

dreyfus
BANQUIERS
1813



Boussole

2^{ème} trimestre 2025

La croissance US défie les incertitudes

La stratégie « Bessenomics », gage de succès ?

La productivité est presque tout

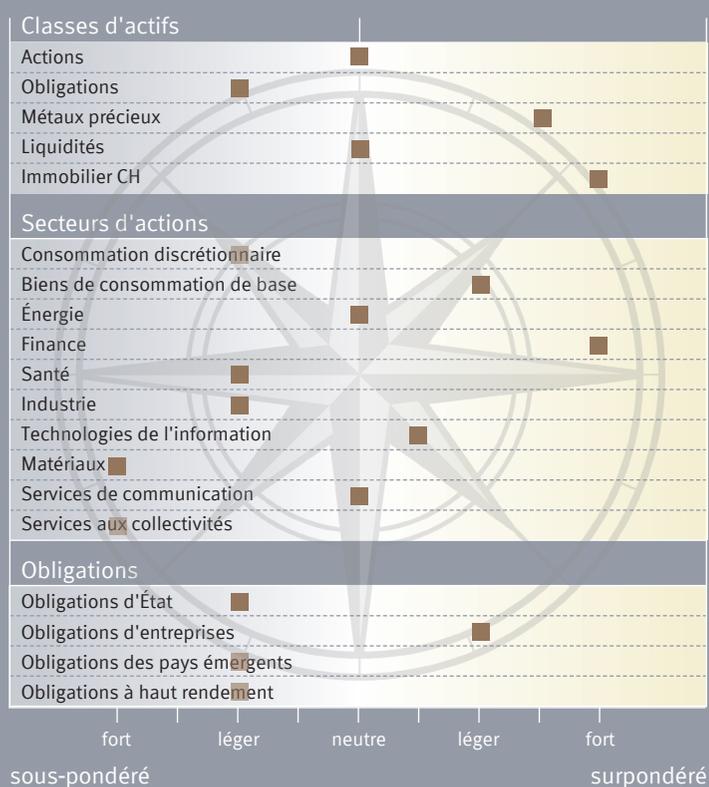
La compétitivité américaine reste inébranlable

La politique américaine de l'imprévisible Donald Trump et les tensions géopolitiques sont sources d'incertitudes. En parallèle, le niveau élevé des taux d'intérêt et les fortes valorisations des actions rendent les marchés vulnérables, alors que l'or assume son rôle de stabilisateur. En dépit des inquiétudes, l'économie américaine poursuit sa croissance, stimulée par un marché du travail certes en perte de vitesse, mais toujours solide, qui soutient la demande intérieure. La compétitivité de l'économie US reste inébranlable ; elle profite d'une grande capacité d'innovation, de la souplesse de l'emploi et d'un taux d'investissement élevé. La stratégie « Bessenomics » du nouveau secrétaire au Trésor américain mise sur la croissance via des baisses d'impôts, la déréglementation et une offre accrue d'énergie. Même si cette approche comporte des risques, des attentes inflationnistes stables pourraient encore renforcer la compétitivité des États-Unis, qui affichent par ailleurs la plus forte productivité au monde. Le vaste marché intérieur, les structures favorables aux entreprises et la solide base de capitaux rehaussent l'attrait des investissements outre-Atlantique, où les conditions de croissance sont meilleures qu'en Europe et en Chine, qui font face à des défis structurels. L'affirmation selon laquelle les États-Unis auraient atteint leur zénith est trop réductrice : la résilience économique et la capacité d'innovation plaident clairement en faveur des États-Unis. Pour les investisseurs, le marché américain des capitaux est et reste incontournable.

Les actions de qualité et l'or offrent des perspectives

L'incertitude est un poison pour les marchés financiers : avec Trump 2.0, elle est systématique. Depuis l'investiture, les investisseurs ont relevé leurs prévisions d'inflation et tablent sur un tassement de la croissance, alors que la stagflation menace. Même si ces inquiétudes ne se reflètent pas dans les fondamentaux, le climat restera incertain tant que la politique douanière américaine n'aura pas été clarifiée. À cet égard, le Secrétaire au Commerce Howard Lutnick devrait présenter en avril un plan détaillé sur les droits de douane réciproques, qui pourraient inclure les TVA des partenaires commerciaux. Les aspects positifs d'« America First » (baisses d'impôts et déréglementation) ne monopolisent plus l'intérêt des investisseurs, car leur mise en œuvre ne sera tangible qu'au second semestre. Face à ces incertitudes, nous avons renforcé en janvier notre allocation déjà défensive et réduit la part des secteurs cycliques au profit de la communication. Nous maintenons notre exposition internationale, avec une part élevée d'actions US de qualité. La fuite des investisseurs vers les actions européennes au détriment des titres américains et l'euphorie suscitée par le bazooka fiscal allemand nous semblent exagérées. Notre positionnement défensif est renforcé par l'or qui, après un rallye record en 2024, a de nouveau le vent en poupe.

Répartition des actifs : recommandation au 1^{er} avril 2025 (monnaie de référence CHF)

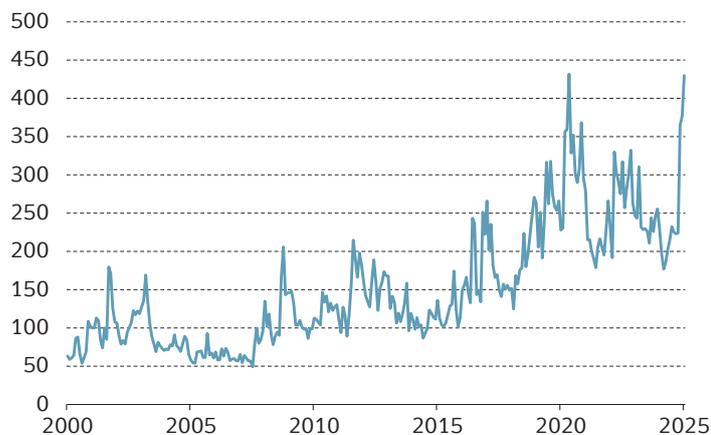


Actualités : La croissance US défie les incertitudes

Actualités 1 :

Source : Baker, Bloom & Davis

Global Economic Policy Uncertainty Index



Hausse de la volatilité sur fond d'incertitudes

L'arrivée au pouvoir de Donald Trump a ouvert la voie à une période de doutes, due notamment à la politique très imprévisible de son gouvernement. Même si la politique de Trump était déjà anticipée en partie au lendemain des élections, les annonces du nouveau chef de la Maison Blanche ont renforcé les inquiétudes et la nervosité sur les marchés financiers. Les investisseurs apprennent toutefois à gérer ces incertitudes et ne prennent plus pour argent comptant chaque mot du président. Dans le même temps, de nombreux foyers de tension, comme la guerre en Ukraine ou les conflits au Proche-Orient, s'intensifient. À cela s'ajoute une forte concentration du marché sur les plans régionaux, sectoriels et entrepreneuriaux, susceptible d'entraîner des évolutions de marché rapides et unilatérales.

Actualités 2 :

Pourcent

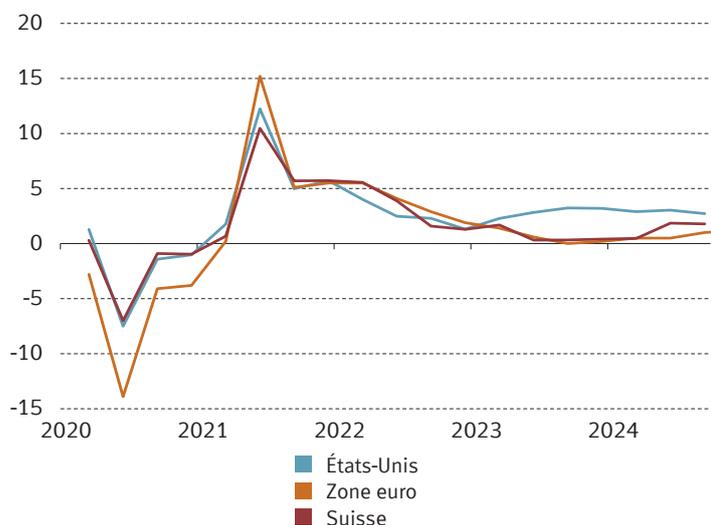


Vulnérabilité des marchés

Les marchés se sont montrés vulnérables au début du deuxième mandat de Trump. D'une part, la persistance de taux d'intérêt élevés pèse tant sur les entreprises que sur les consommateurs. Par le passé, les fortes hausses de taux, comme celles de ces dernières années, ont régulièrement entraîné des distorsions de marché imprévisibles. D'autre part, le marché des actions est évalué à un niveau historiquement haut, malgré la solide progression des bénéfices. Si la récente correction des cours a un peu détendu la situation, les valorisations demeurent élevées dans certains secteurs. Valeur refuge classique, l'or s'est beaucoup apprécié ces derniers temps, d'où le risque d'une correction. Il conserve néanmoins tout son attrait grâce à son rôle stabilisateur et protecteur contre l'inflation.

Actualités 3 :

Croissance du PIB réel en pourcent

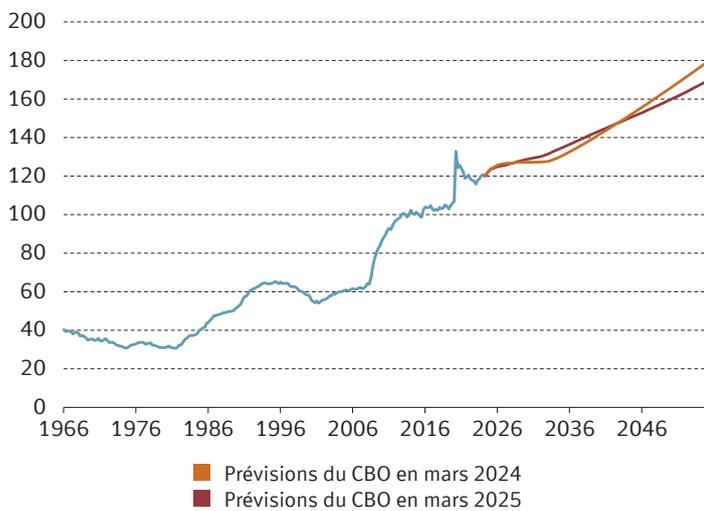


Croissance continue de l'économie américaine

L'économie américaine est, elle aussi, exposée aux incertitudes. Contrairement à la Suisse ou à la zone euro, les États-Unis affichent toutefois une croissance toujours robuste, même si celle-ci a perdu de sa vigueur. Bien qu'il soit en recul, le marché du travail demeure solide et continue de soutenir cette expansion et la consommation intérieure. La demande domestique sur le plus grand marché intérieur au monde se porte donc mieux que dans d'autres régions. Les secteurs des services et de la technologie, en tant que principaux vecteurs de croissance, contribuent plus particulièrement à cette évolution. L'économie américaine fait une nouvelle fois montre de sa capacité d'adaptation, d'innovation et de résilience. Les États-Unis sont actuellement mieux positionnés que l'Europe et la Chine, qui sont en proie à des défis structurels plus profonds.

Principales tendances : La stratégie « Bessenomics », gage de succès ?

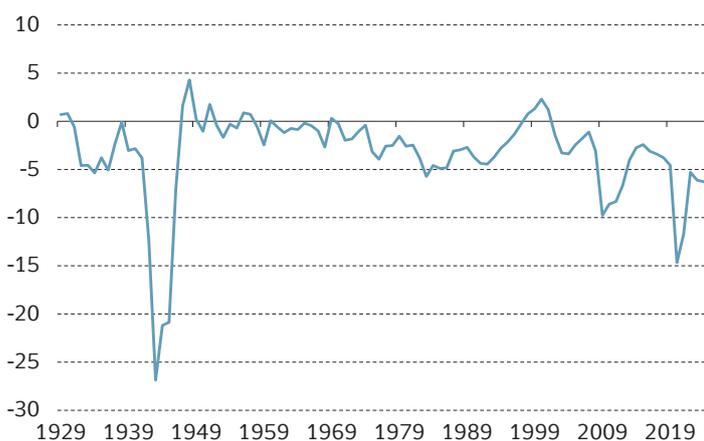
Principales tendances 1 : Source : Congressional Budget Office
Dette publique américaine en pourcentage du PIB



Renaissance des « Reaganomics » ?

La dette publique américaine avoisine aujourd'hui les 36'000 milliards de dollars US. Pour en garantir la viabilité, il faut des mesures de politique économique. Outre le contrôle du déficit public, le nouveau Secrétaire au Trésor US, Scott Bessent, veut encourager la croissance avec sa politique économique, aussi appelée « Bessenomics » en référence aux « Reaganomics » de Ronald Reagan. Ces approches considèrent une forte croissance économique comme le moyen le plus efficace de lutter contre le surendettement et l'inflation. À l'instar de Reagan, Bessent s'appuie sur trois piliers : baisses d'impôts, réductions des dépenses publiques et déréglementation. Au début des années 1980, toutefois, l'inflation était nettement plus élevée qu'aujourd'hui, ce qui avait conduit la Fed à adopter en plus une politique monétaire restrictive.

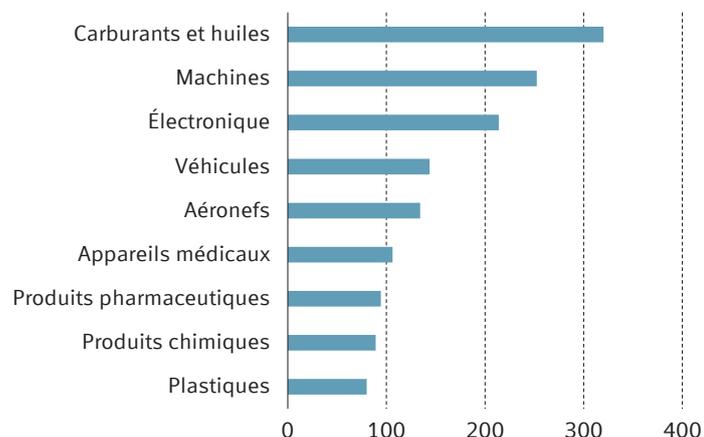
Principales tendances 2 : Source : Congressional Budget Office
Déficit budgétaire annuel américain en pourcentage du PIB



Bessenomics : « 3-3-3 », la formule du succès ?

Les objectifs clés de la stratégie Bessenomics jusqu'en 2028 peuvent être résumés par la formule « 3-3-3 » : croissance annuelle du PIB de 3 %, déficit budgétaire limité à 3 % du PIB et production supplémentaire de pétrole de 3 millions barils/jour. L'offre accrue de pétrole vise à réduire les coûts de l'énergie, à décharger financièrement les entreprises et les consommateurs et, partant, à relancer la consommation intérieure. Scott Bessent veut mettre en place un cadre politico-économique stable et tempérer ainsi les attentes inflationnistes. S'il y parvient, la Fed pourrait maintenir les taux à un niveau peu élevé. Des taux durablement bas allègent le service de la dette publique et favorisent les investissements, tandis qu'un dollar plus faible soutient les exportations.

Principales tendances 3 : Source : Trading Economics
Exportations américaines par catégorie de produits en milliards d'USD



Difficile exercice d'équilibre

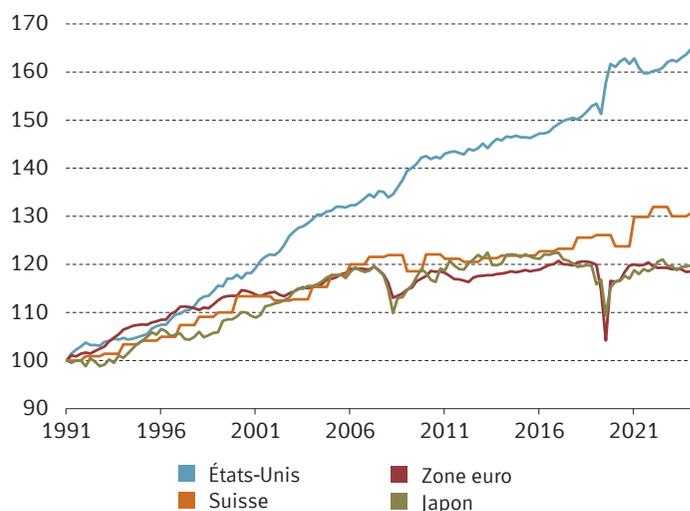
Pour les marchés financiers, la stratégie Bessenomics promet a priori un effet stimulant : la faiblesse des taux soutient les actions, en particulier dans les secteurs d'exportation. Toutefois, cette politique crée aussi des incertitudes. Une poussée de l'inflation pourrait faire grimper les rendements des emprunts à long terme et, partant, les coûts de refinancement du gouvernement US. Cela limiterait la marge de manœuvre de la politique monétaire et pèserait sur les marchés. Au niveau mondial, une hausse des exportations US et les tendances protectionnistes risquent de provoquer des tensions commerciales avec l'Europe et la Chine. La stratégie Bessenomics débouchera-t-elle sur une croissance durable ou sur de nouveaux déséquilibres ? Tout dépendra de la capacité du gouvernement à trouver le bon équilibre entre baisse des dépenses, réduction des taux et soutien politique.

Connaissances & expériences : La productivité est presque tout

Connaissances & expériences 1 :

Source : OCDE

Productivité du travail indexée (mesurée en PIB par heure travaillée)

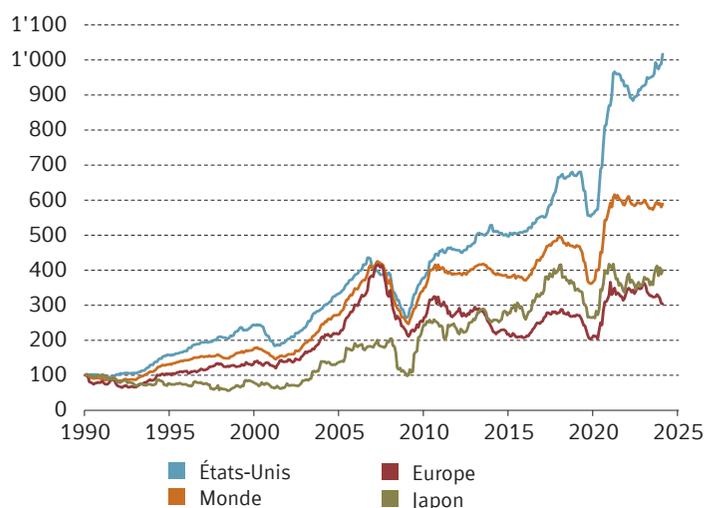


Productivité : les États-Unis restent leaders

« La productivité n'est pas tout », écrivait en 1994 déjà le célèbre économiste Paul Krugman, « mais à long terme, elle est presque tout ». L'indice le plus complet est la productivité totale des facteurs (PTF), qui mesure l'efficacité de la production globale d'une économie en tenant compte du capital, du travail et du progrès technique. Il indique quelle part de la croissance provient d'une meilleure utilisation du travail et du capital, et non d'une augmentation de ces ressources. La PTF étant une valeur résiduelle imprécise, on utilise souvent la productivité du travail mesurée à l'aune du PIB par heure travaillée. Depuis la déclaration de Krugman, cet indicateur a beaucoup plus augmenté aux États-Unis que dans d'autres pays industrialisés, une tendance qui s'est renforcée après la pandémie.

Connaissances & expériences 2 :

Bénéfice par action indexé en USD

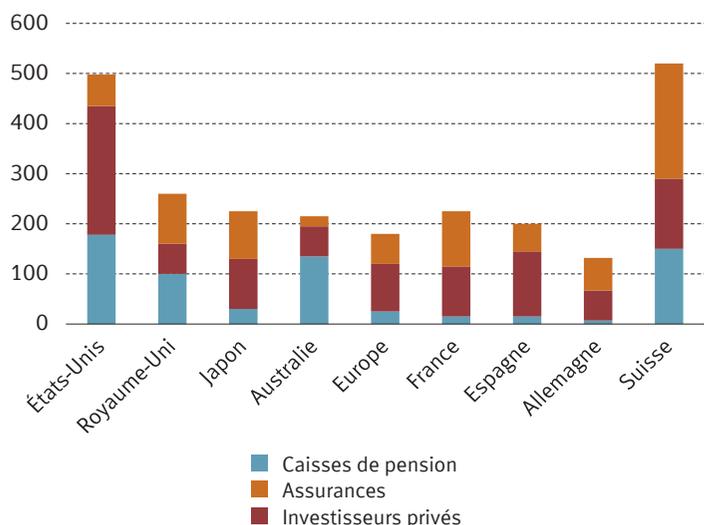


Capacité d'adaptation de l'économie US

La comparaison n'intègre pas le fait que l'on travaille plus aux États-Unis ; les différences sont encore plus nettes au niveau du PIB par travailleur. Les avantages d'efficacité résultent de la forte culture d'entreprise, de la quote-part peu élevée de l'État (USA 38 %, UE 52 %), de la faible bureaucratie et d'un marché du travail souple, sans barrières linguistiques et soutenu par la migration. La productivité US est anticyclique : en phase de récession, il est plus facile de supprimer des emplois et d'abandonner des activités peu rentables. Mais les États-Unis sont aussi les champions de la création d'entreprises. La forte dynamique de l'emploi et des sociétés permet d'allouer plus rapidement des ressources aux secteurs rentables, ce qui se reflète dans les gains des entreprises.

Connaissances & expériences 3 :

Fonds de capital à long terme en pourcentage du PIB



Les investissements, piliers de l'économie US

Les entreprises américaines profitent du plus grand marché de capitaux au monde, qui est alimenté par des investissements étrangers et un stock considérable de capital national. Les caisses de pension jouent un rôle clé dans la mise à disposition de capital-risque et de private equity. Cet avantage n'existe pas en Europe, où la prévoyance vieillesse est financée selon le principe de la répartition. Les États-Unis accordent chaque année 3,5 % du PIB à la recherche et au développement, contre 2,2 % seulement pour l'Europe. Les entreprises de taille moyenne, épine dorsale de l'économie européenne, n'ont pas la tâche facile, car les investissements, p. ex. dans le numérique, génèrent pour elles moins d'économie d'échelle que pour les grandes compagnies US. Les États-Unis arrivent aussi en tête dans le domaine de l'IA et devraient donc encore accroître leur avance en matière de productivité.

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

Date de clôture de la rédaction : 27 mars 2025

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