



Stratégie d'investissement

Septembre 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 Métaux précieux : Entre l'euphorie d'un consensus haussier et les risques d'une correction

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Les fondamentaux en perte de vitesse aux Etats-Unis contrastent avec la situation en Europe
- Le dilemme de la Fed s'intensifie malgré la baisse de 0.25% de ses taux directeurs
- Les effets sur l'inflation et les marges des entreprises des politiques de Trump sont encore à venir
- L'optimisme des investisseurs pourrait être douché par une pause des banques centrales
- La complaisance est à nouveau très élevée dans les marchés actions
- La prudence s'impose face à une incertitude très importante

Le troisième trimestre 2025 a été marqué par une dichotomie prononcée entre des fondamentaux économiques en perte de vitesse et la résilience, voire l'optimisme, des marchés financiers. Alors que les signes d'un ralentissement de la croissance se sont multipliés aux Etats-Unis, les investisseurs ont semblé se focaliser sur le pivot anticipé de la Fed, créant un environnement complexe et porteur de risques. Ainsi, la politique monétaire est restée le principal catalyseur, reléguant au second plan la problématique budgétaire et les besoins de financement massifs du Trésor américain, mais des fissures ont commencé à apparaître dans le consensus, laissant présager une volatilité accrue. Le dilemme de la Fed a donc été le fil rouge de ce trimestre, les investisseurs ayant « parié » agressivement sur une première baisse de taux en septembre, puis deux autres avant la fin de l'année. Comme prévu, celle-ci a abaissé ses taux de 0.25% en septembre, mais elle pourrait bien décevoir les investisseurs en ne procédant pas aux deux autres baisses escomptées pour la fin de l'année. Ainsi, la surprise pourrait bien être que ni la Fed, ni la BCE ne procéderont à de nouvelles baisses prochaines, car, contrairement aux Etats-Unis, la situation macroéconomique en Europe s'est plutôt renforcée au cours des trois derniers mois. La reprise économique semble au rendez-vous et est plus largement partagée par les diverses économies nationales, dont la corrélation s'est renforcée, signe probable que la reprise est plus uniforme et plus durable. Dans cet environnement, la BCE marquera certainement une pause dans sa politique monétaire, considérant que ses taux et les indices de prix sont désormais proches de son objectif. Les discours des deux banques centrales ont récemment insisté sur la nécessité de maintenir une politique permettant de s'assurer que l'inflation retourne durablement vers la cible de 2%, ce qui, dans le cas des Etats-Unis, a douché les espoirs d'une nouvelle baisse imminente des taux le 29 octobre. Probablement signe d'une complaisance des investisseurs, ce changement de perception n'a pas pour autant provoqué de remous significatifs dans les marchés à la fin du trimestre. L'interventionnisme politique de l'administration américaine, bien que source d'une volatilité persistante, n'a finalement pas non plus enrayé l'optimisme des marchés financiers, ces derniers préférant se concentrer sur le pivot accommodant de la Fed. Malgré le relèvement massif des droits de douane devenu effectif pendant le trimestre, les indices nord-américains ont ainsi inscrit de nouveaux records. Les marchés ont en effet continué d'opérer selon une logique à court-terme axée sur la perspective de la baisse des taux de la Fed comme un filet de sécurité contre le ralentissement économique, de plus en plus soutenu par les statistiques négatives du marché de l'emploi. Les suites potentielles des événements géopolitiques intervenus en fin de 2ème trimestre, et notamment la reconnaissance de la Palestine par de nombreux Etats, ont été sans conséquences directes, pas même sur les cours de l'or, qui ont progressé sur la base d'autres facteurs. Le T3 2025 a donc été marqué par la résilience des actifs risqués dans un environnement où les risques politiques et budgétaires américains sont pourtant devenus des facteurs dominants avec comme conclusion un « shutdown » gouvernemental débutant au 1er octobre. Le dollar, qui avait été largement pénalisé par les politiques du gouvernement Trump jusqu'à la fin juin, s'est aussi stabilisé malgré les risques économiques et le consensus baissier sur les taux de la Fed. L'indice DXY affichant ainsi une légère progression de +0.9% sur

la période. Sur les marchés obligataires, l'hésitation logiquement soutenue par les discours prudents de la Fed et l'accroissement de statistiques économiques pointant vers un ralentissement ont permis une baisse des rendements modérée, mais sensiblement plus importante que dans les autres régions développées.

Dans l'ensemble les indices obligataires ont progressé de +2.03%, portant à +6.13% la hausse sur neuf mois. Ce contexte positif a soutenu l'optimisme des investisseurs permettant une poussée additionnelle des indices actions. La hausse trimestrielle de +7.27% porte à +17.43% la hausse depuis le début de l'année. L'immobilier international n'a pas été en reste avec une hausse de +4.2%, il réalise un parcours logique de +10.79% entre les résultats des obligations et des actions. Les actifs suisses ont été à la traîne en ne réalisant que de très modestes gains trimestriels respectifs de +1.15%, +1.29% et +2.02%, choqués par les droits de douanes de 39% et par une vigueur du franc, qui affecte la dynamique économique du pays. Quant aux matières premières (+4.07%), elles ont reflété les craintes d'un ralentissement économique, le pétrole évoluant en dents de scie au gré des tensions géopolitiques et des indicateurs d'activité. L'or (+17.38%) a continué de bénéficier de l'incertitude générale et de la volonté des investisseurs de diversifier leurs réserves en dehors du dollar et d'un momentum solide ayant attiré de nouveaux spéculateurs.

L'incertitude systémique de la politique de Trump et des droits de douane n'a pas encore produit tous ses effets sur les multinationales, forcées de reconfigurer leurs chaînes logistiques à grands frais, sur leurs marges et leurs résultats, ni sur l'inflation. En réduisant ses taux de 0.25% la Fed a répondu à l'affaiblissement du marché du travail, mais elle sait que sa politique monétaire ne peut que partiellement compenser le choc de confiance provoqué par la politique commerciale. Les risques de stagflation s'accroissent et peuvent peser sur les tendances positives actuelles. Les niveaux de valorisation des marchés actions sont historiquement élevés et les investisseurs ne nous semblent pas prêts à d'éventuelles révisions bénéficiaires à la baisse pour 2026 qui ne manqueront pas de se présenter lorsque le ralentissement sera plus perceptible. Le contexte de risque est aujourd'hui élevé pour les indices américains alors que le VIX (indice de la peur) est au plus bas. Nous anticipons un retour de la volatilité dans un contexte de contradictions de plus en plus perceptibles entre des politiques budgétaires et commerciales inquiétantes et des marchés actions complaisants et peu concernés par le niveau de PE historiquement élevés. Ce contexte invite à la prudence et à limiter l'exposition aux actifs risqués.



Alain Freymond
Associé & CEO
BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- Les droits de douane et la politique de Trump montrent leurs 1ers effets
- La résilience de l'économie américaine est en train de céder
- Les politiques monétaires pourraient s'avérer moins accommodantes qu'attendues
- Risques élevés de déception des investisseurs trop optimistes et exubérants

Les droits de douane et la politique de Trump montrent leurs 1ers effets

Les répercussions des politiques souvent imprévisibles et "chaotiques" de l'administration Trump, particulièrement visibles dans le domaine commercial et international, commencent à peine à développer des effets notables en ce début de T4 2025. Nous estimons que ce n'est effectivement que les prémices de ce qui apparaîtra progressivement au cours des prochains trimestres et qui aura des impacts divers aux États-Unis et dans le reste du monde. Depuis quelques mois, le monde est confronté à une escalade des tensions toutes issues de la mise en œuvre de la doctrine "America First", qui ont déclenché des réponses plus ou moins fermes des alliés et partenaires économiques des États-Unis et qui mènent progressivement à remodelisations des échanges internationaux. Les tensions entre les États-Unis et la Chine, ainsi qu'avec l'Union européenne, le Canada, le Mexique, le Brésil, l'Inde et le Japon, ont franchi un cap avec la mise en place de contre-mesures. Ces frictions provoquent des réactions dures d'États historiquement partenaires qui, sans plus de discrétion, ont déjà commencé à appliquer leurs propres tarifs et à solidifier des alternatives commerciales loin des États-Unis. Sur le plan économique, les tarifs douaniers punitifs imposés brutalement en août commencent à avoir un impact direct et de plus en plus significatif, alors que les mesures de rétorsion validées sont maintenant actives. Au cours des dernières semaines, l'inflation aux États-Unis a été clairement alimentée par ces taxes sur les importations (30%). Le CPI a bondi à +2,9% en septembre, avec des hausses généralisées sur les biens de consommation et les intrants industriels. Les entreprises qui avaient pu s'ajuster initialement en anticipant leurs commandes sont désormais souvent incapables d'absorber ces nouveaux coûts et commencent à les répercuter sur leurs clients, érodant le pouvoir d'achat des consommateurs. Les chaînes d'approvisionnement mondiales, déjà sous pression, sont désormais en pleine disruption, ce qui affecte les prix et la disponibilité des produits. Cette incertitude palpable et l'érosion de la confiance se traduisent par une chute de la consommation et un gel de l'investissement. Les entreprises annulent leurs décisions d'expansion, craignant une guerre commerciale totale. Cela augmente les risques de récession, bien au-delà des simples anticipations des trimestres précédents face à la seule menace des droits de douane. Le secteur manufacturier comme les services sont désormais ensemble en grande difficulté. À l'approche des mois essentiels pour le commerce de détail et d'environ deux tiers du PIB, les risques s'intensifient. Les coûts de financement du Trésor sont devenus un poste budgétaire critique (plus de 1,1 trillion de dollars pour 2025), annihilant la capacité du gouvernement à investir ou à réagir aux chocs économiques. Pour les prochains mois, on peut s'attendre à ce que cette instabilité économique et politique s'aggrave et développe encore plus d'effets sur les variables économiques. L'économie américaine devrait progressivement montrer des signes de craquement à l'image du marché de l'emploi qui enregistre déjà trois mois de destructions de postes alors que la révision des créations d'emplois sur la période annuelle disponible la plus récente montre une création effective inférieure d'environ 900'000 postes par rapport aux annonces précédentes. L'économie américaine commence donc tout juste à réagir aux politiques chaotiques de Trump et n'est certainement qu'au début d'une tendance qui doit encore se développer. La Fed devra continuer à naviguer un chemin étroit entre la lutte contre l'inflation importée et la nécessité de soutenir une économie perturbée par ces facteurs structurels et chaotiques hérités de la nouvelle administration.

La résilience de l'économie américaine est en train de céder

Après trois trimestres d'incertitudes politiques majeures et de politiques monétaires restrictives, la résilience initiale de l'économie américaine comme à craquer et à manifester des effets de plus en plus tangibles et négatifs en ce début de T4 2025 sur la dynamique conjoncturelle et la confiance des agents économiques. L'économie américaine, longtemps jugée "exceptionnelle" pour sa résilience, affronte en effet désormais une accumulation de vents contraires qui créent des fissures visibles dans ses fondations. La confiance des consommateurs, un pilier essentiel de la croissance, s'est nettement dégradée. L'indice du Conference Board a chuté en septembre à son plus bas niveau depuis avril, plombé par une vision plus sombre du marché du travail et une anxiété croissante face au coût de la vie. Ces frictions provoquent des réactions chez les consommateurs, notamment les ménages à revenus faibles et moyens qui subissent un choc sur leur revenu réel dû à la résurgence de l'inflation. Signe tangible de cette détresse, les défauts de paiement sur les cartes de crédit et les prêts automobiles ont atteint des sommets inégalés depuis la crise de 2008, touchant désormais toutes les strates de revenus. Sur le plan économique, les coûts élevés du crédit et la volatilité géopolitique commencent aussi à avoir un impact direct et significatif. Au cours des dernières semaines, l'inflation aux États-Unis a connu une ré-accélération, avec un CPI grimpa à +3,3% en septembre, tiré par les services et l'énergie, déjouant les espoirs d'un retour rapide à la cible de la Fed. Les entreprises, face à l'érosion de leurs marges, ont moins de latitude pour absorber les coûts et sont contraintes de freiner leurs embauches, érodant le pouvoir d'achat des consommateurs. Les chaînes d'approvisionnement mondiales restent sous tension. Cette incertitude palpable et l'érosion de la confiance se traduisent par une consommation plus faible et un investissement hésitant. Les entreprises retardent leurs décisions, anticipant un ralentissement. Un nombre record d'entreprises du S&P500 ont émis des avertissements sur résultats pour le T3 et devraient conserver une « forward guidance » prudente pour la fin de l'année et 2026, tandis que les écarts de crédit sur la dette d'entreprise se sont élargis, trahissant la nervosité des investisseurs face au risque de défaut. Le marché du travail a montré en septembre un signe de rupture majeur avec la nouvelle destruction de 32'000 postes, tandis que le taux de chômage remontait à 4,3%. De plus, la croissance des salaires a ralenti, confirmant que le pouvoir de négociation des employés s'érode rapidement. Pour les prochains mois, on peut s'attendre à ce que ce ralentissement s'intensifie et développe toujours plus d'effets sur les principales variables économiques et financières. Le secteur manufacturier, comme l'indique l'ISM à 49,1, est déjà en contraction, et le ralentissement s'est brutalement étendu aux services. L'indice ISM des services a chuté près du seuil de stagnation à 50,0, mais sa composante cruciale des nouvelles commandes est, elle, entrée en territoire de contraction (49,9), un présage très négatif pour l'activité future, ce qui ne manquera pas d'alimenter à nouveau les craintes sur la consommation et l'investissement. Les risques de récession devraient s'intensifier, alors que les investisseurs réalisent que ces éléments agiront négativement sur la croissance des profits des entreprises. La baisse des taux de 0,25% de la Fed n'aura aucun impact sur la suite des statistiques, l'économie et les ménages ne réagiront pas à cette première baisse depuis neuf mois, d'autant qu'elle a été accompagnée d'avertissement sur les risques toujours présents d'une reprise de l'inflation. La résilience de l'économie nous semble remise en question par ces facteurs pointant plutôt vers un risque de stagflation et de récession.

Les politiques monétaires pourraient s'avérer moins accommodantes qu'attendues

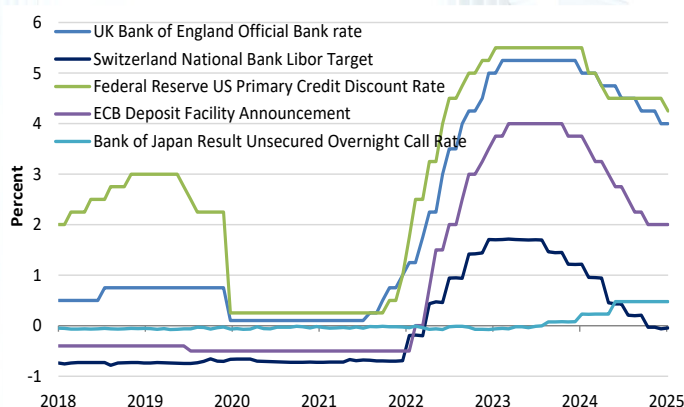
Un fossé abyssal semble bien se creuser entre l'optimisme des marchés financiers et la prudence de plus en plus affirmée des banques centrales. Alors que les investisseurs, galvanisés par les récentes baisses de taux, continuent de parier massivement sur un assouplissement monétaire accéléré, les données économiques sous-jacentes et les communications officielles suggèrent que la partie la plus difficile commence à peine. Une révision brutale des perspectives pourrait prendre à contre-pied des marchés dont l'exubérance semble déconnectée de la réalité économique fondamentale. La Fed a ajusté sa politique suite aux chiffres de l'emploi, mais elle considère toujours qu'elle fait l'ace au spectre d'une inflation tenace. Aux États-Unis, le marché actions nous semble plutôt euphorique, malgré la situation conjoncturelle particulièrement incertaine et les craintes de la Fed d'une remontée de l'inflation. Après la baisse de taux de septembre, qui a ramené la fourchette cible à 4,00%-4,25%, les contrats à terme (Fed Funds futures) intègrent avec une probabilité de plus de 70% au moins une, voire deux baisses de taux supplémentaires avant la fin de l'année. Cet optimisme repose sur l'idée que le ralentissement de l'emploi et la baisse du CPI global suffiront à rassurer la Réserve Fédérale. Cependant, la Fed regarde au-delà de ces chiffres de surface et se concentre sur des indicateurs bien plus préoccupants. Le véritable enjeu n'est plus l'inflation globale, mais l'inflation "supercore" (services hors logement et énergie), qui reste solidement ancrée en raison de la vigueur des salaires. Le baromètre de la Fed d'Atlanta sur la croissance des salaires, bien qu'en baisse, campe toujours au-dessus de 5%, un niveau jugé incompatible avec un retour durable de l'inflation à la cible de 2%. De plus, l'indice d'inflation PCE "core", la mesure préférée de la Fed, stagne à un niveau élevé de 3,5%. Les officiels de la Fed, comme le vice-président Philip Jefferson le 3 octobre, ne cessent de marteler que les risques inflationnistes demeurent et que la politique doit rester « restrictive » pour un certain temps. La Fed craint par-dessus tout de répéter les erreurs des années 1970 en déclarant victoire trop tôt, et préfère risquer un ralentissement économique plus marqué plutôt que de voir l'inflation s'enraciner. La probabilité d'une longue pause est donc bien plus élevée que ce que le marché anticipe. En Europe, la situation est radicalement différente mais mène à une conclusion similaire : la fin du cycle d'assouplissement pour 2025. La Banque Centrale Européenne, après avoir maintenu ses taux inchangés, se trouve dans une position confortable qui ne justifie aucune nouvelle action à court terme. L'inflation dans la zone euro, à 2,2% septembre, a atteint son objectif, permettant à la banque de marquer une pause. Celle-ci est d'autant plus justifiée que la reprise économique se confirme. L'indice PMI Composite de la zone euro est remonté à 52,5 en septembre, signalant une expansion solide. Cette croissance est toutefois à deux vitesses : elle est portée par le dynamisme exceptionnel du secteur des services en particulier dans les pays du sud comme l'Espagne et l'Italie, tandis que le secteur manufacturier, notamment en Allemagne, reste en difficulté. Néanmoins, cette dynamique positive dans les services soutient le marché du travail (chômage historiquement bas à 6,3%) et la demande intérieure. Forte de ces indicateurs, la BCE n'a aucune raison de prendre le risque de relancer l'inflation avec une nouvelle baisse de taux. Elle va donc rester en observation, décevant les espoirs de ceux qui pariaient sur un assouplissement continu. Dans un tel contexte, les politiques monétaires pourraient s'avérer moins accommodantes qu'attendues.

Risques élevés de déception des investisseurs trop optimistes et exubérants

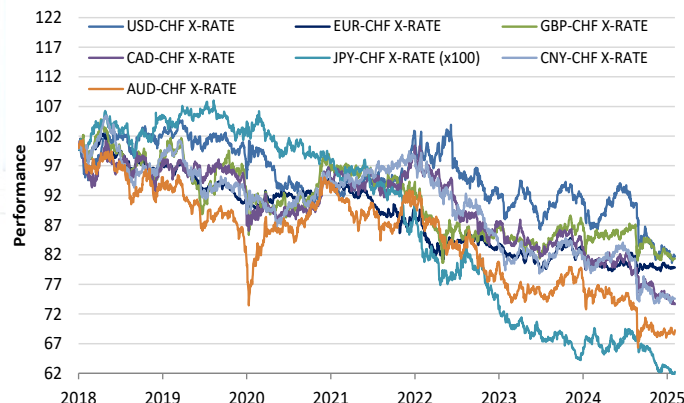
Le décalage entre les anticipations des investisseurs et la réalité monétaire est désormais à un point critique. Les marchés actions, dont les valorisations, notamment dans le secteur technologique, sont tendues, reposent entièrement sur le postulat de conditions financières toujours plus accommodantes et sur une absence de récession. Si la Fed entame une nouvelle pause et que la BCE campe sur ses positions, la réévaluation des perspectives de taux d'intérêt pourrait être violente. Aux États-Unis, le scénario de stagflation et d'ajustement à la baisse des marges et profits des entreprises aurait des conséquences importantes. Le premier domino à tomber serait le marché actions particulièrement surévalué aux États-Unis. Les attentes bénéficiaires souvent extrêmes dans un contexte de ralentissement conjoncturel mais, soutenues par des espoirs de baisses de taux devraient s'ajuster en compressant les multiples de valorisation (Price-to-Earnings ratios). Les investisseurs, qui ont sous-estimé la détermination

des banques centrales à s'assurer d'une victoire totale sur l'inflation, pourraient être contraints de dénouer leurs positions optimistes dans la précipitation, créant une correction significative et une forte hausse de la volatilité (VIX) dans les mois à venir. L'exubérance actuelle des marchés repose sur un pari risqué et le réveil pourrait être brutal. 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 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 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.

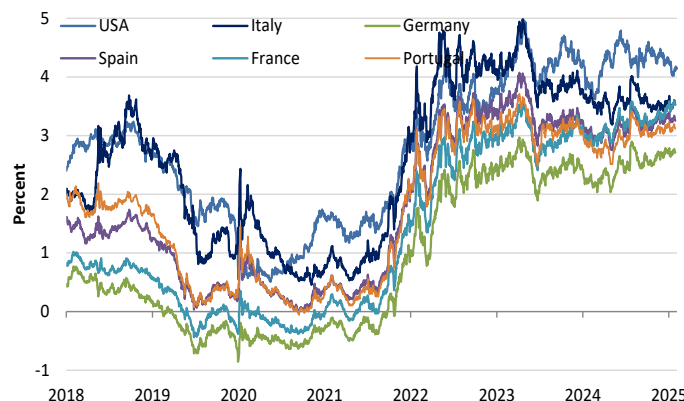
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



7 principales devises contre CHF (base 100)



Taux gouvernementaux à 10 ans



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- Perspectives plus incertaines pour la croissance mondiale
- Fin prochaine de la résilience américaine
- Une reprise européenne qui se renforce
- Stagnation probable en Suisse au T4
- La conjoncture britannique restera faible
- Ralentissement probable au Japon

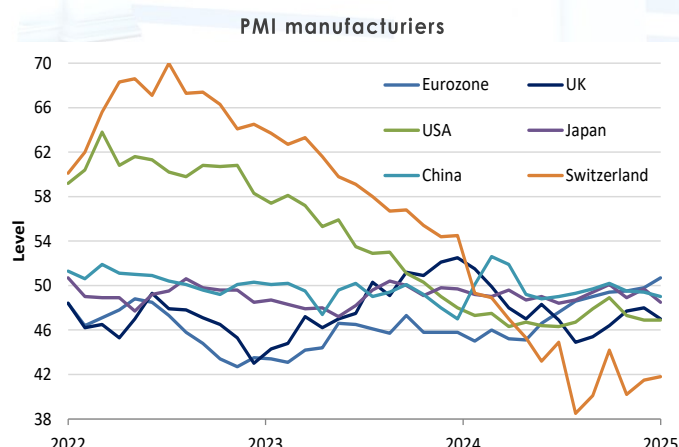
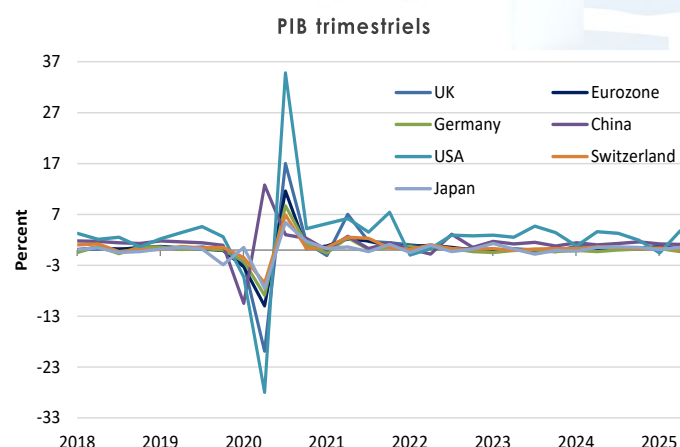


Perspectives plus incertaines pour la croissance mondiale

À la fin de septembre 2025, l'économie mondiale présente une stabilité de façade, masquant des divergences profondes entre régions et des risques accrus. Globalement, si le commerce mondial a affiché une croissance en valeur au premier semestre, les volumes, eux, stagnent, reflétant un malaise bien plus profond de la demande. Les importations américaines résistent encore, mais la demande en Europe et en Chine constitue un frein important au développement du commerce international. Le sentiment général est encore affecté par la fragilisation des chaînes d'approvisionnement dans le contexte de mise en œuvre en août essentiellement de nouvelles taxes douanières des États-Unis. L'incertitude n'a pas disparu suite aux négociations tarifaires, les entreprises américaines et celles qui commercent avec les États-Unis font face à des difficultés considérables posées par les droits de douane, affectant à la fois leurs marges et leurs chaînes d'approvisionnement. La montée des incertitudes et ces nouveaux challenges affectent les relations internationales et l'OMC ne prévoit désormais qu'une très faible hausse du volume du commerce mondial de marchandises de +0,9% pour 2025. À court terme, les perspectives sont dominées par le dilemme des banques centrales face à une inflation des services plus tenace que prévu. Le maintien de conditions financières restrictives pèse sur l'investissement et la consommation. Les déséquilibres commerciaux (déficit américain, excédents chinois) persistent, alimentant des frictions. La croissance mondiale fait face à des perspectives devenues très hétérogènes. Les institutions financières livrent un tableau contrasté, la Banque Mondiale maintient une projection prudente à +2,3% pour 2025, s'alarmant pour les pays en développement, tandis que l'OCDE se montre plus optimiste et table sur une croissance de +3,2%, portée par la vigueur des États-Unis, alors que le FMI anticipe une hausse de +3,0%. Pour le T4 2025, nous estimons que les risques de fléchissement global par rapport à ces estimations sont essentiellement portés par le ralentissement probable de l'économie américaine. Nous projetons une hausse de la production mondiale de +3% en glissement annuel au 31 décembre 2025, risques pour cette prévision étant encore orientés à la baisse.

Fin prochaine de la résilience économique américaine

En ce début de T4 un consensus prudent se dessine parmi les principaux prévisionnistes après un rebond technique au T2 et des signaux de refroidissement au T3. Les anticipations pour les derniers mois de l'année pointent majoritairement vers un ralentissement de l'économie américaine. Les analyses des principaux stratèges, bien que variant dans l'intensité du ralentissement prévu, s'accordent sur les sources de cette décélération. Le consensus s'établit désormais autour d'un probable ralentissement. Nous estimons pour notre part, que la décélération pourrait être assez nette et attendons une croissance modérée entre 0% et +1%. Les probabilités de récession ont diminué, mais l'impact retardé du resserrement monétaire de la Fed pèseront sur l'activité. Le tassement attendu des dépenses de consommation, en raison de l'épuisement de l'épargne excédentaire accumulée et du ralentissement de la croissance des revenus réels devrait se matérialiser plus nettement. Les statistiques du marché de l'emploi suggèrent que l'économie ne crée plus de postes depuis trois mois, alors que le « shutdown » qui débute, s'il prend une forme similaire à celle de 2019, pourrait largement peser sur les statistiques et détériorer plus profondément encore le moral des ménages. Il ne faut pas non plus sous estimer les effets à venir des conditions de crédit difficiles affectant non seulement l'investissement des entreprises, mais aussi le coût du crédit à la consommation (cartes de crédit, prêts automobiles), ce qui devrait freiner les dépenses futures. On observe sur ce point une progression du taux de défaut sur les crédits à la consommation et un recours accru à l'endettement pour maintenir le niveau de vie. Cela annonce une contraction inévitable des dépenses discrétionnaires dans les mois à venir. Si la résilience de l'économie américaine a surpris jusqu'à ce jour, le T4 marquera un changement de régime.



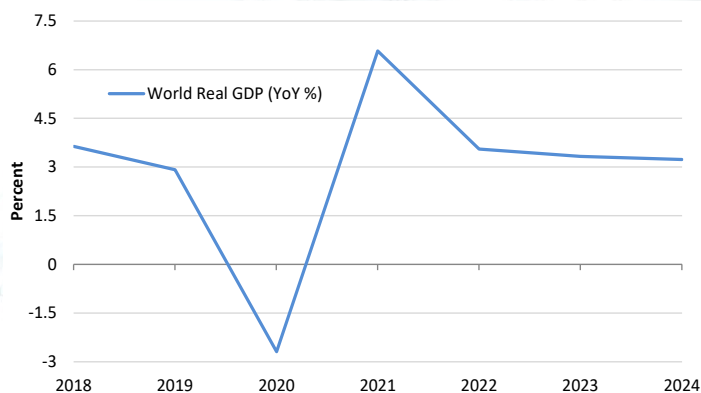
Une fin d'année 2025 sur une note positive en Europe

La dynamique observée au troisième trimestre (+0.4%) devrait se prolonger sur les derniers mois de l'année, augurant une croissance pour le T4 2025 que nous estimons à +0.3%. Ce rythme, bien que légèrement tassé, témoigne de la résilience de l'économie de la zone euro face à un environnement mondial incertain. Si cette prévision se confirme, la croissance du PIB sur l'ensemble de l'année 2025 s'établirait à +1.2%, dépassant ainsi les dernières projections de la BCE et de la Commission européenne. Le principal moteur de cette performance reste la demande intérieure et, plus particulièrement, la consommation des ménages. La stabilisation de l'inflation sous la barre des 2% et la robustesse du marché du travail continuent de soutenir le pouvoir d'achat et la confiance, un facteur décisif qui devrait stimuler les dépenses durant les fêtes de fin d'année. L'investissement des entreprises, bien que toujours prudent, devrait continuer sur sa lancée positive du T3, bénéficiant de conditions de financement qui demeurent accommodantes. Toutefois, le commerce extérieur reste le principal point de vigilance. Les tensions commerciales avec les États-Unis subsistent et n'ont pas disparu avec l'annonce de tarifs douaniers fixés à 15%. Ces nouvelles taxes pèseront sur les perspectives d'exportation dans les prochains trimestres. Les exportations globales de la zone euro et la croissance dépendront donc de la capacité des entreprises européennes à consolider leurs parts de marché auprès d'autres partenaires internationaux. Au niveau national, l'Allemagne pourrait connaître une croissance légèrement moins soutenue qu'au trimestre précédent, mais son secteur industriel confirme son redressement progressif. La France, quant à elle, devrait maintenir un rythme de croisière stable, toujours portée par la vigueur de sa consommation. À court terme, la zone euro semble donc en bonne voie pour clore l'année sur des bases plus solides qu'anticipé, même si les risques géopolitiques appellent à ne pas céder à un optimisme excessif pour 2026.

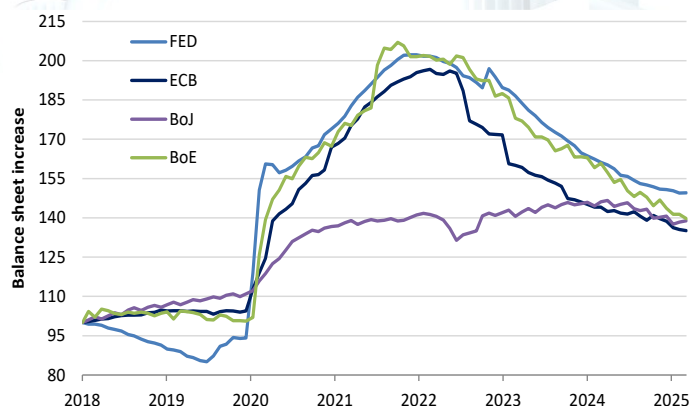
Risques élevés de stagnation au T4 en Suisse

Les perspectives pour la seconde moitié de 2025 restent marquées par une grande incertitude et un risque élevé de stagnation, en particulier pour le troisième trimestre. Le fait que les moteurs traditionnels de la croissance aient tous affiché des taux de croissance faibles au T2 est un signe avant-coureur. La dissipation totale des effets d'anticipation qui avaient dopé les exportations au T1 va lourdement peser sur la performance du T3. Le secteur industriel, en particulier l'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux (MEM), continue de faire face à une demande extérieure anémique, comme en témoigne un PMI manufacturier qui s'est maintenue sous la barre des 50 pour le sixième mois consécutif en septembre (47,8). Les carnets de commandes, à 45,2 points, sont à un niveau historiquement bas, ce qui n'augure d'aucune reprise de l'investissement à court terme. Par conséquent, la croissance du PIB au T3 et T4 reposera quasi exclusivement sur la résilience du secteur des services (PMI à 52,5) et de la consommation privée. Or, comme vu précédemment, la consommation manque de dynamisme. Les hausses de salaires attendues pour 2026, de l'ordre de 2.0%, ne devraient générer qu'une croissance réelle du pouvoir d'achat de +0.4% après inflation, un gain marginal insuffisant pour stimuler significativement les dépenses. Dans ce contexte, les prévisions de croissance pour le T3 oscillent dans une fourchette très étroite, entre 0% et +0.2%. Une stagnation est un scénario tout à fait plausible. Pour le quatrième trimestre, une légère reprise est espérée, traditionnellement soutenue par les dépenses de fin d'année, mais elle restera très conditionnée par la confiance des ménages et l'évolution de la situation économique en Europe. Le consensus des économistes et les prévisions d'institutions comme le KOF ou le SECO convergent donc vers une croissance pour l'ensemble de l'année 2025 qui devrait s'établir autour de +1.1%, un chiffre bien en deçà de la croissance de +2.1% enregistrée en 2023 et qui illustre une année de quasi-stagnation pour l'économie helvétique.

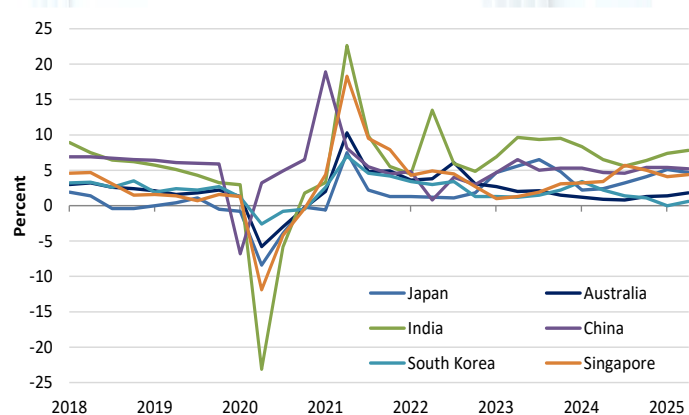
Croissance réelle de l'économie mondiale



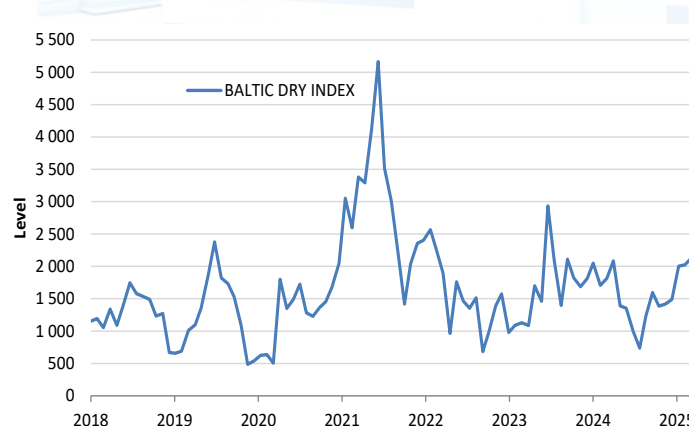
Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



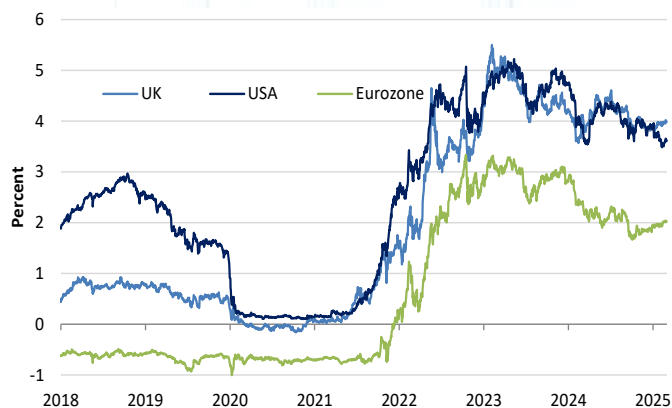
Baltic Dry Index



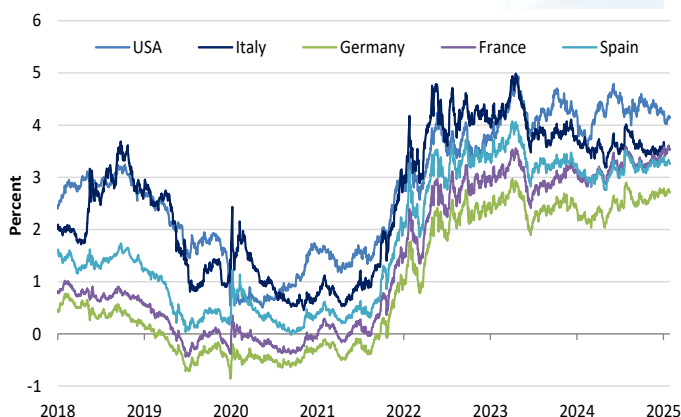
La conjoncture britannique va manquer de souffle

L'économie aborde le dernier trimestre de 2025 dans une situation de quasi-stagnation, oscillant entre des signes de résilience et des vents contraires persistants. Les données récentes dépeignent une croissance atone, une inflation tenace et un marché du travail qui montre des signes de refroidissement, dessinant des perspectives modérées pour la fin de l'année, avec une contraction possible de la consommation. Du côté positif, le secteur des services, pierre angulaire de l'économie, a maintenu une légère croissance, et le taux de chômage, bien qu'en légère hausse à 4.7%, reste historiquement bas. De plus, la croissance des salaires, bien que ralentie, continue de soutenir le pouvoir d'achat des ménages, qui n'en profitent pas pour augmenter leur consommation. En revanche, les indicateurs négatifs sont notables. La croissance du PIB a stagné en juillet après une performance plus robuste au T2. L'inflation, à +3.8% en juillet et août, demeure bien au-dessus de la cible de la BoE, érodant la confiance des ménages et des entreprises. Le secteur de la production industrielle a reculé, et le déficit commercial s'est creusé, soulignant les difficultés à l'export dans le contexte international tendu et malgré l'accord obtenu avec les États-Unis moins contraignant que pour les pays de l'UE. La principale force de l'économie britannique réside dans la vigueur de son secteur des services, notamment financiers et technologiques. Un environnement d'investissement des entreprises qui s'est montré robuste en début d'année et qui constitue également un atout. Cependant, les faiblesses structurelles pèsent sur la performance globale. Une faible productivité persistante, une forte dépendance aux importations et des disparités économiques régionales importantes freinent une reprise plus vigoureuse et généralisée. Le principal risque pour le dernier trimestre reste l'inflation, qui pourrait contraindre la BoE à maintenir une politique monétaire restrictive plus longtemps que prévu, pesant sur l'investissement et la consommation. Les incertitudes géopolitiques mondiales et la volatilité des prix de l'énergie représentent également des menaces non négligeables. Néanmoins, des opportunités existent. Une décélération de l'inflation plus rapide que prévu pourrait redonner de l'air au pouvoir d'achat et stimuler la demande intérieure. De plus, des investissements ciblés dans les secteurs de croissance comme les technologies vertes et l'intelligence artificielle pourraient jeter les bases d'une croissance future plus solide et durable.

Taux gouvernementaux à 2 ans



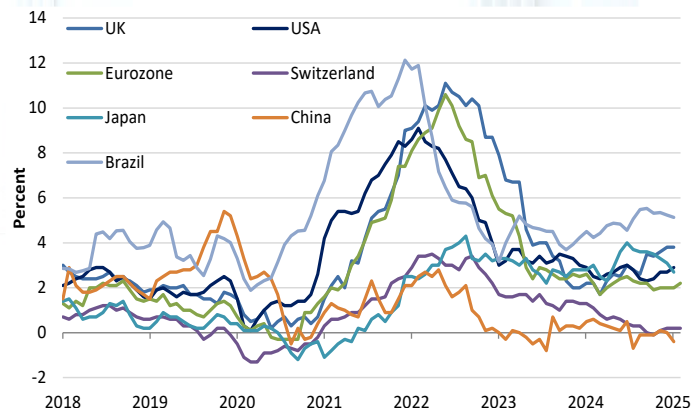
Taux gouvernementaux à 10 ans



Ralentissement probable jusqu'en fin d'année

Après un T2 étonnamment robuste, la croissance japonaise devrait ralentir. La performance exceptionnelle d'avril-juin, révisée à la hausse à +2.2% en rythme annualisé, était largement portée par une consommation privée plus forte que prévu. Cependant, le consensus pour la période de juillet à septembre table sur une modération, l'élan de la consommation peinant à compenser des vents contraires, tant nationaux qu'internationaux. Les données économiques publiées récemment pour le T3 offrent un tableau mitigé, présentant des éléments qui à la fois corroborent et contredisent les attentes d'un ralentissement. Le principal facteur de surprise positive reste la solidité de la demande intérieure, où la consommation des ménages demeure un pilier. La croissance des salaires réels, devenue positive après près de deux ans de baisse, soutient le pouvoir d'achat, une dynamique fruit des hausses de salaires historiques négociées au printemps et des mesures de soutien budgétaire. De plus, le secteur des services a continué de progresser, indiquant que l'activité domestique reste bien orientée. À l'inverse, la production manufacturière fléchit, avec un indice PMI entré en zone de contraction, signalant une détérioration de la production et des nouvelles commandes. Ce secteur est particulièrement sensible au ralentissement de la demande mondiale. La prudence des entreprises persiste également; l'investissement devrait rester modéré face à l'incertitude politique commerciale et la hausse des coûts. Enfin, le léger tassement de l'inflation de base, bien que positif pour les consommateurs, pourrait être interprété comme un signe de refroidissement de la demande globale. Plusieurs facteurs soutiennent néanmoins l'activité. Sur le plan domestique, la croissance des salaires est le principal moteur, matérialisant une spirale salaires-prix jugée plus vertueuse qui stimule la consommation. Malgré une prudence généralisée, les investissements ciblés dans la numérisation, la transition écologique et les technologies visant à pallier le manque de main-d'œuvre restent dynamiques, souvent aidés par des subventions publiques. La politique monétaire, bien qu'en cours de normalisation, demeure accommodante. Sur la scène internationale, le retour des capitaux étrangers, attirés par des valorisations jugées raisonnables, les réformes de gouvernance et la faiblesse persistante du yen, soutient les profits des exportateurs et constitue des appuis notables.

Inflation - Indices CPI



Inflation - Indices PPI

