mondiales en 2025
- Coup d'arrêt à la croissance américaine au 1er semestre
- Faiblesse en Europe au T1 avant une prochaine reprise
- Croissance du PIB suisse au T1 2025 limitée à +0.2%
- L'incertitude croissante sur le plan international ne soutient pas la conjoncture britannique
- Un premier trimestre 2025 probablement solide au Japon



### Trump jette un froid sur les perspectives mondiales en 2025

En début d'année, le scénario de renforcement de la croissance mondiale à +4% en 2025 devait être soutenu par les politiques monétaires durablement plus accommodantes dans les pays industrialisés et par une politique de soutien économique en Chine susceptible de favoriser une reprise de l'activité économique globale. Depuis les déclarations successives de Donald Trump, particulièrement déstabilisantes sur divers plans mais surtout en matière de nouveaux droits de douane, les perspectives se sont brutalement assombries en fin de trimestre. Les annonces faites le 2 avril de nouveaux taux applicables aux importations des Etats-Unis ont provoqué une onde de choc qui a encore accru les probabilités d'une récession prochaine aux Etats-Unis. Les tarifs douaniers « réciproques » n'ont en fait rien de réciproques et ont été calculés sur la base d'une formule fantaisiste qui, s'ils sont maintenus, provoqueront des réactions de la part des partenaires des Etats-Unis. La guerre commerciale déclarée, il reste à en estimer les contours et les risques pour chaque économie, à commencer par celle qui devra subir des hausses de prix à l'importation jamais connue auparavant. Entre inflation et récession, la Fed aura du mal à définir sa politique, mais en attendant, il semble bien que, comme l'indique la mesure d'activité calculée par la Fed d'Atlanta, le GDPNow en chute de +3% à -3% en quelques semaines, il est probable que la croissance mondiale soit désormais sensiblement en dessous des attentes de début de trimestre.

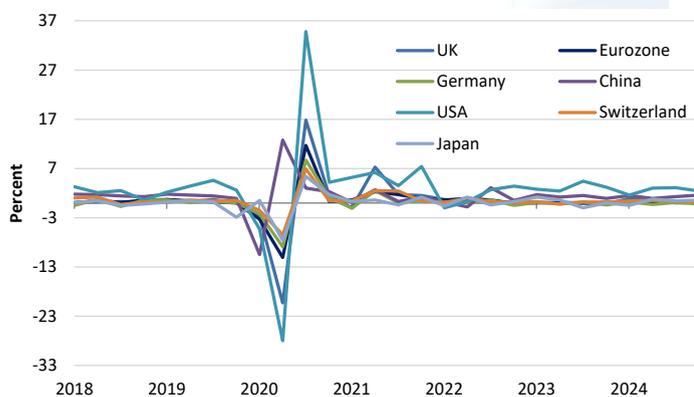
### Coup d'arrêt à la croissance américaine au 1er semestre

Le premier trimestre et les premières semaines de présidence effective de Donald Trump ont été particulièrement chaotiques et n'ont certainement pas aidé les divers agents économiques à aborder le trimestre de manière sereine. Si en fin d'année le consensus espérait surtout simplement que l'année 2025 et le début de la présidence Trump soit globalement favorable au développement des affaires dans un contexte politique et économique plus libéral, il a vite du se rendre à l'évidence que les 100 premiers jours de Trump seraient

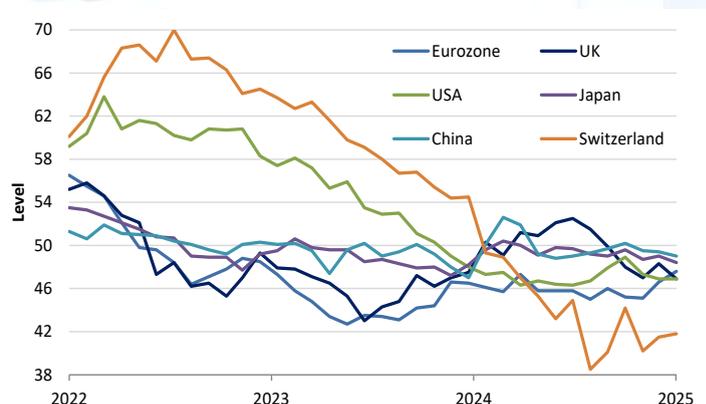
certainement beaucoup plus disruptifs. Si l'élection d'un président républicain semblait favorable à l'économie en novembre 2024, le style et la politique menée à tambour battant par le nouvel élu ne ressemble en rien à la mise en œuvre d'un programme républicain « classique ». Le chaos organisé ou non est devenu la règle et ne semble pas du tout rassurer ni les marchés financiers, ni les consommateurs américains et encore moins les partenaires commerciaux qui subissent les foudres du président et ses attermolements en particulier en matière de tarifs douaniers. Le style Trump inquiète et bouscule, mais il crée surtout à court terme une incertitude qui pourrait bien précipiter les Etats-Unis dans une récession rapide, sans que la Fed n'ait eu le temps de comprendre ce qui était en train de se passer dans l'esprit des consommateurs et des investisseurs.

L'économie américaine a sans doute vécu sa meilleure vie à court terme en fin d'année, soutenue par des dépenses de consommation anticipées, de constitutions de stocks de précaution avant la mise en œuvre des hausses de taxes d'importation au 2ème trimestre. L'effondrement de la balance commerciale entre décembre en février en est le parfait témoin. Le déficit commercial de -104 Mrds. de dollars en novembre a plongé à -155 Mrds. en janvier 2025. Dans ce contexte, la confiance des ménages s'effondre depuis décembre et se trouve désormais au plus bas depuis février 2021. Les inquiétudes se sont cristallisées sur les craintes liées aux tarifs douaniers, mais également sur les licenciements de fonctionnaires fédéraux. Rien ne laisse désormais supposer que Trump changera quoi que ce soit à la politique qu'il a tout juste commencé à imposer au peuple et aux entreprises américaines sans qu'il ne soit en mesure d'en juger les effets potentiellement désastreux au cours des prochains mois. La réserve fédérale encore trop concernée par l'inflation attendra certainement de faire face à une probable dure réalité avant d'agir ce qui laisse une probabilité croissante de choc économique au cours des prochains mois. Nos perspectives pour le 1er semestre sont plutôt négatives avec une probabilité de plus de 50% de voir l'économie américaine rentrer en contraction avant l'été.

PIB trimestriels



PMI manufacturiers



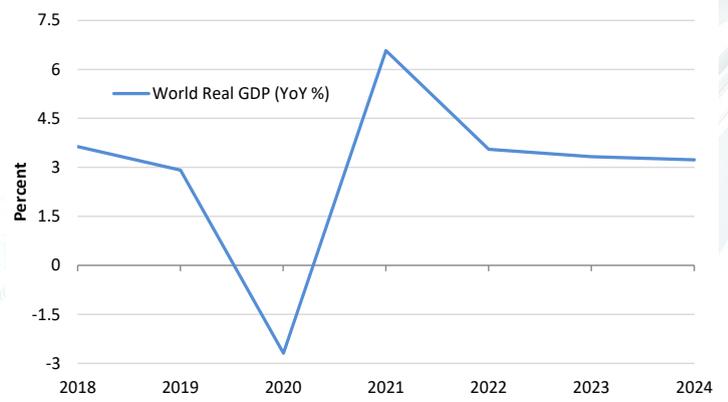
Faiblesse en Europe au T1 avant une prochaine reprise

La plupart des économistes restent particulièrement prudents en ce qui concerne l'évolution du PIB 2025 et s'alignent sur la diminution des attentes de la BCE. Le consensus attend également une croissance inférieure à +1% et à une progression de +0.2% au 1er trimestre. Les risques de récession ont légèrement progressé et atteignent désormais 33%. La composante du PIB la plus importante devrait, selon nous, malheureusement marquer encore le pas en ce début d'année sous diverses influences, dont la principale est sans doute toujours l'incertitude croissante posée par les menaces de guerre commerciale pouvant affecter significativement les économies européennes. L'évolution du revenu des ménages pourrait bien aussi constituer un élément affectant négativement la consommation. La politique monétaire déployée par la BCE a pourtant été particulièrement bien adaptée à la situation plus fragile de l'économie de la zone euro. En abaissant à nouveau ses taux directeurs en mars de 0.25% à 2.65%, elle poursuit sa politique de soutien à la croissance et peut s'appuyer sur une évolution de l'inflation qui progresse dans le sens attendu. 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 estimions en début d'année qu'avant de voir les effets négatifs d'une hausse des tarifs douaniers, la zone euro devrait plutôt profiter d'une progression des commandes de précaution en anticipation de ces hausses de coûts d'importations, ce qui s'est sans doute produit à l'image du surplus commercial de 14 Mrds. d'euros enregistré en janvier 2025, un résultat deux fois plus élevé que celui d'octobre 2024 (6.3 Mrds.). Ce résultat montre aussi une progression de près de 50% par rapport au surplus de janvier 2024 avec les Etats-Unis, soit une hausse de +4.2 milliards d'euros. L'introduction très prochaine de nouveaux tarifs douaniers devrait peser sur les exportations vers les Etats-Unis, mais le principal facteur de soutien à la croissance en zone euro devrait désormais reposer sur l'amélioration du sentiment des ménages et des entreprises. Les derniers développements en Allemagne sur le front de la politique budgétaire sont potentiellement un « game changer » important pour l'appréciation des perspectives de croissance de la zone euro. La fin d'une austérité allemande légendaire et une augmentation du budget et des investissements de la principale économie européenne aura des conséquences potentiellement exceptionnelles sur la relance économique européenne et le sentiment des ménages. A court terme, nous restons prudents sur les perspectives du 1er et du 2ème trimestre 2025, mais nous ne négligeons pas à moyen terme les effets probables d'un tel changement de paradigme. Sur un an, le PIB réel de la zone euro pourrait donc s'afficher à +1.1% en 2025, légèrement mieux que ne l'escompte la BCE, essentiellement en cas de reprise au second semestre.

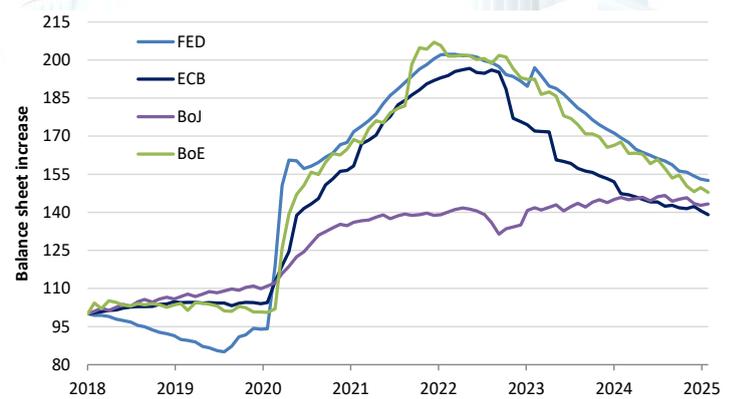
Croissance du PIB suisse au T1 2025 limitée à +0.2%

La demande intérieure devrait rester résiliente au T1, notamment en raison de coûts de financement toujours très attractifs et d'un marché de l'emploi globalement solide. La faiblesse du franc contre le dollar depuis la fin septembre contribuera à une bonne tenue et une éventuelle relance du commerce extérieur dans un contexte international, toutefois particulièrement incertain depuis l'arrivée à la maison blanche de Donald Trump. Il faudrait certainement plus qu'une stabilisation du taux de change contre l'euro pour que ce facteur soutienne une relance des exportations suisse vers l'UE, en particulier si la zone euro ne parvient pas à relancer sa croissance. La BNS est selon nous très attentive à cette situation et observe également l'évolution très favorable de l'inflation dans notre pays, désormais d'à peine +0.3% sur un an. Dans le contexte de pressions accrues du président Trump sur ses principaux partenaires commerciaux par le levier des droits de douanes, les risques de fléchissement du commerce mondial sont croissants. L'économie suisse restera soutenue essentiellement par la demande intérieure et sera fragilisée par une demande externe peu dynamique. Nos perspectives font état d'une hausse limitée à +0.2% au T1 et de +1% pour l'année 2025.

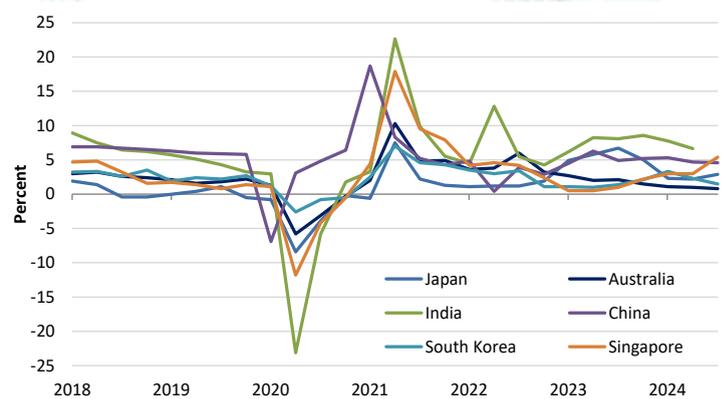
Croissance réelle de l'économie mondiale



Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



Baltic Dry Index

