

Boussole

3^{ème} trimestre 2025

La qualité et la stabilité s'imposeront

Anatomie de la croissance

Quatre modèles soumis au test de résistance

Entre stratégie et gros titres

La qualité et la stabilité s'imposeront

Dans un monde marqué par des tensions géopolitiques et des bouleversements technologiques, la croissance économique pure, mais aussi sa structure et sa résilience sont au centre des préoccupations. Dans ce contexte, la composition de l'économie est également déterminante. Les quatre composants que sont la consommation, les investissements, les dépenses publiques et les exportations nettes peuvent varier fortement d'un pays à l'autre, d'où des opportunités et des défis différents pour les modèles économiques des États-Unis, de la Suisse, de l'UE et de la Chine.

Les États-Unis restent leaders avec un modèle orienté vers la consommation qui s'appuie sur un emploi solide et des investissements élevés dans des secteurs clés. La Suisse convainc par sa stabilité : inflation peu élevée, exportations spécialisées et discipline budgétaire. L'Europe, quant à elle, investit massivement dans sa transformation verte et dans la défense, mais doit dans le même temps lutter contre des inefficiences structurelles, des changements géopolitiques et une importante charge fiscale. La Chine, enfin, dont la croissance a longtemps été alimentée presque exclusivement par les investissements et les exportations, est confrontée à la tâche difficile de renforcer durablement sa consommation intérieure.

Si les modèles de force économique les plus résistants s'imposent à long terme, ce sont souvent les narratifs, les gros titres et les événements politiques qui, à court terme, dictent l'évolution du marché.

Allocation : l'or et l'immobilier suisse, gages de stabilité

L'incertitude a toujours été un poison pour les marchés financiers et l'économie. Le second mandat de Donald Trump est marqué par une volonté de déstabilisation économique et géopolitique manifeste. Sur fond de faible visibilité et de dynamique alimentée par les gros titres, les CEO hésitent à investir et les consommateurs commencent à constituer des réserves. Si les données économiques objectives demeurent solides, les indicateurs subjectifs basés sur des enquêtes signalent un risque accru de récession. Certes, les entreprises continuent d'afficher des bénéfices robustes, mais leurs prévisions sont désormais de plus en plus prudentes.

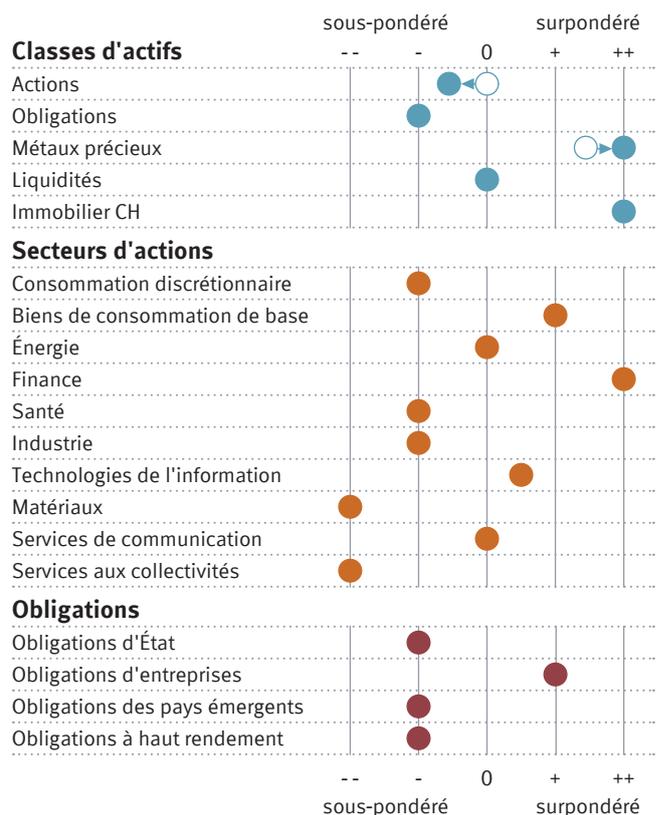
À court terme, les droits de douane perçus font grimper l'inflation américaine, tandis qu'un tassement de la conjoncture et une baisse des prix des loyers devraient exercer un effet modérateur à moyen terme. La Réserve fédérale américaine attend que la situation économique se clarifie pour prendre des mesures de politique monétaire. Les marchés anticipent néanmoins deux à trois baisses des taux d'intérêt aux États-

Unis. Deux réductions de taux sont attendues cette année dans la zone euro, contre une à deux en Suisse.

Compte tenu des incertitudes accrues, nous maintenons un positionnement défensif. Outre une allocation sectorielle défensive, nous recommandons de sous-pondérer légèrement les actions et renforçons notre exposition à l'or pour son effet stabilisateur. Nous continuons aussi de privilégier l'immobilier suisse. Par contre, nous conservons la sous-pondération des obligations en francs suisses en raison de leurs faibles rendements. Lorsqu'il s'agit de concilier mouvements du marché à court terme et analyses structurelles à long terme, la qualité et la stabilité constituent des facteurs de succès décisifs.

Répartition des actifs

recommandation au 1^{er} juillet 2025
(monnaie de référence CHF)

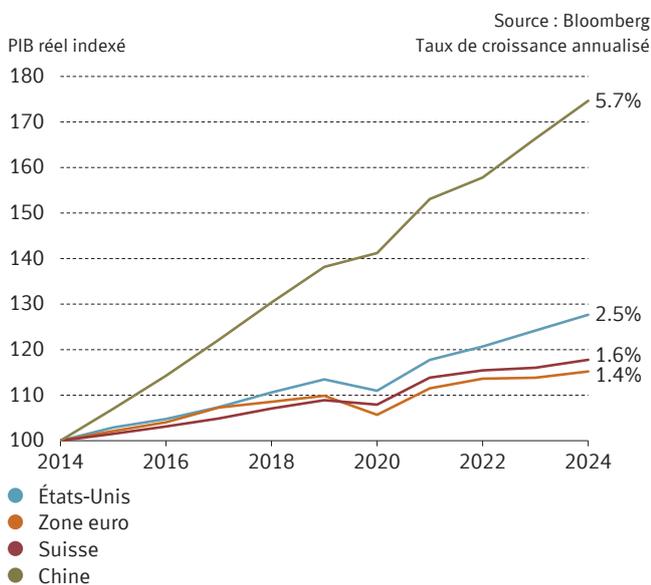


Anatomie de la croissance : en quoi les PIB se différencient-ils ?

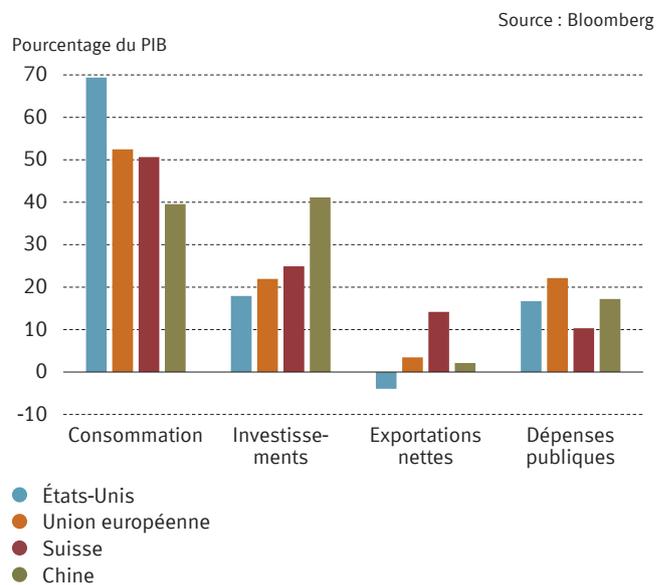
Si le produit intérieur brut (PIB) mesure la performance économique, il en dit souvent moins sur l'avenir qu'on ne le pense. Plus que le niveau de la croissance, c'est sa composition et sa viabilité structurelle qui comptent. Un pays qui affiche une croissance de 5 % portée par l'endettement et les bulles immobilières est ainsi moins bien loti à long terme qu'un pays avec une croissance de 2 % qui repose sur une consommation stable, des investissements productifs et des exportations durables. Dans un monde où les tensions géopolitiques, les problèmes fiscaux et les bouleversements technologiques se multiplient, la qualité de la croissance devient le paramètre déterminant.

Le PIB est calculé à partir de quatre composants principaux : la consommation, les investissements, les dépenses publiques et les exportations nettes. Ces quatre piliers ne présentent pas tous la même vulnérabilité aux crises, en fonction des interventions politiques, de la conjoncture mondiale et des développements technologiques. Quiconque souhaite comprendre pourquoi les États-Unis restent la première puissance économique, pourquoi la Suisse se distingue par sa stabilité malgré sa petite taille, pourquoi les perspectives concernant l'UE sont teintées de nombreuses incertitudes et pourquoi la Chine se trouve sous pression doit commencer par analyser la structure de la croissance.

Comparaison de la croissance du PIB



Les quatre composants du PIB



Ces dernières années ont été marquées par de profondes mutations, et les priorités ont changé dans le monde entier : la sécurité nationale, la résilience et la souveraineté technologique gagnent en importance au détriment de l'efficacité, de l'ouverture économique et politique d'un pays ainsi que de la répartition globale du travail. Le rôle des quatre composants du PIB s'en trouve également modifié. Alors que la consommation se politise, les investissements deviennent plus stratégiques, les dépenses publiques plus expansives et les exportations plus volatiles.

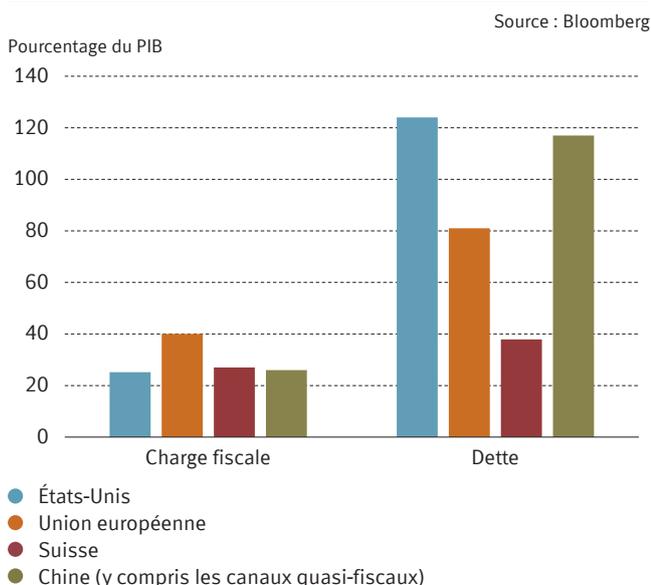
Ces développements interviennent dans des modèles économiques très différents. Les États-Unis misent traditionnellement sur une économie intérieure portée par la consommation et caractérisée par une forte capacité d'innovation et une grande propension à investir. La Suisse se distingue par son équilibre : demande stable, exportations spécialisées, industrie robuste et rigueur budgétaire. L'UE se débat avec son héritage structurel tout en affichant ses ambitions en matière de transition verte et de défense. La Chine fait face à une transition délicate : passer du modèle basé sur les exportations et les investissements à un modèle axé sur la relance de la consommation domestique. C'est précisément là que le bât blesse.

Dans la deuxième partie de cette analyse, nous comparons les quatre régions à l'aune des différents composants du PIB afin de montrer quelle combinaison promet le positionnement économique le plus solide à long terme. Car la prochaine phase de croissance mondiale ne sera pas une course au volume, mais à la résistance structurelle et à l'orientation stratégique.

Quatre modèles soumis au test de résistance

Les quatre composants du PIB montrent à quel point la structure des fondamentaux varie d'une économie à l'autre. Les pays qui sont aujourd'hui économiquement solides ne doivent pas cette force à l'ampleur de leur croissance, mais à sa composition.

Charge fiscale et niveau d'endettement



Le modèle économique des États-Unis reste le plus dynamique de tous. La consommation intérieure est soutenue par un emploi robuste, une immigration nette positive et des effets de richesse considérables. Malgré un faible taux d'épargne, la forte propension à consommer assure une demande stable. D'autres paramètres sont toutefois encore plus importants, en particulier les investissements dans la numérisation, l'intelligence artificielle, la défense et la relocalisation. En raison de l'endettement, la perspective de dépenses publiques supplémentaires reste plutôt limitée à moyen terme. Cela est cependant secondaire vu que la dynamique, en comparaison internationale, vient du secteur privé. Les déficits commerciaux persistants sont structurels, mais ne réduisent guère le potentiel de croissance.

La Suisse présente un profil différent, dans la mesure où sa croissance est moins soutenue, mais plus équilibrée. La consommation profite de la faiblesse de l'inflation et de la stabilité de l'emploi. Les investissements se concentrent sur des secteurs porteurs tels que la biotechnologie, la technique médicale et les technologies de précision. Les dépenses publiques demeurent modérées et créent des marges de manœuvre fiscales, un avantage en période de crise. Du côté des exportations, la Suisse convainc par une spécialisation élevée et une sensibilité aux prix moindre que les zones économiques concurrentes, un atout dans un environnement protectionniste.

L'Europe est tiraillée entre ambitions et restrictions. L'UE poursuit une stratégie d'investissement axée sur la transformation verte, la numérisation et la défense. Mais la consommation et la productivité souffrent de l'évolution démographique, des inefficiences et d'une charge fiscale élevée (impôts et cotisations sociales). De nombreux États membres disposent d'une marge de manœuvre restreinte pour augmenter leurs dépenses publiques du fait de leur endettement et des déficits budgétaires. Les tensions géopolitiques et les barrières commerciales renforcent également la pression sur les exportations. L'Europe investit, mais ne consomme pas suffisamment et reste fragmentée sur un plan politique.

En Chine, les comptes nationaux sont en partie faussés. Pékin mise beaucoup sur les entreprises étatiques, dont les dépenses ne sont pas imputées aux « dépenses publiques », mais au poste des « investissements ». Le rôle économique de l'État semble donc moins important qu'il ne l'est en réalité. Pendant des décennies, la croissance a été portée par les investissements et les exportations, et les tentatives visant à renforcer durablement la consommation sont restées vaines. Le gouvernement a trop souvent dû recourir à des investissements dirigés par l'État et à l'octroi de crédits pour stimuler la conjoncture. Cette politique a entraîné des surcapacités dans l'industrie et une bulle immobilière. La transition de l'économie vers plus de consommation intérieure s'avère difficile. Le taux d'épargne élevé s'explique par le système social peu développé, la politique de l'enfant unique, les normes culturelles et la précarité de l'emploi. Autre facteur aggravant, une part considérable de l'épargne privée est immobilisée dans le secteur mal en point de l'immobilier. À cela s'ajoute une baisse de l'activité d'investissement, en particulier dans la construction. Les impulsions fiscales qui se profilent renforceront les déséquilibres existants. Les exportations pâtissent des tensions géopolitiques et de la délocalisation des chaînes d'approvisionnement mondiales.

En résumé, les États-Unis et la Suisse s'appuient sur des sources de croissance respectivement solides et équilibrées. L'Europe est confrontée à des restrictions structurelles et la Chine fait face à une transition difficile.

À long terme, la qualité l'emporte sur la quantité

Les années à venir ne seront pas une course au PIB le plus élevé, mais à la forme de force économique la plus viable. Selon nous, les États-Unis et la Suisse sont bien positionnés, alors que l'UE et la Chine doivent relever des défis plus importants. Si ces différences structurelles façonnent l'évolution à long terme, d'autres forces souvent moins rationnelles alimentent les marchés des capitaux à court terme.

Entre stratégie et gros titres : qu'est-ce qui anime les marchés aujourd'hui ?

La force économique à long terme repose sur la structure de la croissance. Or les investisseurs le savent bien : les mouvements du marché à court terme ne s'expliquent souvent pas tant par les fondamentaux que par les humeurs, les gros titres ou les événements politiques.

Les marchés financiers naviguent à vue. De plus en plus erratiques, les événements politiques (tensions géopolitiques, chocs douaniers et résultats des élections) rendent les marchés nerveux et peu prévisibles. Alors que les données conjoncturelles paraissent rétrospectivement solides, les indicateurs avancés signalent une dégradation de la conjoncture. Certes, de nombreuses entreprises se montrent robustes, mais les vents contraires se renforcent.

Cette situation est particulièrement manifeste aux États-Unis, où les mesures douanières font grimper les prix à court terme, sans que des problèmes structurels tels que le déficit de la balance commerciale ne puissent être résolus en parallèle. Pour autant, il ne faut pas s'attendre à une deuxième vague d'inflation comme durant les années 1970. L'impact réel des droits de douane et de la faiblesse du dollar sur l'inflation devrait rester limité. Les marchandises ne représentent que 19 % de l'indice américain des prix à la consommation et 23 % de l'indice de base. De plus, les droits de douane sont prélevés sur les prix du commerce de gros et non sur les prix finaux à la consommation. Les principaux composants de l'indice des prix sont les services, notamment les coûts du logement sous forme de loyers et de loyers équivalents. En s'inscrivant à quelque 4 % par rapport à l'année précédente, ces derniers présentent encore un taux d'inflation plus élevé, car ils ne réagissent aux développements du marché immobilier qu'avec un fort décalage. Étant donné que les prix du logement se trouvent dans une phase de ralentissement depuis la mi-2024 déjà – une tendance

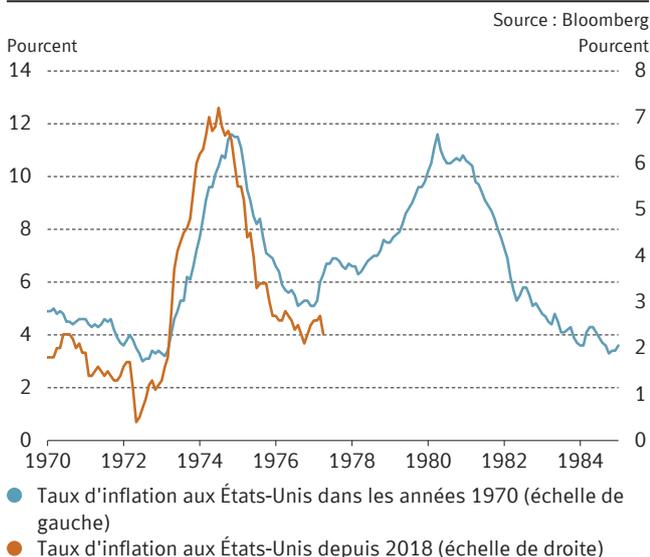
Composition de l'indice des prix à la consommation (IPC)

	Pondération	Variation annuelle (%)
Indice des prix à la consommation	100	2.30
Alimentation	13	2.76
Énergie	7	-3.74
IPC de base	80	2.80
Biens de base	19	0.13
Services de base	61	3.59
Services de base premium	25	3.02
Logement	36	3.99

qui s'est nettement accentuée sous l'administration Trump –, il faut s'attendre pour ce composant de prix à un relâchement marqué de la pression inflationniste à moyen terme. Le recul conjoncturel de la demande de main-d'œuvre devrait en outre freiner la croissance des salaires et atténuer la pression sur les prix des autres composants des services. La pression des marchés sur la Fed augmente pour que celle-ci réduise ses taux d'intérêt à deux ou trois reprises d'ici la fin de l'année. La Banque centrale européenne et la Banque nationale suisse pourraient, elles aussi, abaisser une nouvelle fois leurs taux directeurs, et des taux négatifs ne sont pas à exclure en Suisse.

Les investisseurs sont ainsi pris en tenaille : d'un côté, de nombreuses entreprises affichent toujours une croissance respectable de leurs bénéfices. De l'autre, les risques augmentent sous l'effet des conflits géopolitiques, des incertitudes politiques (États-Unis) et des problèmes structurels (Chine). Le consensus table actuellement sur une hausse des bénéfices d'environ 7 %. Cette prévision semble ambitieuse et pourrait conduire à des déceptions.

Une deuxième vague d'inflation n'est pas attendue



Notre conclusion

Alors que les marchés d'actions se montrent complaisants aux États-Unis, ils pèchent par un excès d'optimisme en Europe et en Chine. Nous maintenons donc notre positionnement tactique prudent en sous-pondérant légèrement les actions et en mettant l'accent sur les secteurs défensifs. Les obligations d'entreprises notées « investment grade » paraissent peu attrayantes en termes de valorisation. À l'inverse, l'or et le marché immobilier suisse conservent tout leur attrait comme sources de revenus stables, notamment dans un contexte où les perspectives à court et à long terme divergent souvent. Malgré un environnement incertain, les actions suisses et leurs consœurs américaines restent des incontournables à long terme.

Auteurs :

Frank Häusler

Marius Baumann

Timo Mayr

Lukas Strittmatter

La qualité et la stabilité s'imposeront

Anatomie de la croissance : en quoi les PIB se différencient-ils ?

Quatre modèles soumis au test de résistance

Entre stratégie et gros titres : qu'est-ce qui anime les marchés aujourd'hui ?

Date de clôture de la rédaction : 5 juin 2025

Les cours utilisés dans notre analyse sont les cours de clôture de la période examinée. Les chiffres sur lesquels se basent nos modèles d'évaluation sont des estimations qui se rapportent à des dates précises et qui, à ce titre, comprennent des risques. Ils peuvent être révisés à tout moment sans avis préalable. L'utilisation de modèles d'évaluation n'exclut pas le risque de ne pouvoir faire d'estimations justes sur une période de placement déterminée. L'évolution des cours est influencée par un nombre élevé de facteurs. Des changements imprévisibles peuvent résulter, par exemple, de développements technologiques, d'activités affectant l'ensemble de la conjoncture, de fluctuations des taux de change ou de modifications des valeurs sociales. Notre exposé des méthodes d'évaluation et des facteurs de risque ne prétend pas être exhaustif. Les Fils Dreyfus & Cie SA publie la Boussole quatre fois par an depuis juin 2008. Destinée à la clientèle de la banque et à toutes les personnes intéressées, cette publication présente de façon concise les instruments et les méthodes utilisés par la banque pour suivre l'évolution des marchés financiers. Un descriptif du processus d'investissement est disponible auprès de votre conseiller clientèle ou sur le site Internet. La Boussole est un outil d'information mais ne saurait se rapporter à la situation individuelle d'un portefeuille. Ce document sert à des fins d'information et de publicité.

© Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers

Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers | Aeschenvorstadt 16 | Boîte postale | 4002 Bâle | Suisse

Téléphone +41 61 286 66 66 | contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

En de bonnes mains.