



Stratégie d'investissement

Juillet 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 +41 22 580 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 La Chine s'impose comme un nouveau leader technologique mondial

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Les marchés financiers ont plutôt bien résisté au chaos politique orchestré par Trump
- La résistance s'organise pour contrer la stratégie agressive des droits de douane
- Les effets économiques encore peu visibles vont se renforcer au 2e semestre
- La Fed reste face à un dilemme : lutter contre les risques inflationnistes ou les risques de récession
- La complaisance est à nouveau très élevée dans les marchés actions
- La prudence s'impose face à une incertitude très importante

Les actions politiques de Trump, bien que souvent perturbatrices et génératrice d'une forte volatilité, n'ont finalement eu qu'un impact modéré sur les marchés financiers plutôt en progressions depuis le début de l'année. Malgré les secousses initiales et la volatilité induite par ses annonces, les indices mondiaux ont démontré une certaine résilience. Les marchés ont en effet rapidement intégré les risques et se sont très vite rassurés du délai accordé par Trump pour négocier des accords spécifiques en matière de tarifs douaniers. La trêve de 90 jours accordée est désormais terminée, mais un nouveau report semble confirmer la politique imprévisible menée par le nouveau président, ce qui semble aussi conforter les marchés financiers dans leur insouciance relative. Ailleurs, des fondamentaux économiques moins incertains qu'aux États-Unis et l'absence d'implication directe du changement de politique douanière sur l'inflation ont aidé à absorber les chocs. Les banques centrales, en maintenant des politiques monétaires accommodantes, ont également joué un rôle crucial dans la stabilisation du sentiment des investisseurs en Europe et en Suisse notamment. Les turbulences politiques localisées aux États-Unis n'ont pas entraîné de contagion généralisée et en fin de compte, si la présidence de Trump a introduit une nouvelle couche d'incertitude politique, le T2 2025 a été marqué par des dynamiques plutôt positives au sein des principales classes d'actifs, dans un environnement économique et politique complexe. Les actions mondiales ont globalement poursuivi leur rebond, l'indice mondial ayant enregistré une hausse de +11.47% au T2. Cette performance a été largement tirée par une expansion des ratios de valorisation plutôt que par une forte croissance des bénéfices. Les actions américaines sont restées privilégiées, bien que les actions internationales et émergentes aient commencé à concurrencer les États-Unis en termes de performances attendues à long terme. L'Europe avait surperformé au T1 et marque un peu le pas au T2. Sur le marché obligataire international, le trimestre a été plus contrasté. Si le premier semestre 2025 a globalement été meilleur que l'année 2022 pour les actifs à revenu fixe, la performance absolue sur six mois (+7.27%) est finalement proche de celle des actions. Les primes de risque des emprunts d'États à plus longue échéance sont restées un facteur clé. Quant aux matières premières, le T2 2025 a été caractérisé par de fortes fluctuations de prix. Les métaux précieux comme l'or ont continué à bénéficier de leur statut de valeur refuge dans un contexte géopolitique caractérisé par une poussée des tensions au Moyen-Orient qui n'a favorisé le pétrole qu'en juin. L'activité industrielle, notamment manufacturière, a anticipé une progression de la production, ce qui pourrait soutenir la demande pour certains métaux de base à l'avenir. L'augmentation agressive des droits de douane imposés par les États-Unis aux importations de tous les pays a déclenché une résistance multiforme et de plus en plus organisée. Les entreprises, en première ligne, mobilisent leurs lobbys pour alerter les gouvernements sur les hausses de coûts, la perte de compétitivité et les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales. Elles explorent des stratégies de délocalisation ou de diversification des sources pour contourner ces barrières. Certaines annoncent leur délocalisation alors que les consommateurs rejoignent le mouvement, exprimant leur mécontentement face à l'augmentation des prix des biens importés et aux choix réduits de produits sur les rayons de grands magasins. Des campagnes de sensibilisation se multiplient, relayées par les

médias et les réseaux sociaux. Sur la scène internationale, des organisations comme l'OMC et le FMI déplorent l'escalade protectionniste et ses menaces sur la croissance mondiale. Enfin, les pays ciblés ripostent souvent par des contre-mesures, transformant le désaccord en une spirale de tensions commerciales aux effets négatifs difficiles à estimer. Mais pour l'instant, les effets des droits de douane ne sont pas encore visibles en raison du report de leur introduction, mais aussi parce que les entreprises avaient anticipé ce risque en procédant à des importations anticipées assez massives dès l'élection de Trump. Au cours du T2, les droits de douane limités de 10% se sont appliqués, mais ont été en partie absorbés par les entreprises, reportant les hausses des prix aux consommateurs pour plus tard. Lorsque les droits de douane punitifs finiront par être annoncés et appliqués dans les prochaines semaines, on peut s'attendre à une hausse des prix des produits importés, puis sur les prix à la consommation exerçant une pression sur le pouvoir d'achat des ménages, avec comme corollaire un ralentissement de la croissance du PIB, accentué par la chute d'environ -10% du dollar, qui renforce de facto le processus en renchérissant aussi les importations. Dans l'immédiat, la croissance américaine sera positive au T2 en raison d'un effet mécanique sur le calcul du PIB induit par la chute des importations au T2, mais la réalité est bien différente et caractérisée par un fléchissement de la demande intérieure, de l'emploi et de l'investissement. La Fed fait donc face à un dilemme complexe. D'un côté, l'inflation persiste, exigeant potentiellement le maintien de taux d'intérêt élevés et de l'autre, des signes de ralentissement économique se multiplient, poussant à envisager des baisses de taux pour stimuler la croissance. La banque centrale doit donc naviguer entre ces deux impératifs contradictoires. Son défi sera d'évaluer le bon moment pour pivoter, sans risquer de raviver l'inflation ou de laisser l'économie s'enliser davantage. Nous estimons que les statistiques pointant vers un ralentissement précéderont celles sur l'inflation. En ce début juillet 2025, plusieurs signes concrets indiquent une certaine complaisance des investisseurs, malgré les incertitudes économiques et géopolitiques persistantes. Le VIX (indice de volatilité), souvent appelé "indice de la peur", est à des niveaux relativement bas (17.20), suggérant une faible perception du risque futur. Les ratios put/call pour l'indice S&P500 sont aussi à des niveaux suggérant une faible demande de protection contre une baisse potentielle. Les valorisations restent élevées, enfin, les spreads de crédit sont restés relativement serrés, reflétant une faible prime de risque exigée par les investisseurs pour détenir des obligations d'entreprises moins bien notées. Les surprises positives sont difficiles à imaginer dans un contexte toujours plus tendu sur le plan politique. Nous suggérons d'envisager des stratégies d'investissement moins exposées aux actifs risqués alors que l'incertitude resurgit et a de fortes chances de s'accroître à court terme.



Alain Freymond
Associé & CEO
BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- Les effets des politiques chaotiques de Trump sont encore à venir
- L'économie américaine résiste mais devrait succomber aux pressions croissantes
- Le dilemme reste intact pour la Réserve fédérale qui restera en pause
- L'incertitude progresse et annonce un retour de la volatilité

Les effets des politiques chaotiques de Trump sont encore à venir

Les répercussions des politiques souvent imprévisibles et "chaotiques" de l'administration Trump, particulièrement visibles dans le domaine commercial et international, continuent de se manifester en cette fin de 2e trimestre 2025. Le monde est encore confronté à la fragilisation des relations multilatérales. La doctrine "America First" a profondément érodé la confiance entre gouvernements alliés, conduisant à une diplomatie plus transactionnelle et moins collaborative. Les tensions entre les États-Unis et la Chine, ainsi qu'avec l'Union européenne, bien que fluctuantes, demeurent une source d'incertitude géopolitique persistante, comme en témoignent les menaces persistantes de tarifs « réciproques ». Ces tensions provoquent déjà de premières réactions d'États historiquement partenaires qui, sans trop le commenter, sont déjà en train de chercher des alternatives commerciales avec d'autres partenaires que les États-Unis. Sur le plan économique, les tarifs douaniers imposés sans préavis en avril ont eu et continuent d'avoir un impact direct bien que limité jusqu'à ce jour, mais ils développeront de plus en plus d'effets à l'avenir et notamment lorsque les tarifs « réciproques » ou « punitifs » seront validés et appliqués. Au cours des dernières semaines l'inflation aux États-Unis n'a finalement été que partiellement alimentée par ce premier niveau de taxes sur les importations (10%). Le CPI a augmenté à +2.7% en juin, avec des hausses notables sur l'ameublement, l'habillement et les appareils ménagers, des secteurs plus rapidement affectés par les tarifs. Les entreprises ont souvent absorbé une partie de ces coûts ou les ont répercutés, pesant alors sur le pouvoir d'achat des consommateurs. Les chaînes d'approvisionnement mondiales, sont à nouveau contraintes à des restructurations coûteuses qui ajoutent à l'inefficacité, aux prix et à la disponibilité des produits. Cette incertitude persistante et l'érosion de la confiance se traduisent par une consommation et un investissement des entreprises plus hésitants que ce qu'ils pourraient être. Les entreprises retardent leurs décisions d'expansion et d'embauche, craignant des changements abrupts de politique commerciale. Cela augmente les risques de récession, au-delà de la situation du T2 biaisé par les comportements et anticipations des entreprises et consommateurs face à la menace de hausses des droits de douane. Le marché du travail, bien que résilient, montre aussi des signes de ralentissement qui devraient s'intensifier. Fiscalement, le "big beautiful bill" augmentera de plusieurs trillions de dollars la dette nationale américaine, déjà massive, qui a atteint environ 36,6 trillions de dollars en juillet 2025. Les coûts de financement du Trésor sont devenus un poste budgétaire colossal (près de 1 trillion de dollars pour 2025), limitant la capacité du gouvernement à investir ou à réagir à d'éventuels chocs économiques. Pour les prochains mois, on peut s'attendre à ce que cette incertitude économique et politique persiste et développe toujours plus d'effets sur les principales variables économiques et financières. De nouvelles menaces tarifaires qui pourraient multiplier par trois les tarifs déjà existants (10%) sont déjà en cours, et les partenaires commerciaux se préparent à des contre-mesures, ce qui ne manquera pas d'alimenter à nouveau les anticipations de hausse de l'inflation américaine, mais aussi d'une chute de la consommation et de l'investissement. Les risques de récession devraient s'aligner et augmenter, alors que les investisseurs réaliseront à nouveau que ces éléments agiront négativement sur la croissance des profits des entreprises. La Fed continuera à naviguer un chemin étroit entre la lutte contre l'inflation importée et la nécessité de soutenir une économie dont la vitesse est potentiellement bridée par ces facteurs structurels et chaotiques hérités.

L'économie américaine résiste mais devrait succomber aux pressions croissantes

L'économie américaine a initialement subi un premier choc de croissance au 1er trimestre, mais elle devrait montrer une performance plus positive au T2 essentiellement en raison de facteurs mécaniques et techniques affectant le calcul du PIB. Si les prévisions consensuelles se vérifient, le T2 pourra bien montrer une hausse de la valeur ajoutée d'environ +1.9%, dont +1.7% pourrait être simplement dû à la chute des importations consécutives à la forte hausse du trimestre précédent et au stockage massif anticipé des entreprises en début d'année. Ce chiffre sera clairement trompeur, car il donnera sans doute l'impression que l'économie américaine n'est pas affectée par l'introduction de tarifs douaniers de 10% inflationnistes de cette mesure ou par le chaos provoqué par les politiques mises en œuvre par la nouvelle administration. Pourtant, on constate déjà une faiblesse grandissante de la confiance des ménages et de leur consommation. Sans forcément craindre un effondrement de cette dynamique, nous estimons probable d'observer une contraction des dépenses des ménages au cours des prochains mois, ce qui constitue certainement la principale menace pour le PIB du 2e semestre. La politique de Trump n'est finalement qu'à son premier stade de mise en œuvre et ne développera les effets négatifs sur l'économie que lorsque les droits de douane s'appliqueront largement et à des niveaux plus élevés que les droits de base de 10%. Le report au 1er août de la date butoir donne encore un répit aux négociateurs et à l'économie, mais le choc n'est, selon nous, que reporté dans le temps. La consommation et l'investissement devraient fléchir dans un tel environnement. Les indicateurs ISM et PMI semblent un peu moins négatifs, sans montrer de manière décisive un réel changement de tendance. L'ISM des services enregistrait en mai son plus bas niveau des douze derniers mois, restant en dessous du seuil de croissance, alors que l'ISM manufacturier reste en zone de contraction (49). L'inquiétude domine toujours. Il semble, malgré tout, que l'incertitude politique pèse sur l'activité industrielle, mais de plus en plus également sur le secteur des services. L'indicateur de confiance des consommateurs chutait au plus bas en avril avant de se reprendre un peu en juin, mais il reste très en dessous de ses niveaux des dernières années. Les indicateurs avancés commencent à prendre en considération le changement de sentiment qui se diffuse de plus en plus dans l'économie et qui aura bien du mal, selon nous, à s'améliorer au cours des prochains mois, en particulier lorsque les nouveaux droits de douane affecteront les importations et le niveau des prix à la consommation. Difficile d'imaginer une embellie dans ce segment vital pour la croissance, alors que l'emploi commence lui aussi à marquer le pas. Les demandes d'allocations de chômage (moyenne sur 4 semaines) s'affichent à nouveau au-dessus de 240'000 et proche du maximum atteint en 2023. Du côté des créations d'emplois, la statistique de l'ADP montre la première destruction d'emplois depuis mars 2023, à hauteur de -33'000 unités, qui s'avère encore plus nette dans le seul secteur des services, en contraction de -66'000 postes. Les entreprises n'ont probablement pas encore tiré de conclusions définitives de l'impact des droits de douane sur la marche de leurs affaires et n'ont donc pas procédé à des licenciements massifs. Mais la situation de l'économie américaine s'aggrave de plus en plus et subira plus fortement à l'avenir les contre-mesures d'autres États, réduisant ou coupant simplement leurs importations, à l'image de la chute des importations chinoises de grains et de soja. L'économie américaine ne résistera pas durablement à ces pressions croissantes et devrait à nouveau se contracter.

Le dilemme reste intact pour la Réserve fédérale qui restera en pause

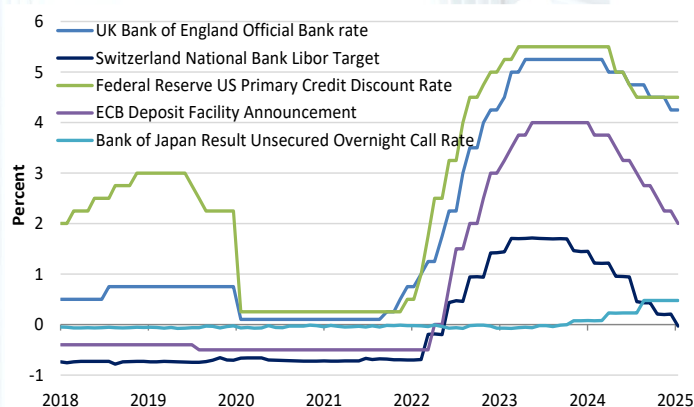
La banque centrale américaine n'a pas touché ses taux directeurs depuis sa dernière réunion en décembre 2024, au cours de laquelle elle avait annoncé une pause après la réduction de 0.25% à 4.5%. Elle avait alors évoqué les risques de remontée de l'inflation, potentiellement induits par la politique tarifaire de Donald Trump en matière de droits de douane. Elle n'a pas modifié sa position lors de ses dernières réunions, ce qui indiquait, notamment en juin 2025, qu'elle considérait toujours l'économie américaine comme plutôt résiliente. La Fed est donc toujours en position d'attente en début de 3e trimestre et n'agira certainement pas tant qu'une certaine visibilité sur cette question ne soit obtenue. La Réserve fédérale ne se prononce toujours pas vraiment sur les prévisions d'impact sur l'inflation des hausses de tarifs douaniers, et ne considère pas non plus réellement le risque de récession, qui augmente, mais semble toujours dépendant de l'introduction effective des nouveaux droits de douane. Elle ne semble pas non plus vouloir modifier sérieusement sa politique de réduction de la taille de son bilan, si l'on en croit ses déclarations et la poursuite observable de cette tendance, même si ses ventes de juin d'obligations (-11Mrd\$) ont été les plus faibles de l'année et correspondaient à un tiers seulement de celles de mai (36 Mrd\$). La Fed contribue donc par ses ventes, même réduites, à la hausse de l'offre d'obligations du Trésor, alors que le refinancement de la dette arrivant à échéance et le financement du déficit budgétaire croissant par de nouvelles émissions importantes est un sujet brûlant en 2025. L'adoption par les chambres de l'OBBA devrait aussi représenter un challenge additionnel à prendre en considération pour la Fed, qui résiste aux pressions de Trump lui demandant d'abaisser les taux pour alléger le fardeau de la dette. La Fed n'anticipera pas un éventuel déclin de la croissance et n'ajustera certainement pas ses taux directeurs sans avoir la certitude que les risques de récession sont plus importants que les risques inflationnistes liés aux tarifs douaniers. Cette position d'attente pourrait théoriquement être infléchie après la publication du PIB du 2e trimestre, mais compte tenu de nos propres anticipations, il ne nous semble pas probable que l'institution modifie sa politique lors de sa réunion du 30 juillet, tout au plus pourrait-elle enfin annoncer la fin de son programme de QT pour lui permettre d'acquérir à nouveau des titres du Trésor pour agir à nouveau sur la partie plus longue de la courbe de taux. Entre temps, les pressions augmentent pour un changement de présidence à la tête de la Réserve fédérale orchestrée par Donald Trump. Le mandat de J. Powell arrivant à échéance en mai 2026, ce dernier pourrait rester gouverneur jusqu'en 2028, même après la fin de sa présidence. Mais le dilemme de la Fed consistant à choisir une politique adaptée à la relance d'une croissance en déclin ou celle adaptée à une reprise possible de l'inflation ne trouvera pas une solution idéale même en cas de changement de président. Du point de vue des marchés, les pressions de Trump sont très dommageables et sapent la crédibilité de l'institution. Ces pressions nous semblent dans le contexte actuel tout à fait improductives car elles soulèvent la question de l'indépendance de la banque centrale, y compris dans l'éventualité où la Fed souhaiterait réduire les taux directeurs pour des raisons fondées. Car le doute subsisterait sur la motivation réelle de la baisse de taux décidée. Serait-elle fondée sur une analyse rationnelle sans concession de la situation économique en complète conformité avec les objectifs fixés par le mandat dual dont elle dispose ou serait-elle imposée par la politique? Powell hésitera peut-être encore un peu plus le moment venu pour procéder à la prochaine baisse de taux face à ce dilemme additionnel d'agir au risque d'être considéré comme obéissant aux ordres politiques de Trump le cas échéant.

L'incertitude progresse et annonce un retour de la volatilité

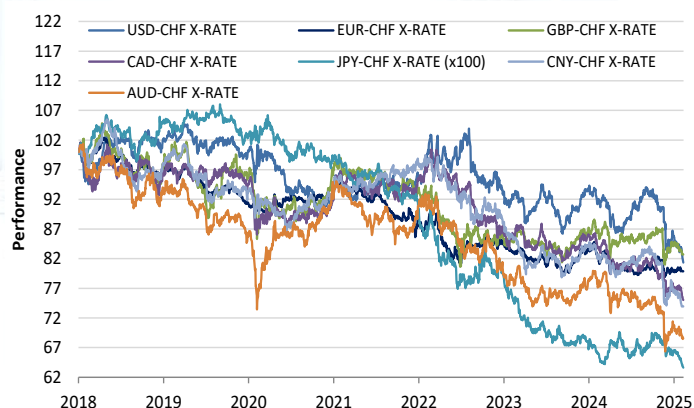
Malgré le chaos orchestré par le nouveau président américain au cours des six derniers mois, les marchés financiers ont finalement enregistré des progressions sensibles aussi bien dans les marchés obligataires et immobiliers que dans les marchés actions. Pourtant, l'incertitude reste extrêmement élevée à ce jour et peut rapidement s'accroître en cas d'échec sur les négociations tarifaires. Avec ou sans accord le 1er août, il est probable selon nous que les droits de douane nouveaux s'appliquent à des niveaux qui ne manqueront pas de pousser les prix importés à la hausse au moment où le dollar est déjà en chute de 10%. Les investisseurs semblent avoir écarté ce facteur pour participer à la reprise boursière qui nous semble de plus en plus être soutenue aux Etats-Unis par des fondamentaux. Le climat des investissements nous semble extrêmement fragilisé par le retour des indices boursiers sur les points hauts de l'année.

Pourtant, les risques semblent supérieurs aujourd'hui qu'ils ne l'apparaissent en janvier. La saison de publication des résultats des entreprises et des prévisions des CEO et CFO va débuter dans un environnement beaucoup plus incertain, elle n'a que peu de chances de révéler des opportunités supérieures de croissance des profits alors que nous nous attendons à des messages beaucoup plus prudents reposant sur l'absence de visibilité en matière économique. L'optimisme des investisseurs nous semble excessif dans ce contexte. Le VIX (indice de volatilité), souvent appelé "indice de la peur", est à des niveaux relativement bas (17.20), suggérant une faible perception du risque futur. Les ratios put/call pour l'indice S&P500 sont aussi à des niveaux suggérant une faible demande de protection contre une baisse potentielle. Les valorisations restent élevées, enfin, les spreads de crédit sont restés relativement serrés, reflétant une faible prime de risque exigée par les investisseurs pour détenir des obligations d'entreprises moins bien notées. Les surprises positives sont difficiles à imaginer dans un contexte toujours plus tendu sur le plan politique. Nous suggérons d'envisager des stratégies d'investissement moins exposées aux actifs risqués alors que l'incertitude resurgit et a de fortes chances de s'accroître significativement à court terme.

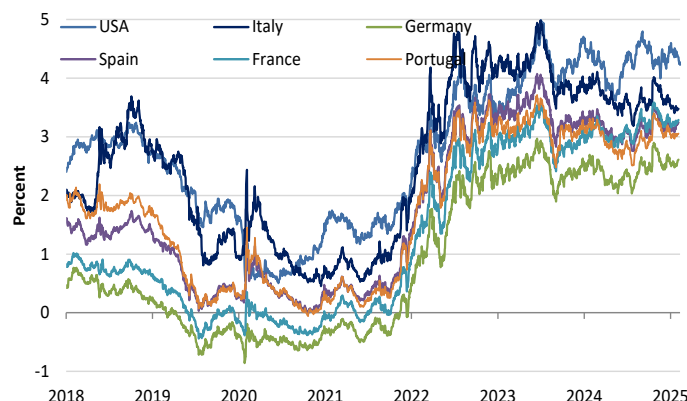
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



7 principales devises contre CHF (base 100)



Taux gouvernementaux à 10 ans



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

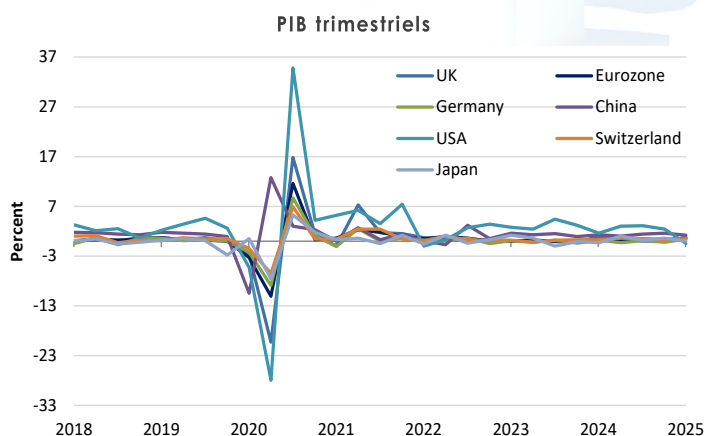
Vue Globale

- Les prévisions de croissance mondiale s'ajustent à la baisse
- L'économie résiste au chaos provoqué par Trump
- Poursuite de la dynamique positive au S2 dans la zone euro
- Risques élevés de tassement de la croissance Suisse
- La conjoncture britannique s'effrite de mois en mois
- L'incertitude subsiste au Japon



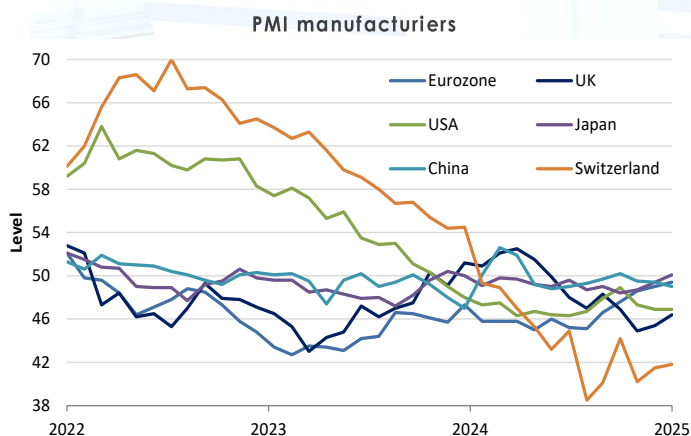
Les prévisions de croissance mondiale s'ajustent à la baisse

Les données statistiques récentes sur le commerce international, révèlent une dynamique contrastée au cours des trois derniers mois. Globalement, le commerce mondial a affiché une légère croissance en valeur au premier semestre 2025, estimée à environ 300 milliards de dollars, qui est en partie tirée par une hausse des prix des biens échangés, tandis que les volumes n'ont pratiquement pas progressé. Les importations américaines et les exportations de l'Union européenne ont été des moteurs majeurs de cette croissance. En revanche, plusieurs pays en développement ont vu leurs importations reculer. Le sentiment général est à un ralentissement de l'intégration commerciale et à une augmentation de l'incertitude. L'OMC a projeté une légère baisse du volume du commerce mondial de marchandises pour l'ensemble de 2025 (-0.2%). À court terme, les perspectives du commerce international sont assombries par l'incertitude politique persistante et les tensions géopolitiques. On estime une croissance plus lente des volumes d'échange, avec des risques de fragmentation accrue du commerce mondial dus aux politiques de "dé-risquage" et de relocalisation des chaînes d'approvisionnement. Les déséquilibres commerciaux (déficit américain croissant, excédents chinois et européens) devraient également persister, alimentant potentiellement de nouvelles frictions et peser sur la croissance mondiale. La croissance mondiale devrait ralentir, avec des perspectives plus faibles que celles anticipées en début d'année. Les principales institutions financières internationales, comme la Banque Mondiale et l'OCDE, ont récemment abaissé leurs projections et anticipent une croissance mondiale de +2.3% pour 2025, marquant un recul de très net par rapport à ses prévisions de janvier. L'OCDE semble un peu plus positive et table sur une croissance de +2.9% pour 2025, en baisse par rapport à +3.3% en 2024. Ces estimations intègrent des facteurs tels que les barrières commerciales accrues, le durcissement des conditions financières et l'incertitude politique. Les risques restent orientés à la baisse.



L'économie résiste au chaos provoqué par Trump

L'économie américaine semble, pour l'instant, avoir résisté aux perturbations massives provoquées par Trump depuis le 20 janvier, à condition que les chiffres du PIB du 2e trimestre soient conformes aux anticipations actuelles de +1.9% à +2%. Les deux premiers trimestres auront été essentiellement perturbés par la problématique des droits de douane et par des comportements d'anticipation exceptionnels en matière d'importations et de stockages. Ces importations et reconstitutions d'inventaires anticipées ont sans doute permis de retarder temporairement l'impact escompté de l'introduction, dès avril, de droits de base de 10% sur toutes les importations aux Etats-Unis. Le délai de 90 jours accordé ensuite par Trump pour obtenir des accords avec les partenaires commerciaux des Etats-Unis est arrivé à échéance, sans que le président n'ait pu annoncer d'autres succès de cette stratégie qu'un accord avec le Royaume-Uni, le Vietnam, ainsi qu'une trêve imprécise avec la Chine (droits estimés à environ 50%). Mais cette période aura encore permis à l'économie de ne pas souffrir de l'augmentation des prix importés pendant un trimestre supplémentaire et de repousser encore l'impact visible sur les prix à la consommation et sur les dépenses des ménages. L'économie résiste donc pour l'instant au chaos probablement parce que l'impact des bouleversements économiques ne s'est logiquement pas encore matérialisé. La politique de Trump n'est finalement qu'à son premier stade de mise en œuvre et ne développera les effets négatifs sur l'économie que lorsque les droits de douane s'appliqueront largement et à des niveaux plus élevés que les droits de base de 10%. Le report au 1er août de la date butoir donne encore un répit aux négociateurs et à l'économie, mais le choc n'est, selon nous, que reporté dans le temps. La consommation et l'investissement devraient fléchir dans un tel environnement. Les prévisions pour le 3e trimestre s'affichent encore en hausse d'un peu plus de +0.5% et dépendront surtout de l'évolution de la confiance des consommateurs et des entreprises. Nous estimons que les risques de contraction sont néanmoins importants au cours des deux prochains trimestres.



Poursuite de la dynamique positive au S2 dans la zone euro

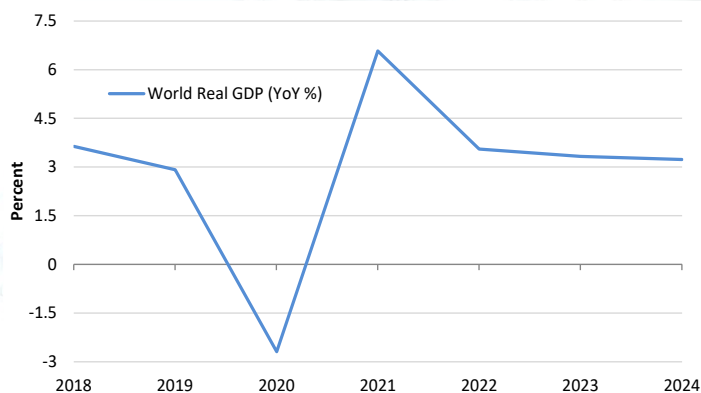
Après un premier trimestre à +0.3 %, la plupart des économistes s'attendent à ce que la croissance de la zone euro reste modérée au T2 2025, probablement dans une fourchette similaire de +0.2 % à +0.4 %. La Banque centrale européenne (BCE) et la Commission européenne ont révisé à la baisse leurs prévisions de croissance pour l'ensemble de l'année 2025. La Commission européenne table désormais sur +0.9% pour l'année 2025, tout comme la BCE. Il est, en effet, difficile d'imaginer quels pourraient être les facteurs de surprises positives au cours des prochains mois renforçant les perspectives de croissance, en particulier dans le contexte relativement inchangé depuis le 2 avril de guerre commerciale sans perspective d'amélioration. Après avoir craint des droits de douane prohibitifs, même en cas d'accord sur des tarifs moins extrêmes, l'impact restera négatif. Il faudra alors compter sur une reprise du commerce international hors États-Unis avec les autres partenaires économiques de la zone euro pour compenser les chocs imposés par le président américain sur les transactions bilatérales avec la zone euro, ce qui prendra certainement du temps. Cela dit, certains facteurs en zone euro montrent des signes clairs d'amélioration, notamment l'évolution de l'inflation, qui repasse en dessous de 2%. La politique monétaire de la BCE reste résolument accommodante et facilite l'accès au crédit et à l'investissement. La confiance constitue sans doute un facteur décisif freinant la consommation et l'investissement, mais la zone euro pourrait malgré tout surprendre par un regain de dynamisme, notamment en Allemagne dans le secteur industriel, et en France grâce à une reprise de la consommation.

À moyen terme, la hausse structurelle des dépenses de défense aura un impact sur l'investissement et la production industrielle. Néanmoins, à court terme, nos prévisions pour le T2 favorisent un développement de l'économie plutôt sur la partie haute des prévisions à +0.4%, supérieures au consensus encore négatif de -0.1%. 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.

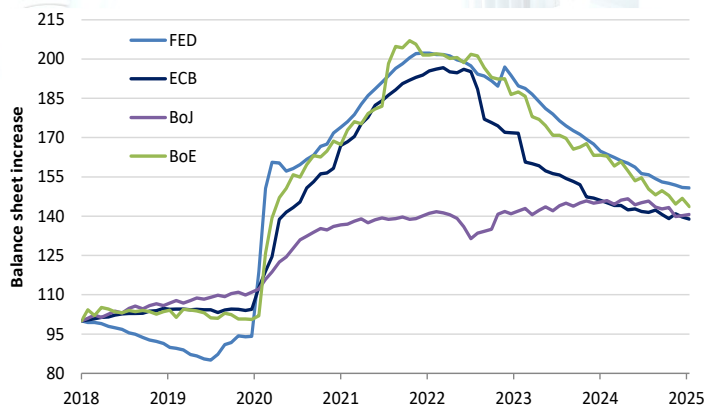
Risques élevés de tassement de la croissance Suisse

Le fait que la consommation privée, la consommation publique et l'investissement fixe aient tous affichés des taux de croissance décélérés par rapport au trimestre précédent est un signe d'un déséquilibre sous-jacent à l'économie globale. Cela indique que la demande intérieure, qui constitue généralement un moteur stable et fondamental de l'économie suisse, a perdu de son élan. Par conséquent, l'accélération significative du PIB global doit être attribuée principalement au secteur externe, en particulier à la forte performance des exportations, même si la croissance des importations a été encore plus forte, entraînant une contribution nette négative. Cela suggère que la vigueur de la croissance du premier trimestre n'est pas généralisée à toutes les composantes de la demande, ce qui soulève des questions quant à sa durabilité si les moteurs externes devaient s'affaiblir, ce qui devrait être le cas. La hausse des exportations au T1 s'explique par l'accélération des expéditions vers les États-Unis pour devancer les droits de douane. Une part significative de la vigueur des exportations du premier trimestre ne se reproduira pas au T2. Si la croissance du T1 a été forte en apparence, sa qualité est hétérogène et sa durabilité est conditionnée par des facteurs externes volatiles, notamment la politique commerciale américaine. Le risque d'un ralentissement des exportations une fois l'effet d'anticipation dissipé, combiné à une demande intérieure qui manque de dynamisme et à un marché du travail sous pression, rend les perspectives pour le reste de l'année 2025 incertaines. Nos perspectives pour le T2 se fondent sur une baisse de la demande externe et une poursuite de la faiblesse intérieure. Malgré une politique accommodante de la BNS, le financement à taux bas ne permet pas une relance de la consommation. Nos prévisions suggèrent une contraction légère au T2 du PIB suisse qui pourrait bien se poursuivre pendant l'été. Sur l'ensemble de l'année, la valeur ajoutée de l'économie suisse pourrait croître de +1%.

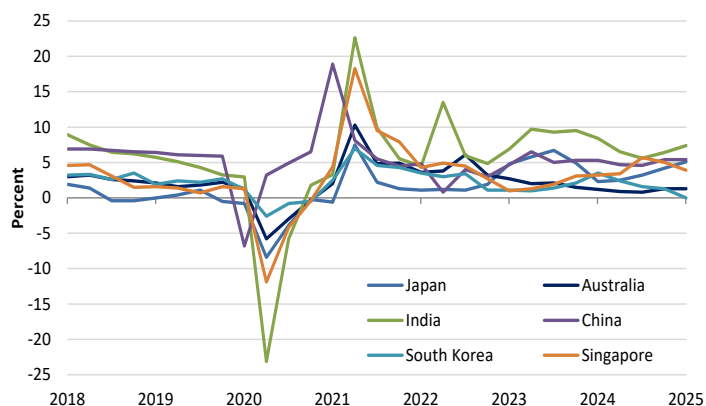
Croissance réelle de l'économie mondiale



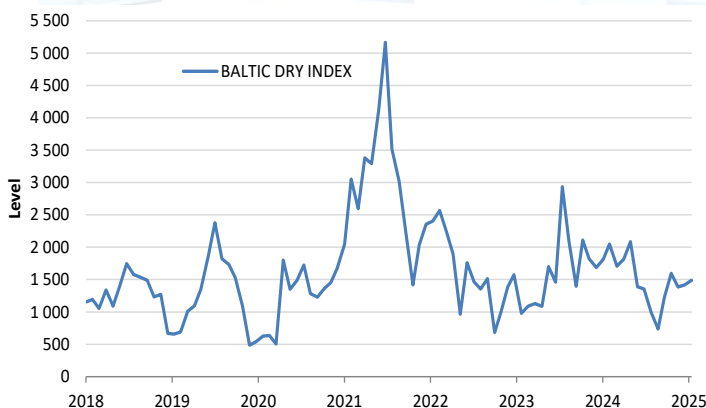
Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



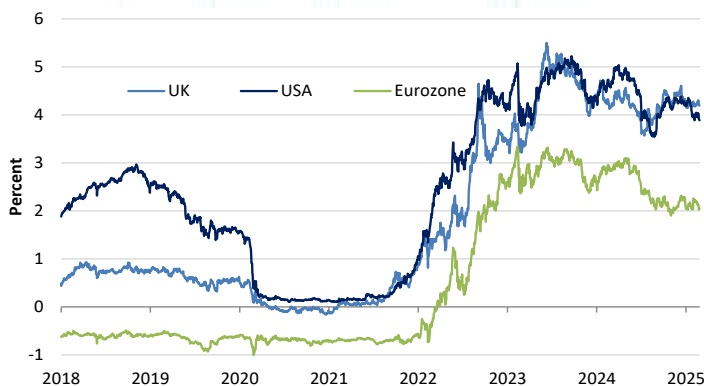
Baltic Dry Index



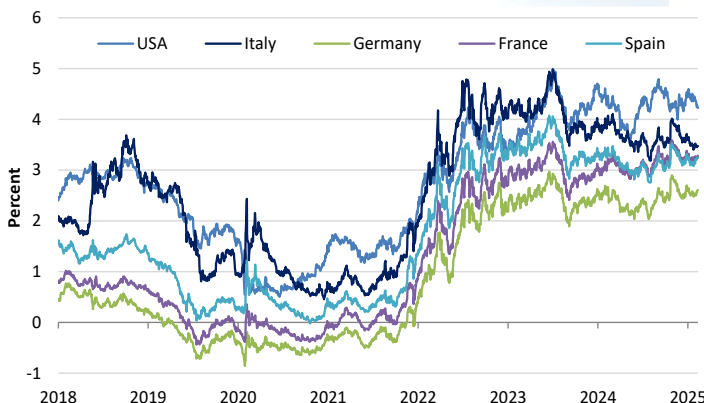
La conjoncture britannique s'effrite de mois en mois

Les premiers éléments publiés au Royaume-Uni pour la croissance du PIB en avril sont d'ailleurs plutôt mitigés. Le PIB mensuel a diminué de -0.3% par rapport à mars 2025, marquant le premier recul en six mois et la baisse la plus prononcée depuis octobre 2023. Cette baisse a été principalement due à une contraction du secteur des services (-0.4%) et de la production (-0.6%), bien que la construction ait augmenté de +0.9% en avril. Cette contraction en avril, suivie d'un résultat négatif également en mai (-0.1%) suggère que le fort élan du 1er trimestre pourrait ne pas se maintenir aussi solidement au 2e trimestre, et que l'économie pourrait faire face à des vents contraires. Bien que le 1er trimestre ait été solide, les prévisions pour les prochains mois semblent dès lors beaucoup plus mitigées en raison de plusieurs facteurs. L'inflation au Royaume-Uni reste malgré tout une préoccupation. Le taux d'inflation de l'IPC a rebondi récemment à 3.5% en avril 2025 et devrait rester au-dessus de 3% pendant la majeure partie de 2025, principalement en raison de l'augmentation des prix réglementés (comme les factures d'eau). Cela pourrait inciter la Banque d'Angleterre à adopter une approche prudente en matière d'assouplissement monétaire, limitant les baisses de taux d'intérêt. Des salaires plus élevés et les entreprises qui tentent de protéger leurs marges peuvent également exercer une pression à la hausse sur l'inflation. L'augmentation des cotisations d'assurance nationale des employeurs, la réduction du seuil secondaire et la hausse du salaire minimum vital en avril 2025 ont considérablement augmenté les coûts de main-d'œuvre pour les entreprises, en particulier dans les secteurs comme l'hôtellerie et la vente au détail. Cela pourrait freiner l'investissement des entreprises et l'emploi. La consommation des ménages devrait progressivement se redresser notamment en raison de la progression des revenus réels des ménages et de la diminution du ratio dette/revenu qui s'est amélioré. Les anticipations de croissance du PIB sont rendues plus incertaines et plus liées qu'à l'accoutumée aux facteurs internationaux que domestiques. L'évolution aux Etats-Unis de la politique de Trump en matière de tarifs douaniers malgré l'accord obtenu avec le Royaume-Uni aura d'autres effets et affectera aussi la dynamique britannique. En 2025, l'économie britannique devrait poursuivre un chemin de croissance plutôt modéré de +1.1%, sans écarter les risques de contagion toujours possible d'une récession prochaine aux Etats-Unis.

Taux gouvernementaux à 2 ans



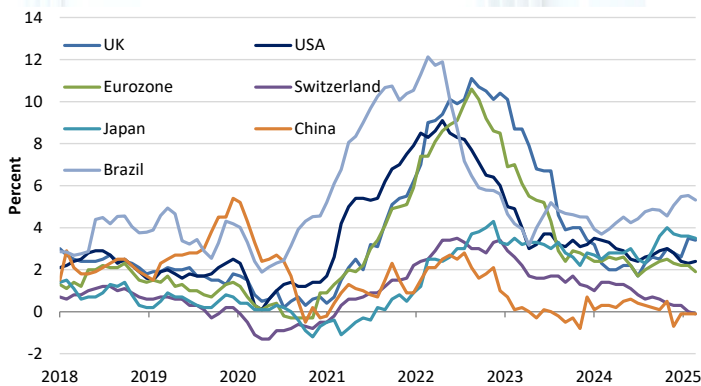
Taux gouvernementaux à 10 ans



L'incertitude subsiste au Japon

La surprise d'une contraction au T1 alors que les effets potentiels de hausses de tarifs douaniers ne sont pas encore réellement observables laisse planer le doute sur les perspectives de croissance pour le 2e trimestre. La consommation privée, bien que stagnante au T1, devrait rester faible malgré une stabilité de l'emploi et une croissance des salaires. Les salaires réels devraient continuer de baisser au T2 en raison de la hausse des prix et les dépenses des ménages devraient finalement rester réduites comme en avril. Le sentiment des consommateurs reste morose. La durabilité de cette reprise dépend de manière critique de la stabilité positive des salaires réels, ce qui n'est pas attendu avant la fin de 2025. Cela rend la confiance et les dépenses des consommateurs très vulnérables dans l'intervalle. Si les salaires réels restent négatifs ou stables, tout rebond de la consommation au T2 pourrait être temporaire ou dû à d'autres facteurs (par exemple, la demande refoulée, des événements ponctuels) plutôt qu'à une amélioration fondamentale du pouvoir d'achat des ménages. Cela suggère que la reprise économique actuelle manque d'un moteur intérieur fort et auto-entretenu. Au cours des prochains mois, la consommation aura de la peine à soutenir l'économie qui reste susceptible de "glisser dans la récession", faisant de la trajectoire des salaires réels un indicateur primordial pour la stabilité future. L'investissement des entreprises devrait poursuivre son accélération robuste, sous l'impulsion d'une progression des investissements en R&D, à la décarbonisation et aux investissements numériques. L'investissement public devrait augmenter également stimulé par des projets d'infrastructure. Cela dit, les mesures de relance budgétaire antérieures ont montré des rendements décroissants, et une croissance soutenue nécessiterait un élan tiré par le secteur privé. Les exportations nettes devraient rester un frein à la croissance au T2, en raison d'une demande mondiale plus faible et de l'appréciation récente du yen qui met à l'épreuve la compétitivité des exportations. Les exportations devraient rester léthargiques dans un contexte de tensions commerciales menées par les États-Unis. Nous estimons que les facteurs externes pèseront sur le PIB au T2 qui pourrait malgré tout afficher une très légère reprise temporairement avant de fléchir à nouveau au T3.

Inflation - Indices CPI



Inflation - Indices PPI

