



J. Safra Sarasin

# Global View

Perspectives Annuelles 2025



Sustainable Asset Management



# Sommaire

<b>Avant-propos</b>	
Les choix politiques dicteront l'évolution des marchés en 2025	5
<b>Économie</b>	
Se préparer aux chocs politiques	7
<b>Taux de change</b>	
Les mesures de D. Trump augurent d'un dollar fort	11
<b>Taux d'intérêt</b>	
Un assouplissement budgétaire se traduirait par moins de baisses de taux	13
<b>Marchés émergents</b>	
L'éventualité d'une guerre commerciale assombrit les perspectives des marchés émergents	17
<b>Actions</b>	
L'année s'annonce difficile	19
<b>Table ronde</b>	
Investir dans un nouvel environnement politique	23
<b>Perspective Marché &amp; Prévision</b>	<b>28</b>



# Les choix politiques dicteront l'évolution des marchés en 2025

## **Cher lecteur,**

En 2024, des élections ont eu lieu dans huit des pays les plus peuplés de la planète. En 2025, les décisions politiques auront un impact inédit sur l'orientation des marchés financiers. Au chapitre des bonnes nouvelles, il existe un espoir que les conflits en Ukraine et au Moyen-Orient puissent déboucher sur un cessez-le-feu, avec à la clef une baisse des prix du pétrole et des primes de risque. En outre, les baisses d'impôts et la déréglementation, au programme de la nouvelle administration américaine, pourraient stimuler la croissance des bénéfices des entreprises et encourageront peut-être d'autres pays à emboîter le pas des États-Unis. Des décisions politiques sur les réformes structurelles à mener pour augmenter le potentiel de croissance sont particulièrement nécessaires en Europe. Un nouveau gouvernement allemand pourrait être en mesure de donner le coup d'envoi à de telles réformes dans l'UE. La Chine devra également décider de la meilleure façon de stimuler son économie, les problèmes structurels de son secteur immobilier risquant d'entamer la confiance des ménages.

Mais il existe également d'importants risques politiques. La vision plus insulaire du monde selon Trump, le président nouvellement élu, pourrait créer un vide de pouvoir dans certaines parties du monde. Les évolutions de l'échiquier géopolitique sont souvent source de frictions, et l'absence de règles acceptées au niveau international pénalise généralement les petits pays. Ces derniers seraient également les principaux perdants d'une nouvelle guerre commerciale à l'échelle mondiale, car ils sont généralement plus tributaires du commerce extérieur et disposent d'un pouvoir de négociation limité en cas de conflit. L'augmentation des droits de douane porterait également préjudice aux États-Unis eux-mêmes, car elle entraînerait probablement une hausse des prix à la consommation. On oublie souvent que les droits de douane alourdissent le coût de la production intérieure sous l'effet du renchérissement des intrants importés. Or, si les taux d'inflation devaient augmenter, une guerre commerciale mondiale limiterait la marge de réduction des taux d'intérêt des banques centrales en cas de ralentissement économique. L'économie mondiale n'en serait que plus instable, et les risques de récession augmenteraient.

Notre scénario économique central pour les deux prochaines années est plus prometteur. L'économie américaine s'oriente toujours vers un atterrissage en douceur, la diminution des tensions sur le marché du travail se traduisant par une croissance plus modérée des salaires et un recul de l'inflation. Par ailleurs, le net vote populaire en faveur de la nouvelle administration américaine et les anticipations de baisses d'impôts pourraient

doper les dépenses d'investissement et la consommation des ménages dans les mois à venir. Toutefois, dans un tel scénario, les réductions de taux de la Réserve fédérale devraient être moins nombreuses que ce que nous avons prévu. Des taux d'intérêt plus élevés pèseraient probablement sur le secteur du logement et sur la croissance au second semestre 2025.

Dans notre scénario central, les marchés des actions bénéficieraient d'une croissance plus soutenue des bénéfices. Cependant, nous sommes conscients qu'après le rebond intervenu cette année, les valorisations sont déjà élevées, en particulier aux États-Unis. Par conséquent, nous ne prévoyons que des performances à un chiffre pour l'année prochaine. Les marchés obligataires restent attrayants, car le portage élevé offre une bonne protection contre un certain nombre de risques, notamment la détérioration de la situation budgétaire aux États-Unis. Selon nous, la plupart des autres espaces monétaires verront leurs taux directeurs baisser plus rapidement. Le dollar américain devrait donc être bien soutenu au cours des prochains trimestres à la faveur de différentiels de taux d'intérêt plus élevés. Dans un environnement où l'évolution des marchés financiers est largement tributaire des choix politiques, la vigilance est de mise tout autant que la capacité à ajuster rapidement l'allocation d'actifs en fonction des nouveaux développements. Nous nous tenons prêts et restons flexibles afin de prendre ces décisions dans l'intérêt de nos clients.



**Cordialement,**

**Dr Karsten Junius, CFA**  
Économiste en chef







# Se préparer aux chocs politiques

**L'économie américaine a défié les anticipations de la plupart des économistes cette année. Compte tenu de la solidité des fondamentaux et de la probabilité de déréglementation et de baisses d'impôts, la croissance restera vraisemblablement soutenue au cours des prochains trimestres. Toutefois, les perspectives à moyen terme de l'économie américaine et de l'économie mondiale sont beaucoup plus incertaines, car elles pourraient être assombries par des conflits commerciaux. L'Europe, en particulier, n'est pas armée pour faire face à un ordre mondial plus conflictuel. Bien qu'elle dispose des outils nécessaires pour s'adapter, elle devra faire preuve d'unité et de leadership politique, deux qualités qui font cruellement défaut aujourd'hui.**



**Raphael Olszyna-Marzys**

Économiste international

L'économie américaine a défié les prévisions de la plupart des économistes cette année. Alors que de nombreux analystes, nous compris, avaient évoqué une récession américaine dans leurs Perspectives pour 2024, l'économie a au contraire progressé d'environ 3% pendant la majeure partie de l'année. Cette résilience s'explique notamment par une hausse inattendue de l'immigration, qui a agi comme un choc positif sur l'offre, stimulant la croissance et contribuant à modérer l'inflation. De plus, la productivité a considérablement accéléré ces dernières années, probablement grâce à une meilleure allocation des ressources et à l'adoption croissante des technologies de l'intelligence artificielle. En revanche, comme prévu, la croissance économique a été modeste dans la majeure partie du monde. L'inflation a eu tendance à reculer, en grande partie sous l'effet de la faiblesse de la demande dans de nombreuses régions et d'un effet désinflationniste lié à la diminution des tensions au niveau de l'offre. Cela a permis aux banques centrales de commencer à assouplir leur politique monétaire, avec davantage de réductions de taux dans les régions où la croissance a été particulièrement poussive. La Banque du Japon fait toutefois figure d'exception: la forte croissance des salaires et l'évolution des prévisions d'inflation lui ont permis, comme prévu, de mettre fin à sa politique ultra-accommodante de longue date et de relever les taux d'intérêt.

Nos prévisions pour les deux prochaines années restent positives. L'économie américaine devrait connaître un «atterrissage en douceur» et la croissance de l'Europe devrait accélérer grâce à la baisse des taux d'intérêt et de l'inflation. La Chine devrait également mettre en place des mesures de relance suffisantes pour atteindre ses objectifs officiels de croissance. Quant au Japon, la normalisation de sa politique devrait être progressive.

Cependant, la vague républicaine qui s'est emparée des pouvoirs exécutif et législatif aux États-Unis augure de bouleversements politiques majeurs de la part de la nouvelle administration. Les effets sur les économies américaine et mondiale à moyen terme sont très incertains. Ils dépendront en grande partie de la manière dont les contradictions inhérentes aux politiques proposées par D. Trump seront gérées, mais aussi de la façon dont les principaux partenaires commerciaux des États-Unis réagiront.

## Un mandat solide pour un programme politique différent

Les électeurs américains ont donné à D. Trump, le président nouvellement élu, un mandat solide pour mettre en œuvre le programme politique dont il a dessiné les contours pendant la campagne: baisse des impôts, diminution de l'immigration, allègement du cadre réglementaire, hausse des droits de douane pour réduire la dépendance à l'égard des importations, et approche davantage transactionnelle de la politique étrangère. Avec un contrôle total du gouvernement, une majorité conservatrice à la Cour suprême et d'autres nominations judiciaires au cours de son mandat, l'administration dispose d'une grande marge de manœuvre pour mettre en œuvre son programme.

Les marchés financiers intègrent déjà l'impact potentiel de ces mesures. Les taux d'intérêt ont augmenté, la courbe des rendements s'est pentifiée, Les actions américaines ont progressé, le bitcoin a atteint un nouveau sommet et les prix des matières premières, notamment l'or, ont baissé tandis que le dollar s'est apprécié. Ces évolutions témoignent de la confiance dans le fait que D. Trump atteindra probablement ses objectifs de réduction de l'impôt sur les sociétés et de déréglementation de secteurs clés, ce qui stimulera les bénéfices des entreprises. Il devrait par ailleurs proroger les réductions d'impôts pour les particuliers introduites lors de son premier mandat, ce qui soutiendra la croissance au prix de déficits budgétaires plus importants. Le marché anticipe également une augmentation des droits de douane sur les importations, ce qui accroîtrait l'inflation et soutiendrait donc le dollar. À court terme, ces évolutions sont conformes à nos attentes, car la déréglementation et la

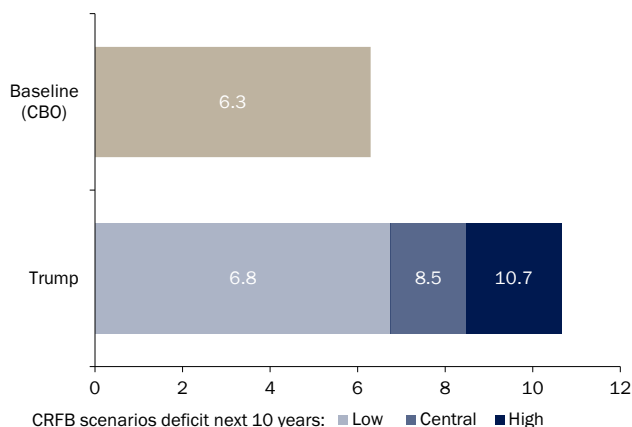
prorogation au-delà de 2025 des réductions d'impôts prévues par le *Tax Cuts and Jobs Act* (TCJA) de 2017 bénéficient d'un large soutien de la part des républicains.

**Contradictions inhérentes au programme de D. Trump**

Les perspectives à moyen terme sont très incertaines. Les propositions politiques de D. Trump contiennent des contradictions inhérentes qui n'ont pas encore été résolues. Par exemple, si la finalité des droits de douane est de renforcer la production intérieure et la puissance économique, il est essentiel d'accroître la main-d'œuvre pour soutenir la production. Une réduction stricte de l'immigration et l'expulsion de millions de sans-papiers se traduiraient par une contraction de l'économie et une pression à la hausse sur les prix.

**Les déficits budgétaires vont très certainement augmenter**

Average deficit % of GDP over next 10 years - baseline vs. Trump's proposals

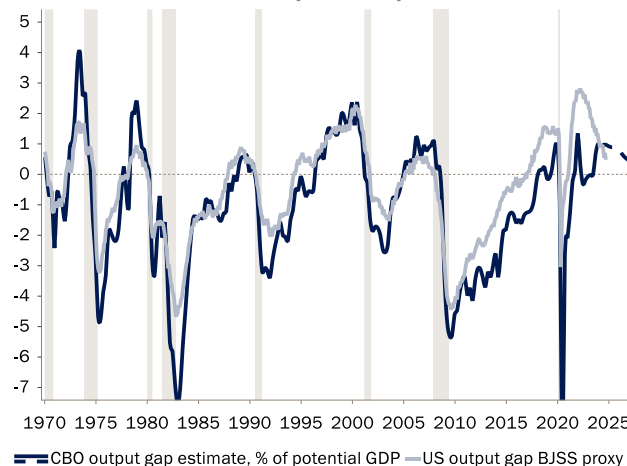


Source: CRFB, Banque J. Safra Sarasin, 19.11.2024

D'autre part, si les droits de douane sont principalement utilisés comme levier pour obtenir des concessions de la part des partenaires commerciaux - une possibilité que les marchés financiers semblent largement anticiper - le déficit budgétaire se creuserait encore davantage. Le *Committee for a Responsible Federal Budget*, organisme non partisan, estime que la prorogation des réductions d'impôts de 2017, combinée aux baisses d'impôts supplémentaires promises lors de la campagne électorale, augmenterait le déficit de 3% du PIB dans son scénario central. Les tarifs douaniers et les autres mesures d'économie proposées ne couvriraient qu'une partie de cette augmentation, ce qui se traduirait par un déficit de 8.5% du PIB dans les années à venir, contre environ 6% dans le cadre de la législation actuelle. Si les droits de douane sont utilisés comme outil de négociation, le déficit pourrait toutefois atteindre 9%, en supposant que toutes les réductions d'impôts soient adoptées. Dans le scénario le plus pessimiste, le déficit grimperait à près de 11%. Il est peu probable que ces chiffres plaisent à la frange républicaine traditionnelle du Congrès. Si celle-ci s'y résout, les investisseurs obligataires risquent de tiquer et d'exiger des rendements nettement plus élevés pour compenser le risque budgétaire. De telles mesures reviendraient également à nettement

relancer une économie qui fonctionne déjà presque à plein régime, avec à la clef une forte hausse de l'inflation.

**L'économie américaine n'a pas de capacité inutilisée**



Source: Macrobond, Banque J. Safra Sarasin, 19.11.2024

Compte tenu de ces contraintes, il semble probable que les réductions d'impôts prévues par la TCJA - dont la plupart arrivent à échéance 2025 - seront prorogées afin d'éviter un durcissement budgétaire en 2026 et au-delà. Le taux d'imposition des sociétés pourrait être abaissé un peu plus. Mais le Congrès n'acceptera probablement pas de réduire davantage les impôts sans augmenter considérablement les droits de douane ou sans réduire fortement les dépenses consacrées à des programmes tels que Medicaid et l'aide au logement. Dans ce cas, le programme budgétaire de D. Trump se résumerait à des réductions d'impôts régressives partiellement compensées par des augmentations d'impôts régressives. Le multiplicateur budgétaire pourrait donc être relativement faible, car les ménages à faibles revenus, qui ont tendance à dépenser une part plus importante de leurs revenus, pourraient être globalement pénalisés. En résumé, le déficit se creusera très certainement, ce qui pourrait entraîner une hausse des taux d'intérêt. L'envergure de ces hausses, ainsi que l'ampleur de l'impulsion budgétaire, dépendront des compromis que trouveront l'administration et le Congrès. Cela étant, comme le nouveau projet de loi sera probablement adopté dans le cadre de la procédure annuelle de réconciliation budgétaire, ses dispositions n'entreraient pas en vigueur avant le début de l'année 2026.

**Des droits de douane universels seraient très préjudiciables**

D. Trump a évoqué la possibilité d'imposer des droits de douane allant jusqu'à 60% sur les importations chinoises et de 10 à 20% sur les marchandises provenant du reste du monde. Le taux effectif des droits de douane passerait ainsi de 2,5% à environ 18%, soit le niveau le plus élevé depuis les années 1930, époque durant laquelle le niveau élevé des droits de douane a plongé l'économie mondiale dans la dépression. Cependant, à l'instar des réductions d'impôts promises durant sa campagne, il est peu probable que la hausse des tarifs douaniers



soit mise en œuvre dans son intégralité, du moins dans un premier temps. Au contraire, la nouvelle administration les utilisera probablement d'abord comme levier pour obtenir des concessions de la part de ses partenaires commerciaux, laissant présager une approche ciblée et par paliers plutôt qu'une mise en œuvre *in extenso* dès le premier jour. En outre, la nouvelle administration pourrait hésiter à promulguer des droits de douane généralisés avant que les effets de relance des mesures budgétaires n'aient commencé à se faire sentir en 2026. Il convient toutefois de noter que si des droits de douane ciblés peuvent, dans certains cas, répondre à une logique sur le plan économique et social, ils constituent généralement un mauvais choix politique. Les droits de douane sont plus disruptifs qu'une taxe sur la consommation, car ils faussent les décisions de production et augmentent les prix à la consommation. Le protectionnisme réduit les avantages du commerce en renchérissant les importations et les produits de substitution locaux pour les consommateurs, tout en détournant les producteurs domestiques des domaines où ils disposent d'un avantage comparatif. Des droits de douane généralisés feraient grimper le coût de toutes les importations, y compris des biens intermédiaires essentiels à la production domestique, ce qui affaiblirait la compétitivité des États-Unis à l'exportation.

Des études montrent que droits de douane de D. Trump sur l'acier et l'aluminium ont fait perdre beaucoup d'emplois dans le secteur manufacturier et entraîné des dizaines de milliers de demandes d'exemptions et de subventions pour compenser les mesures de rétorsion, qui ont entamé d'environ un tiers les recettes tarifaires perçues au cours de son premier mandat. Les modèles économiques comme ceux du FMI et du *Peterson Institute for International Economics* estiment qu'un droit de douane universel de 10% pourrait réduire le PIB américain d'environ 1% sur deux ans et augmenterait l'inflation d'un demi-point de pourcentage, le secteur manufacturier étant le plus durement touché.

### Les compromis politiques seront source d'incertitude

S'il est difficile, à ce stade, d'avoir un avis tranché sur la manière dont ces contradictions seront gérées, il est possible de formuler quelques observations. Tout d'abord, l'économie américaine reste dynamique, portée par les bilans solides du secteur privé, ce qui rend improbable une forte hausse du chômage à court terme. Les anticipations de baisses d'impôts et de desserrement de la contrainte réglementaire pourraient même stimuler les « esprits animaux » et l'investissement des entreprises, venant encore doper les perspectives de croissance à court terme. Deuxièmement, l'inflation perdurera probablement plus longtemps que cela n'aurait été le cas si le résultat des élections avait été différent. La Réserve fédérale pourrait donc se trouver dans l'incapacité d'assouplir autant que prévu sa politique l'année prochaine, voire de l'assouplir tout court. En cas d'aggravation des tensions commerciales, elle pourrait même devoir maintenir une politique monétaire plus stricte qu'à l'accoutumée, compte tenu de la persistance

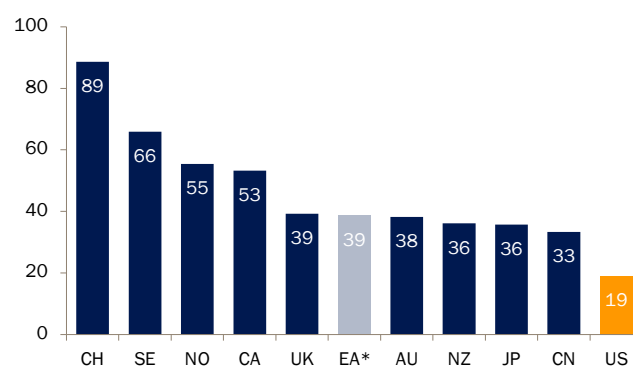
de pressions inflationnistes depuis la flambée des prix qui a suivi la pandémie. Enfin, les compromis politiques inhérents à ce programme sont susceptibles d'accroître l'incertitude, d'où un possible regain de volatilité au niveau macroéconomique et sur les marchés financiers.

### L'Europe sous pression

Les perspectives de l'Europe ne sont guère réjouissantes. Malgré la légère reprise de l'activité économique attendue avec la baisse des taux d'intérêt, le continent reste mal équipé pour faire face à l'évolution de l'ordre mondial. Sa forte dépendance à l'égard du commerce le rend particulièrement vulnérable aux conflits commerciaux. L'Union européenne (UE) repose sur des principes d'ouverture, de libre-échange, d'État de droit et sur des institutions internationales qui défendent ces principes – autant de valeurs qui sont de plus en plus mises à l'épreuve ces dernières années. La pression ne fera qu'augmenter avec le retour de D. Trump à la Maison Blanche. Même dans le cas improbable où l'administration américaine ciblerait principalement la Chine, les entreprises européennes seront toujours à la peine, contraintes de rivaliser avec des produits chinois bon marché à la fois dans leur pays et sur les marchés tiers.

### L'Europe est fortement tributaire du commerce mondial

Merchandise trade, in % of GDP



\* Extra EA trade: Calculation based on Eurostat study "International trade in goods – a statistical picture", April 2024

Source: Macrobond, Banque J. Safra Sarasin, 19.11.2024

Cela dit, l'Europe n'est pas totalement démunie. Son marché unique est l'un des plus grands du monde et, comme le montre le rapport Draghi - et bien d'autres avant lui -, approfondir ce marché lui permettrait de dégager d'importants gains de productivité. Cet objectif pourrait être atteint grâce à des initiatives telles qu'une véritable union dans les domaines de l'énergie, de la banque et de la défense. Si ces initiatives ne requièrent pas nécessairement davantage de fonds, elles exigent unité et leadership, deux qualités qui actuellement font cruellement défaut. Les optimistes diront peut-être que l'Europe a tend à se renforcer en temps de crise. Si cela est en grande partie vrai, cela signifie aussi que la situation devrait s'aggraver avant de s'améliorer.







# Les mesures de D. Trump augurent d'un dollar fort

Depuis le début du mois d'octobre, le dollar américain s'est considérablement apprécié à mesure que le marché commençait à se préparer à une victoire de D. Trump à l'élection présidentielle américaine. Compte tenu de la victoire écrasante des républicains au Congrès, le billet vert devrait rester fort au cours des prochains trimestres. Le programme politique de D. Trump devrait stimuler la croissance américaine à court terme. La marge de nouvelles réductions des taux de la Fed sera donc limitée, ce qui devrait soutenir le dollar du fait de son différentiel positif de rendement par rapport aux autres monnaies des marchés développés. Nous prévoyons un contexte plus favorable à l'euro au second semestre 2025, tandis que les pressions à la baisse sur la livre sterling devraient s'accroître au fil des mois. Le franc suisse et le yen japonais devraient tous deux bien résister en 2025, et nous restons positifs sur l'or, car les facteurs de soutien structurels restent intacts.



**Dr. Claudio Wewel**

Stratège Taux de change

## Depuis le début de l'année, les niveaux de rendement des emprunts d'État américains ont été le principal moteur des marchés des changes

Pendant la majeure partie de l'année, les devises ont été largement influencées par le niveau des taux d'intérêt américains. Ceux-ci ont évolué au gré de l'alternance de deux récits sur le marché – celui selon lequel la Fed maintiendra son taux directeur à un niveau élevé pendant plus longtemps et celui, à l'inverse, d'une trajectoire de forte réduction des taux. Cela était particulièrement manifeste dans le taux de change euro-dollar, dont la courbe a quasiment coïncidé avec celle du rendement des emprunts d'État américains à 10 ans. Dernièrement, au début du mois d'octobre, le narratif a changé et les marchés ont commencé à se préparer à une victoire de D. Trump aux élections américaines. Les anticipations en matière de taux directeurs américains et les rendements obligataires ont fortement augmenté et par conséquent, le dollar américain s'est apprécié à la faveur d'un différentiel de taux. Comme nous l'avions prévu, le dollar a poursuivi sa hausse le lendemain de l'élection.

## Le net avantage en termes de rendement devrait rester le principal moteur de la vigueur du dollar en 2025

Même si le dollar paraît cher, il nous semble peu probable qu'il se déprécie en 2025. Dans la mesure où la politique de D. Trump devrait consister à stimuler la croissance économique à court terme, la marge de nouvelle réduction des taux de la Fed sera selon nous limitée. En dehors des États-Unis, la dynamique de croissance est plus faible, ce qui incitera la plupart

des banques centrales des marchés développés à procéder à des réductions plus importantes des taux que la Fed. Par conséquent, le dollar devrait être bien soutenu, compte tenu de son avantage en termes de rendement par rapport aux autres monnaies du G10 et de la surperformance cyclique de l'économie américaine.

## Le taux de change euro-dollar évolue au gré des récits du marché



Source: Macrobond, Banque J. Safra Sarasin, 19.11.2024

## Les menaces tarifaires devraient également influencer sur l'évolution des devises en 2025

En outre, le dollar américain devrait s'apprécier sous l'effet des inquiétudes concernant les tarifs douaniers. S'il est peu probable, selon nous, que la nouvelle administration Trump impose pleinement les droits de douane dès le début de son mandat, elle brandira cette menace comme monnaie d'échange dans ses négociations avec ses partenaires commerciaux. Bien que

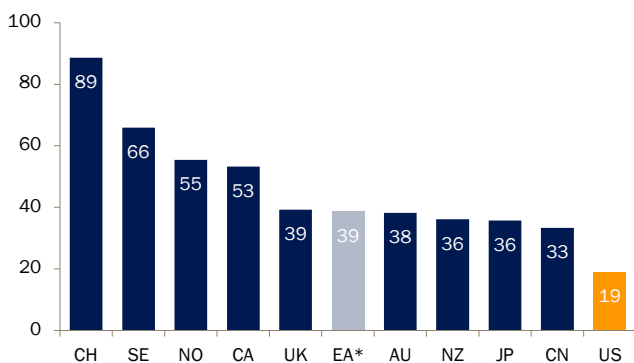


## Taux de change

ces inquiétudes puissent s'avérer de courte durée, elles auront clairement un impact sur le taux de change du dollar et devraient accroître la volatilité des devises. Selon nous, l'ampleur de l'impact sur les monnaies dépendra largement de l'importance du commerce pour l'économie concernée et de son pouvoir de négociation. L'Europe est particulièrement exposée, la part des échanges dans le PIB y étant élevée. Pour autant, les menaces tarifaires pourraient être moins préoccupantes pour l'euro. Étant donné que l'UE peut riposter de manière crédible aux droits de douane américains, les deux parties pourraient trouver une forme «d'accord». Et même si les deux blocs devaient s'engager dans une guerre commerciale allant de ripostes en représailles, les effets sur les devises se compenseraient largement. Les autres monnaies de l'UE devraient également être relativement protégées des menaces tarifaires, la politique commerciale étant la prérogative de la Commission européenne.

### Les économies européennes sont largement exposées au commerce mondial

Merchandise trade, in % of GDP



\*) Extra EA trade: Calculation based on Eurostat study "International trade in goods – a statistical picture", April 2024

Source: Eurostat, Banque mondiale, Macrobond, Banque J. Safra Sarasin, 19.11.2024

### Les perspectives de l'euro restent atones à court terme, mais l'environnement devrait s'améliorer au second semestre 2025

En dehors de la menace des droits de douane, les perspectives de l'euro restent atones. L'activité économique de la zone euro demeure faible, en particulier dans le secteur manufacturier, ce qui devrait continuer à peser sur l'euro à court terme. Mais au second semestre 2025, la baisse des taux directeurs devrait assurer une reprise modérée de l'activité dans la région, poussant la monnaie unique à la hausse. Notons que la viabilité de la dette publique française devrait également rester un motif de préoccupation. Cela pourrait se traduire par un nouvel élargissement des spreads de rendement des obligations d'État périphériques et peser sur l'euro. Au chapitre des bonnes nouvelles, les décisions politiques qui mettraient fin à la guerre en Ukraine pourraient tirer la monnaie unique vers le haut.

### La livre sterling devrait être bien soutenue au premier semestre 2025, tandis que le franc suisse pourrait connaître des accès de faiblesse

Le nouveau budget britannique est susceptible de soutenir la valorisation élevée de la livre à court terme. En effet, la hausse des dépenses plaide en faveur d'une réduction moins prononcée des taux d'intérêt en 2025 et se traduira donc probablement par des rendements obligataires élevés. La livre sterling reste néanmoins l'une des monnaies les plus chères du G10, ce qui laisse présager un retracement une fois que les marchés commenceront à réévaluer la trajectoire de baisse des taux de la Banque d'Angleterre. La devise nous semble particulièrement chère par rapport à l'euro. Le franc suisse pourrait subir des pressions à la baisse à court terme. La croissance économique de la Suisse étant inférieure à son potentiel et l'inflation s'étant récemment avérée inférieure aux prévisions, la BNS continuera de réduire son taux directeur lors des prochaines réunions, d'où de probables accès de faiblesse de la monnaie helvétique. Cependant, nous prévoyons que le franc suivra une tendance haussière lorsque les taux directeurs se rapprocheront de la limite inférieure du zéro, d'où une probabilité accrue que la BNS intervienne à nouveau sur le marché des changes pour affaiblir sa monnaie.

### Le yen devrait progressivement s'apprécier, le durcissement de la politique de la Banque du Japon ayant réduit le différentiel de rendement

Nous restons optimistes à l'égard du yen pour l'année à venir. Sa hausse sera toutefois probablement limitée, la monnaie continuant de pâtir du niveau élevé des taux américains. Compte tenu de la vigueur de la croissance et d'une inflation supérieure à l'objectif, nous prévoyons que la Banque du Japon continuera à relever ses taux. La diminution du différentiel de rendement devrait soutenir le yen, même si l'ajustement devrait être progressif.

### L'or devrait rester bien soutenu par la demande structurelle des marchés émergents

La demande structurelle des marchés émergents étant intacte, l'or devrait continuer à augmenter. Les données du troisième trimestre révèlent que les achats des banques centrales demeurent élevés, bien que légèrement inférieurs à leur pic de 2023. En outre, le marché immobilier chinois devrait rester déprimé en 2025, ce qui signifie que la demande chinoise de métal jaune sera probablement toujours aussi forte vu la rareté des opportunités d'investissement. Selon nous, cette conjonction de facteurs favorables continuera à l'emporter sur les obstacles que représentent l'appréciation du dollar et le niveau élevé des rendements réels. Par ailleurs, l'optimisme des entreprises et des investisseurs pourrait permettre à l'argent de surperformer l'or au premier semestre 2025. Étant donné son utilisation dans une large gamme d'appareils électriques, le métal est bien placé pour bénéficier des investissements dans l'intelligence artificielle, et sa valorisation reste attrayante par rapport à l'or.

# Un assouplissement budgétaire se traduirait par moins de baisses de taux

Les économies développées ont mieux résisté que prévu à la forte hausse des taux d'intérêt réels. La poursuite de l'assouplissement budgétaire aux États-Unis et au Royaume-Uni, qui pourrait s'accompagner d'une hausse de l'inflation et des déficits budgétaires, conduira probablement la Fed et la Banque d'Angleterre à modérer le rythme des baisses de taux, du moins à court terme. Faute jusqu'à présent de mesures de relance budgétaire significatives, la BCE et la Banque nationale suisse pourront réduire leurs taux directeurs plus rapidement et plus longtemps. Par conséquent, nous pensons que les marchés obligataires de la Suisse et de la zone euro devraient surperformer celui des États-Unis. Les taux d'intérêt (réels) de la livre sterling nous semblent trop élevés compte tenu du potentiel de croissance du Royaume-Uni et devront, selon nous, baisser sensiblement. Mais il faudra probablement attendre l'année prochaine. Nous prévoyons une pentification des courbes de rendement, estimons que les extrémités longues de toutes les courbes (> 10 ans) recèlent encore trop de risques et préférons les échéances intermédiaires, qui continuent d'offrir le meilleur profil risque/rendement. Enfin, nous avons une pondération neutre sur le crédit pour le moment, malgré l'étroitesse des spreads. Notre scénario central ne prévoyant pas de net ralentissement économique, une sous-pondération structurelle du crédit ne se justifie pas.



**Alex Rohner**

Stratège Taux d'intérêt

## Les taux directeurs implicites se sont stabilisés sauf en Suisse

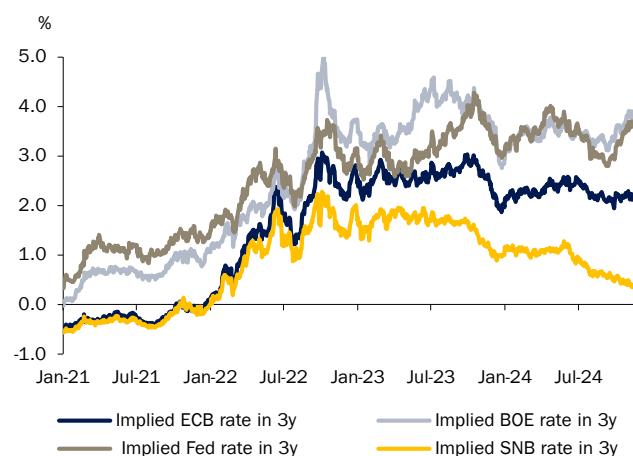
Depuis la fin septembre 2022, lorsque les anticipations de taux des marchés développés ont commencé à culminer, les taux directeurs implicites se sont stabilisés dans une fourchette relativement large. La Suisse fait clairement exception: les anticipations par le marché des taux directeurs de la BNS ont commencé à diverger de manière significative à la mi-2023 et sont depuis passées d'un plus haut d'environ 2% à tout juste 30pb aujourd'hui. En fait, le marché obligataire suisse est jusqu'à présent le seul marché développé à avoir suivi la tendance cyclique habituellement observée après un cycle de hausse des taux prononcé, à savoir une forte baisse des rendements à court et à long terme.

## Aux États-Unis et au Royaume-Uni, le marché anticipe à nouveau des taux élevés pour plus longtemps

À l'inverse, les marchés de taux des autres zones monétaires s'efforcent toujours d'anticiper la trajectoire de leur taux directeurs, compte tenu du niveau élevé de l'inflation et d'une sensibilité apparemment plus faible de leur économie à des taux réels nettement plus élevés. L'exemple le plus frappant

est celui des États-Unis, où l'économie a défié la gravité au cours des 18 à 24 derniers mois et a continué à croître au-dessus de son potentiel malgré l'assouplissement du marché du travail. De même, au Royaume-Uni, la croissance a davantage résisté que prévu. La croissance des salaires et l'inflation des services sont encore trop élevées pour être compatibles avec l'objectif d'inflation de la Banque d'Angleterre. Par conséquent, les prévisions de taux en dollar américain et en livre sterling ont fortement augmenté depuis septembre.

## Les taux suisses se sont découplés, la zone euro prochaine sur la liste



Source: Bloomberg, Banque J. Safra Sarasin, 19.11.2024

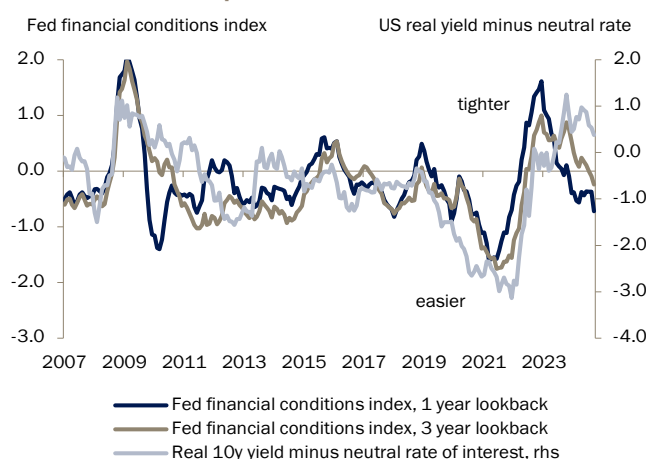
**La BCE a commencé à se découpler des États-Unis et du Royaume-Uni**

Les anticipations de taux de la BCE n'ont pas participé au dernier mouvement à la hausse. La croissance des deux plus grandes économies de la zone euro, l'Allemagne et la France, semble atone. Ces deux pays sont en proie à des problèmes structurels et à l'instabilité politique. En outre, faute de mesures de relance budgétaire significatives, les économies de la zone euro sont probablement plus sensibles à la hausse des taux que les États-Unis et le Royaume-Uni. Cette divergence des anticipations de taux directeurs de la zone euro par rapport à leurs homologues américains, mais aussi britanniques, est clairement visible sur les marchés à terme depuis la mi-2024 environ.

**L'orientation monétaire pourrait être moins restrictive que prévu**

Parallèlement à la nette réévaluation des anticipations de taux directeurs depuis la pandémie, les rendements réels à long terme ont atteint leur plus haut niveau depuis 2008. Alors qu'une nette augmentation des rendements réels indique généralement un durcissement significatif des conditions monétaires, la vigueur de la croissance économique et la solide performance des actifs à risque suggèrent le contraire. En fait, les propres indices de mesure de l'effet des conditions financières sur la croissance (FCI) de la Fed, qui reposent largement sur des instruments basés sur le marché, suggèrent que l'orientation monétaire actuelle des États-Unis est même modérément expansionniste.

**Les indices des conditions financières basés sur le marché sont modérément expansionnistes**



Source: Bloomberg, Banque J. Safra Sarasin, 19.11.2024

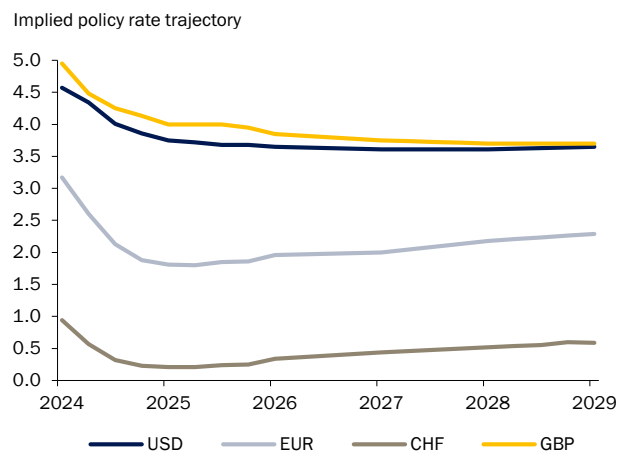
En fait, la résilience de nombreuses économies avancées, et pas seulement des États-Unis, suggère que la politique monétaire est probablement moins restrictive qu'on ne le pensait. D'autres forces de soutien de l'activité économique sont très certainement à l'œuvre face à la hausse des taux d'intérêt réels. D'une part, les bilans plus solides du secteur

privé et le préfinancement des dettes à long terme à des taux bas ont atténué l'impact négatif de la hausse des taux réels. En outre, les dépenses budgétaires restent probablement un important soutien à l'activité économique, en particulier aux États-Unis et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni. Dans le cas des États-Unis, il faut également noter que la forte hausse de l'offre de main-d'œuvre via l'immigration et les gains de productivité ont contribué à rééquilibrer le marché du travail sans perturber l'économie.

**La victoire de Trump a fait remonter les anticipations de taux d'intérêt de la Fed**

Les mesures de relance esquissées par D. Trump ont alimenté les anticipations de hausse de la croissance nominale, de l'inflation et des déficits budgétaires aux États-Unis. En conséquence, les marchés ont revu à la hausse leur estimation du taux directeur à long terme pour les États-Unis. Cela étant, certains niveaux de taux directeur implicite, en particulier ceux à échéance de plusieurs années, intègrent probablement une prime de terme supplémentaire pour compenser le risque de hausse de l'inflation, des déficits, mais aussi de l'incertitude politique. Au Royaume-Uni, nous constatons certaines similitudes avec les États-Unis: le dernier budget du nouveau gouvernement travailliste plaide également en faveur d'un net assouplissement budgétaire susceptible d'entraîner une hausse de l'inflation et des déficits, ce qui a certainement contribué à la récente remontée des anticipations de taux directeurs.

**Une trajectoire de réduction des taux moins prononcée aux États-Unis et au Royaume-Uni**



Source: Bloomberg, Banque J. Safra Sarasin, 19.11.2024

**Une trajectoire de réduction des taux probablement moins prononcée pour la Fed et le Royaume-Uni**

Par conséquent, les anticipations de net assouplissement budgétaire se traduiront probablement pour la Fed et la Banque d'Angleterre par une trajectoire de réduction des taux moins prononcée que prévu, du moins à court terme. La vitesse et l'ampleur des futures baisses de taux de la Fed



dépendront des données cycliques à venir et des mesures plus concrètes du nouveau gouvernement Trump. Les marchés à terme anticipent actuellement un creux cyclique de 3,6% pour les fonds fédéraux et un taux directeur implicite moyen à long terme d'environ 4%. Ce chiffre est nettement plus élevé que le taux neutre estimé par la Fed elle-même et se situe également dans le haut de notre fourchette d'estimations. S'agissant du Royaume-Uni, le nouveau budget du parti travailliste stimulera la croissance économique à court terme, mais ne contribuera guère à la croissance à plus long terme. Par conséquent, nous pensons que les anticipations du marché, à savoir un creux cyclique et un taux d'intérêt moyen à long terme de la Banque d'Angleterre proche de 4% sont trop élevées, même s'il faudra peut-être attendre l'année prochaine pour que les marchés s'en rendent compte.

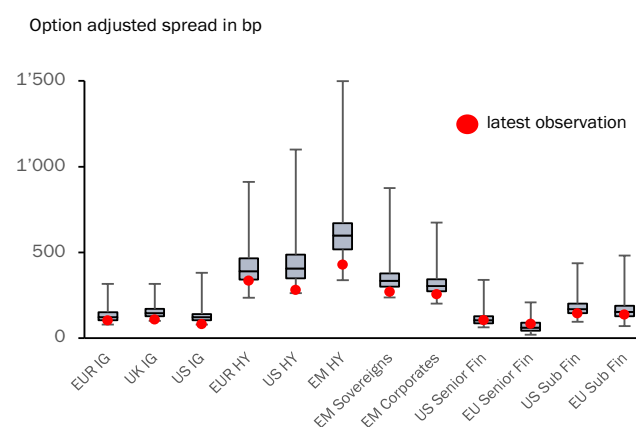
### Les rendements des obligations à long terme sont correctement valorisés, les courbes de rendement sont trop plates

Les rendements obligataires à long terme sont probablement correctement valorisés et devraient se stabiliser autour des niveaux actuels à moyen terme, à l'exception des rendements en livre sterling, qui nous semblent encore trop élevés. Les courbes de rendement devraient continuer à se pentifier à mesure que les banques centrales réduisent leurs taux, conformément à la tendance observée au cours des cycles précédents. Cela dit, les préconisations politiques du président nouvellement élu alimentent les anticipations de hausse de la croissance nominale aux États-Unis, ce qui pourrait faire remonter les rendements au cours des prochains mois. Nous prévoyons une surperformance des marchés obligataires de la zone euro et de la Suisse au cours des prochains trimestres. Nous estimons que les extrémités longues de toutes les courbes de rendement (> 10 ans) recèlent encore trop de risques et préférons les échéances intermédiaires (5 à 10 ans): (1) elles bénéficient de la pentification; (2) leur durée est suffisante pour profiter d'une éventuelle baisse des rendements intermédiaires sous l'effet des réductions de taux des banques centrales et, (3) elles offrent suffisamment de portage pour protéger contre les mouvements défavorables des taux.

### Pondération neutre du crédit malgré la faiblesse des spreads

Les anticipations de nouvelles baisses de taux d'intérêt soutiennent la thèse de l'atterrissage en douceur et continuent de faire baisser les taux de défaut attendus pour 2025 et au-delà. En outre, les préconisations politiques de D. Trump dopent les prévisions de croissance nominale, ce qui tend à soutenir le crédit. Cela étant, les primes de risque de tous les segments obligataires sont à leur plus bas niveau, ou en sont proches, depuis 2012 (ou depuis 2000 lorsque les données sont disponibles). Les valorisations ne sont donc pas du tout attrayantes et sont sensibles à une actualité moins favorable. Nous gardons pour le moment une position neutre sur le crédit. La perspective d'un atterrissage en douceur ne justifie pas pour l'instant une sous-pondération structurelle du crédit, bien qu'une guerre commerciale, qui fait clairement peser un risque sur notre scénario central, nuirait à l'économie et pourrait entraîner une hausse significative des spreads de crédit.

### Les spreads de crédit sont à des plus bas historiques ou en sont proches



Source: Bloomberg, Banque J. Safra Sarasin, données journalières depuis 2012, 19.11.2024



# L'éventualité d'une guerre commerciale assombrit les perspectives des marchés émergents

**La victoire des Républicains aux récentes élections américaines est source d'une grande incertitude politique, tant pour la Chine que pour les autres marchés émergents. L'imposition de droits de douane élevés et un dollar fort pèseraient sur la croissance et les perspectives monétaires des marchés émergents, ce qui limiterait la marge de réduction des taux des banques centrales de ces pays. Nous prévoyons que la Chine prendra davantage de mesures de relance budgétaire en 2025 pour soutenir une économie susceptible de pâtir lourdement de droits de douane élevés. Le protectionnisme américain augmentera probablement l'influence économique de la Chine dans les pays émergents via les exportations et les investissements directs.**



**Mali Chivakul**

Économiste marchés émergents

## La politique commerciale des États-Unis est la grande inconnue pour 2025

La nette victoire des Républicains aux récentes élections américaines alimente l'incertitude entourant la politique commerciale de la nouvelle administration pour les deux prochaines années. Si la menace de droits de douane de 60% sur les produits chinois et de 10% sur tous les autres produits importés pourrait n'être qu'un point de départ pour les négociations bilatérales, il serait déraisonnable de ne pas se préparer à l'éventualité de telles mesures, compte tenu de leur place dans la campagne électorale des Républicains.

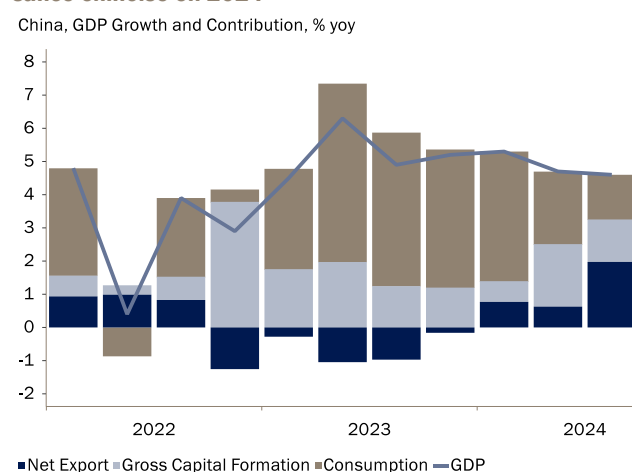
## La Chine s'est largement appuyée sur les exportations pour stimuler sa croissance en 2024

Tout au long de l'année 2024, la demande intérieure de la Chine s'est affaiblie sur fond de repli persistant de l'immobilier. Il en est résulté une surcapacité dans les secteurs liés au logement et une détérioration des finances des collectivités locales, laquelle a conduit à un durcissement budgétaire généralisé. L'atonie de la demande intérieure a incité les entreprises chinoises à se développer à l'étranger, ce qui s'est traduit par une forte croissance des exportations. La concurrence sur de nombreux segments du marché a entraîné des baisses des prix et une diminution des bénéfices des entreprises. En conséquence, les anticipations des ménages en matière de revenus et d'emploi se sont détériorées et leur confiance a chuté.

## La revirement politique de la Chine laisse présager davantage de mesures de soutien tout au long de l'année 2025

En septembre, le gouvernement chinois a finalement opéré un revirement afin d'apporter un soutien politique plus important à l'économie. En l'absence de guerre commerciale, nous prévoyons que le taux de croissance de la Chine passera de 4,8% en 2024 à 4,5% et 4% en 2025 et 2026 respectivement. Si la croissance du PIB réel ralentira probablement selon nous, celle du PIB nominal devrait augmenter en 2025 sur fond de légère diminution des pressions déflationnistes. Nous supposons que le gouvernement chinois prendra des mesures «tout juste suffisantes» pour stabiliser la croissance à court terme. Le nouveau plafond d'obligations pour les swaps de dettes des collectivités locales devrait réduire les arriérés et renforcer la confiance. Nous anticipons une augmentation du déficit budgétaire du gouvernement central en 2025, ce qui devrait soutenir l'économie.

## Les exportations nettes ont fortement contribué à la croissance chinoise en 2024



Source: Macrobond, Banque J. Safra Sarasin, 19.11.2024



**Les mesures de relance ne permettraient pas de totalement compenser des droits de douane de 60%**

Dans le scénario où les droits de douane américains sur les produits chinois atteignent 60%, nous prévoyons que la croissance annuelle de la Chine sera entamée d'au moins 1%. L'impact final dépendra évidemment de l'envergure et du calendrier de la nouvelle politique en matière de droits douane. Les exportations directes de la Chine vers les États-Unis représentent actuellement environ 500 milliards de dollars par an, soit 3% du PIB. Nous prévoyons que le gouvernement chinois apportera, le cas échéant, un soutien politique plus important afin de maintenir la croissance du PIB au-dessus de 4%. La banque centrale laisserait probablement le renminbi se déprécier davantage pour absorber une partie des effets des droits de douane.

**Les marchés émergents pourraient pâtir d'une nouvelle guerre commerciale et de la fermeté du dollar**

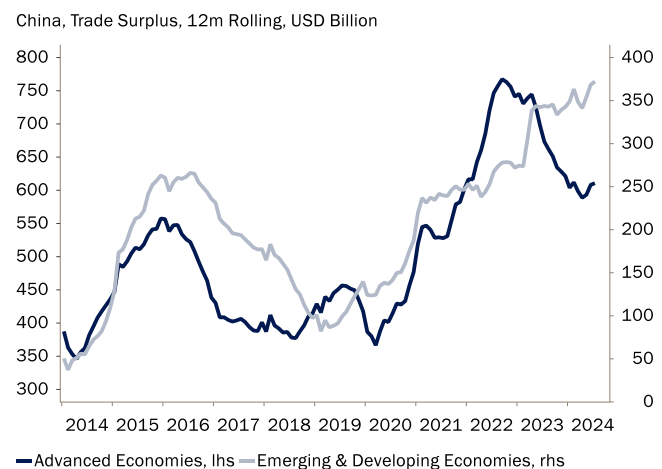
En cas de nouvelle guerre commerciale, la plupart des marchés émergents subiraient des pertes de production. En dehors de la Chine, le Mexique est le pays le plus exposé aux droits de douane généralisés, étant donné que plus de 80% de ses exportations sont destinées aux États-Unis. Il pourrait toutefois promettre de coopérer pleinement avec les États-Unis sur les questions d'immigration en échange d'une réduction des droits de douane. D'autres petits pays émergents ouverts d'Asie qui sont les plus exposés au marché américain (Corée, Malaisie, Thaïlande, Vietnam) seraient touchés de plein fouet. L'impact négatif sur ces pays sera probablement partiellement compensé par les investissements directs chinois visant à étendre les chaînes d'approvisionnement. Les exportateurs de matières premières comme le Brésil, le Chili, le Pérou et l'Afrique du Sud, ainsi que les pays émergents axés sur leur économie intérieure tels que l'Inde et l'Indonésie, sont davantage protégés. Le Brésil pourrait même bénéficier des représailles de la Chine à l'encontre des droits de douane américains, comme ce fut le cas en 2018, mais pourrait être pénalisé si la Chine décide d'acheter davantage de produits agricoles aux États-Unis. Dans l'ensemble, les monnaies des pays émergents devraient se déprécier face à la fermeté du dollar américain et à un renminbi beaucoup plus faible.

**Dans l'ensemble les marchés émergents devraient résister**

Nous prévoyons un ralentissement de l'activité dans un certain nombre de grands pays émergents, dont le Brésil, l'Inde et la Turquie. Le différentiel de croissance entre les pays émergents et les marchés développés restera néanmoins important, selon nous. Quelques pays ayant pâti de taux d'intérêt élevés l'année dernière, comme la Hongrie et la Colombie, devraient voir leurs perspectives de croissance s'améliorer en 2025. L'assouplissement monétaire mis en œuvre dans la plupart des pays émergents en voie d'assainissement budgétaire devrait soutenir la demande intérieure. Cependant, l'ampleur des mesures devrait être assez limitée pour deux raisons: premièrement, en raison de l'inertie de l'inflation de base et de l'inflation des services, l'inflation de certains pays émergents, en particulier en

Amérique latine et en Europe, ne tombera probablement pas au niveau des objectifs des banques centrales d'ici à la fin de l'année 2025. Deuxièmement, s'agissant des pays émergents qui affichent des rendements peu élevés, principalement en Asie, la trajectoire moins prononcée de réduction des taux aux États-Unis les obligera probablement à maintenir un différentiel de taux suffisant pour éviter une trop forte pression sur leur monnaie.

**Les liens entre la Chine et les pays émergents devraient se resserrer**



Source: Macrobond, Banque J. Safra Sarasin, 19.11.2024

**L'influence économique de la Chine sur les marchés émergents devrait continuer de croître**

Le protectionnisme des économies avancées a pour effet de resserrer les liens économiques entre la Chine et les autres pays émergents. En effet, l'excédent commercial de la Chine vis-à-vis des pays émergents a augmenté de 25% à partir de 2022, alors que l'excédent vis-à-vis des économies avancées a chuté depuis le sommet atteint en 2022. Les investissements directs de la Chine dans les pays émergents ont également sensiblement augmenté. Il y a dix ans, la part des pays émergents dans les investissements directs à l'étranger de la Chine n'était que de 30%. Aujourd'hui, elle atteint 70%. Si une partie de ces investissements a été motivée par la volonté de diversifier la chaîne d'approvisionnement afin d'atténuer les risques liés aux droits de douane et autres chocs, une part importante des nouveaux projets résulte de la stratégie de «sortie» des entreprises chinoises, en particulier dans les énergies renouvelables et les industries connexes. La hausse des investissements directs s'accompagne généralement d'un resserrement des liens économiques et politiques, car ces projets se traduisent par des créations d'emplois, des transferts de technologies et la mise en place de chaînes d'approvisionnement locales et de services logistiques autour des installations de production. Les relations géopolitiques entre la Chine et l'Occident seront probablement plus compliquées à moyen terme, obligeant les pays émergents à trouver un équilibre entre leurs intérêts et ceux des grandes puissances.

# L'année s'annonce difficile

**En 2025, les performances des actions seront probablement plus modérées qu'au cours des deux dernières années. Les valorisations ayant renoué avec le pic atteint après la pandémie, le point de départ du marché est beaucoup plus élevé, alors que les incertitudes politiques vont aller grandissant. Même si la nouvelle administration américaine aura probablement un effet positif sur les bénéficiaires et le marché des actions en général, les risques de baisse ne sont pas à négliger. L'année 2018 nous rappelle à quel point les guerres commerciales peuvent être source de turbulences. Nous aurions donc tendance à rester à l'écart des secteurs et régions les plus exposés à l'international et chercherions plutôt à nous exposer aux segments du marché susceptibles de bénéficier d'une baisse des impôts, d'une hausse des taux et d'une appréciation du billet vert.**



**Wolf von Rotberg**  
Stratège Actions

## La politique américaine devrait dominer les marchés en 2025

La victoire retentissante du parti républicain aux élections présidentielles et législatives américaines a déjà jeté une ombre sur les marchés. Les Républicains contrôlent désormais les pouvoirs exécutif et législatif. Le pouvoir est donc largement concentré entre les mains d'une administration qui prévoit de mener de profondes réformes. Même si toutes les propositions de la campagne ne seront pas mises en œuvre, il faut s'attendre à une série de mesures. S'agissant des actifs à risque, les baisses d'impôts et la poursuite de l'assouplissement budgétaire devraient doper les bénéficiaires et stimuler la demande, tandis que la déréglementation est censée favoriser la rentabilité et la croissance à long terme. En revanche, les droits de douane ne présentent aucun avantage pour la croissance économique ou les bénéficiaires des entreprises en général. Qui plus est, ils risquent d'annuler certains des effets positifs sur la croissance obtenus par l'intégration des chaînes d'approvisionnement mondiales au cours des 30 dernières années. Dans le pire des cas, ils pourraient même déclencher un conflit commercial mondial, auquel il serait difficile de mettre fin une fois amorcé.

## Dans le cas des actions, le match se jouera entre l'assouplissement budgétaire et réglementaire, et les droits de douane

La performance du marché des actions américain en 2025 dépendra probablement de la détermination avec laquelle les différentes propositions de campagne seront mises en œuvre et de l'envergure des mesures. Le marché pourrait bénéficier de mesures axées sur le budget et la réglementation, mais il faudrait

pour cela que l'ampleur et la portée des droits de douane restent limitées.

## Le premier mandat de Trump donne quelques indications

Le premier mandat de Trump (2017–2020) permet de se faire une idée de l'impact potentiel des droits de douane sur le marché. Dans un premier temps, de fortes baisses d'impôts sont intervenues fin 2017, puis la «guerre commerciale» entre les États-Unis et la Chine a dominé les performances du marché des actions en 2018.

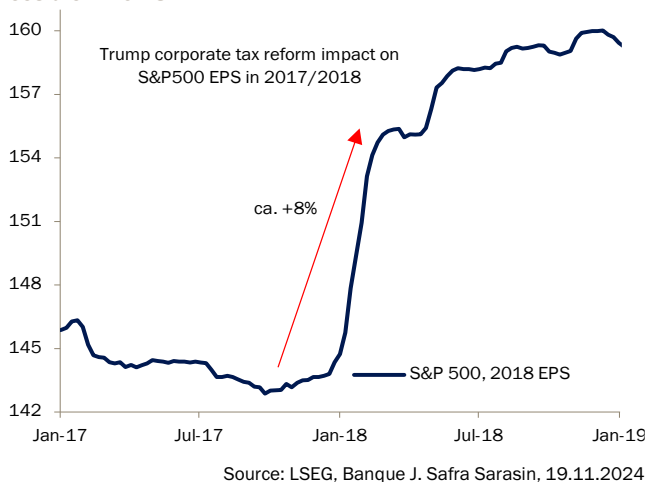
Le «rally Trump» qui a suivi l'élection de 2016 s'est poursuivi en 2017 lorsqu'il est apparu clairement que l'administration prévoyait de réduire le taux d'imposition des sociétés de 35% à 21%. À l'époque, cette mesure était largement considérée comme une nécessité, les États-Unis ayant l'un des taux d'imposition des sociétés les plus élevés des 38 pays de l'OCDE. Afin de réduire au minimum leur assiette fiscale aux États-Unis, de nombreuses entreprises américaines s'étaient constituées en société en dehors des États-Unis ou avaient conservé le plus possible de propriété intellectuelle génératrice de revenus dans des juridictions à faible taux d'imposition. La réforme fiscale de 2017 a changé la donne. Aujourd'hui, le taux d'imposition effectif des sociétés américaines est largement conforme à la moyenne de l'OCDE, ce qui incite moins les entreprises à réduire leurs bénéfices basés aux États-Unis. La nouvelle réduction à 15% proposée par D. Trump pendant sa campagne n'inciterait probablement pas les entreprises à rapatrier leurs bénéfices dans la même mesure qu'à l'époque, mais contribuerait tout de même à accroître leur rentabilité.

## Une baisse d'impôts de 6% augmenterait probablement les bénéfices de 3% à 4%

En 2017, la réduction du taux d'imposition des sociétés de 14% a immédiatement dopé le bénéfice par action (BPA) du S&P

500 de 8%. Selon nous, la sensibilité n'a pas changé de manière significative. Par conséquent, une nouvelle réduction de 6% du taux d'imposition, à 15%, devrait faire progresser le BPA de 3 à 4%. Cette hausse s'ajouterait à la croissance du BPA pour 2025, que nous estimons à un peu moins de 10% sur la base de nos prévisions de croissance du PIB. On peut donc tabler sur un taux de croissance du BPA de 12 à 13% en 2025.

**La baisse d'impôts de 2017 a immédiatement dopé les bénéfices d'environ 8%**



**L'impact des droits de douane est difficile à quantifier**

L'impact des droits de douane est beaucoup plus difficile à quantifier. Tout d'abord, nul ne sait quel sera le niveau de détermination et de fermeté avec lequel la nouvelle administration cherchera à imposer un taux de 60% sur toutes les importations chinoises. Elle pourrait l'utiliser comme monnaie d'échange pour obtenir des engagements en faveur d'un accroissement des investissements chinois aux États-Unis. Deuxièmement, l'impact marginal d'une hausse du taux de droits de douane sur les bénéfices serait probablement moins important qu'en 2018/19, même s'il concernerait un éventail plus large de produits.

**Depuis 2018, les entreprises ont pris des mesures afin d'atténuer l'impact des droits de douane**

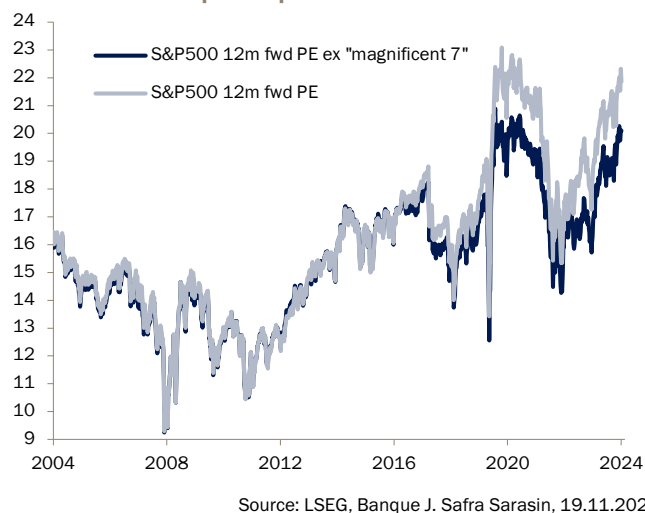
De nombreuses entreprises ont en effet réorienté leurs chaînes d'approvisionnement afin d'atténuer l'impact potentiel des droits de douane sur les chiffres d'affaires et les bénéfices. Apple, par exemple, produit désormais 1 iPhone sur 7 en Inde et continue de transférer certaines capacités de production de Chine vers ce pays. Cette évolution s'inscrit dans une tendance plus large. La part de la Chine dans les importations américaines est passée de 22% en 2017 à 14% en 2024, alors que celle des autres pays asiatiques et du Mexique a au contraire augmenté.

**Nous prévoyons un S&P 500 à 6300 points à la fin de l'année**

Aujourd'hui, les droits de douane sur les importations chinoises représentent une menace moindre pour les bénéfices américains

qu'en 2018. À l'époque, les bénéfices du S&P 500 avaient été amputés d'environ 2%. Si des droits de douane de 60% sur les produits chinois étaient appliqués aujourd'hui, l'impact sur le BPA du S&P 500 ne serait que de 1,5%, selon nous. Si l'on déduit cet impact des 13% de croissance du BPA mentionnés plus haut, la croissance du BPA en 2025 après impôts et droits de douane sur la Chine serait de 11,5%. Nous prévoyons néanmoins une hausse de moins de 10% des actions américaines d'ici la fin de l'année, car les valorisations sont récemment revenues à leurs sommets d'après la pandémie. Une légère baisse des valorisations, conjuguée à une croissance des bénéfices de 11,5%, laisse présager un S&P 500 à 6300 points d'ici fin 2025, selon nous.

**Les valorisations des actions américaines sont revenues à leurs sommets d'après la pandémie**



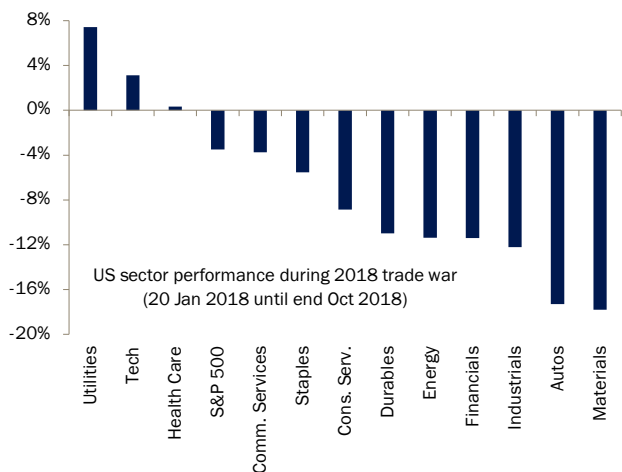
**Les secteurs exposés à l'international ont été les plus durement touchés lors du dernier conflit commercial**

À notre avis, les secteurs qui seraient les plus touchés par la hausse des droits de douane sont ceux qui ont le plus sous-performé pendant le conflit commercial en 2018. Les matériaux, l'automobile et l'industrie ont été les plus pénalisés par l'imposition des premiers droits de douane sur l'acier et l'aluminium le 1<sup>er</sup> mars 2018.

Sans surprise, il s'agit également des secteurs parmi les plus intégrés à l'échelle mondiale de l'indice S&P 500. Seul le secteur des technologies génère plus de revenus à l'international. Cependant, il a bénéficié de généreuses exemptions et a ainsi été largement épargné par les droits de douane en 2018. Une hausse des prix des téléphones portables et d'autres produits de technologie grand public aurait suscité un mécontentement généralisé des consommateurs, une situation que l'administration voulait éviter. Nous prévoyons que la nouvelle administration adoptera une approche similaire cette fois-ci, mais compte tenu des mesures d'atténuation adoptées par les entreprises, elle ne sera peut-être pas contrainte à autant de prudence.



**Les matériaux et l'automobile ont été les plus touchés par la guerre commerciale de 2018**



Source: LSEG, Banque J. Safra Sarasin, 19.11.2024

**Les titres value et les valeurs financières : en bonne posture**

Quand bien même la nouvelle administration ne mettrait en œuvre qu'une partie de son programme, un nouveau recul significatif de l'inflation et des taux semble peu probable. Par conséquent, nous pensons qu'en 2025, la configuration du marché devrait permettre aux titres *value* de surperformer pour la première fois depuis 2022 et de regagner une partie du terrain perdu au cours des deux dernières années. Si D. Trump mettait intégralement en œuvre son programme sur les plans du budget, du commerce et de l'immigration, les risques de voir se rejouer le scénario de 2022 augmenteraient. L'économie, limitée en termes d'offre, avait alors subi un choc de la demande, ce qui a déclenché une poussée d'inflation et une réaction de la part de la Fed. La hausse des taux réels qui s'en est suivie explique notamment pourquoi les secteurs de croissance chèrement valorisés, dont la technologie, ont corrigé, tandis que les titres *value* ont raisonnablement bien résisté. Il s'agit d'un scénario à risque, mais il n'est pas irréaliste si toutes les propositions de Trump sont mises en œuvre.

Le secteur des services financiers semble le mieux placé pour bénéficier des propositions politiques de la nouvelle administration. S'il serait l'un des moins touchés par d'éventuels droits de douane, il bénéficierait à la fois d'une hausse des taux, d'une diminution des restrictions sur les fusions-acquisitions et d'un abandon potentiel des exigences de Bâle III en matière de fonds propres.

**Les services collectifs ne bénéficieront pas du coup de pouce fiscal mais seront épargnés par la hausse des droits de douane**

Largement épargnés par les impôts et des tarifs douaniers, les services collectifs constituent un bon outil de diversification.

Les impôts sont généralement répercutés par le secteur et les droits de douane n'ont pas d'influence étant donné que le secteur génère 98% de ses revenus à l'échelle nationale. Le principal risque est une hausse des taux d'intérêt sous la nouvelle administration. Cependant, les perspectives de croissance à long terme restent très prometteuses, compte tenu de l'augmentation structurelle de la demande d'électricité.

**Les titres value devraient surperformer les valeurs de croissance en 2025**



Source: LSEG, Banque J. Safra Sarasin, 19.11.2024

**Sélectionner les marchés hors États-Unis**

En dehors des États-Unis, nous resterions à l'écart, au moins dans un premier temps, des marchés fortement dépendants du commerce mondial, tels que la zone euro. Les actions britanniques nous semblent plus intéressantes. Malgré leur forte exposition aux ventes en devises étrangères, en particulier celles libellées en dollars américains, les actions britanniques bénéficient d'une adéquation presque parfaite entre les ventes et les coûts en devises étrangères. Elles sont donc assez peu sensibles aux tarifs douaniers, mais bénéficient pleinement d'une appréciation du dollar américain.

**L'année prochaine s'annonce difficile**

L'année 2025 sera une année difficile pour les actions. Partant d'un niveau élevé, il nous semble peu probable qu'elles génèrent à nouveau des performances annuelles de plus de 20%. Toutefois, si la nouvelle administration américaine donne la priorité aux volets de son programme qui favorisent la croissance, des performances positives sont tout à fait envisageables en 2025. Nous recommandons simplement de limiter l'exposition des portefeuilles au commerce et de rester à l'écart des segments très chers du marché. Si ces risques extrêmes peuvent être contournés, des rendements supérieurs à 5% devraient être au rendez-vous.



# Investir dans un nouvel environnement politique

Comme à l'accoutumée en fin d'année, Global View a rencontré Oliver Cartade (responsable de la gestion d'actifs et des clients institutionnels), Christian Younes (responsable du trading et de la trésorerie), Philipp Bärtschi (responsable de la gestion des investissements) et Karsten Junius (responsable de la recherche économique et stratégique) afin de mieux cerner leurs anticipations pour l'année à venir. Un consensus s'est dégagé sur le fait que l'année 2025 sera positive pour les actifs à risque. Les actions devraient à nouveau surperformer les obligations, même si elles sont déjà fortement valorisées. Le *policy mix* attendu aux États-Unis aurait tendance à favoriser le dollar américain, car les rendements obligataires américains devraient rester élevés. Le plus grand risque pour les marchés financiers serait une guerre commerciale mondiale qui pourrait peser sur la croissance et tirer les taux d'inflation vers le haut.

## Global View (GV): M. Junius, l'année 2024 a-t-elle répondu à vos attentes?

À bien des égards, elle les a même dépassées. La croissance américaine est restée forte, tandis que la baisse des taux d'inflation a été le socle d'une forte reprise des actifs à risque. Bien entendu, dans un tel contexte, les rendements obligataires américains et le dollar américain sont restés élevés. En revanche, la Chine a connu une nouvelle année difficile, les déséquilibres structurels de son secteur immobilier continuant à peser sur la confiance des ménages. Comme prévu, la croissance économique de l'Europe est également demeurée très modérée, témoignant de facteurs cycliques et structurels défavorables. Les anticipations d'inflation se sont rapprochées des

objectifs des banques centrales, ce qui a permis de ramener les taux directeurs à un niveau moins restrictif. L'année 2024 a également été marquée par des élections décisives dans huit des dix pays les plus peuplés du monde. Celle qui arrive nous réserve des décisions politiques qui vont probablement jouer un rôle encore plus important dans l'évolution des marchés.

## GV: M. Bärtschi, comment avez-vous réussi à gérer vos portefeuilles d'investissement dans un environnement aussi volatil?

Au premier semestre 2024, la volatilité a été relativement faible et nous avons généralement adopté un positionnement en faveur du risque dans nos portefeuilles en surpondérant les actions et en sous-pondérant les obligations. Durant l'été,





## Table ronde

nous avons ramené la pondération des actions à un niveau neutre en prévision d'un regain de volatilité sur les marchés financiers. Depuis, la probabilité de récession de l'économie américaine a considérablement diminué et la Réserve fédérale (Fed) a réduit ses taux d'intérêt à plusieurs reprises. Après les élections américaines, nous avons à nouveau légèrement surpondéré les actions. En raison du niveau élevé d'incertitude et de la forte volatilité des anticipations de taux d'intérêt, nous sommes restés assez proches des indices de référence en 2024, ce qui nous a été bénéfique puisque toutes les classes d'actifs ont contribué à l'obtention d'une performance positive.



Oliver Cartade, responsable de la gestion d'actifs et des clients institutionnels

### **GV: M. Cartade, la corrélation négative entre les rendements réels et l'or semble avoir complètement disparu. S'agit-il d'une nouvelle donnée?**

Traditionnellement, le prix de l'or est inversement corrélé aux rendements réels. Lorsque les rendements réels sont faibles ou négatifs, l'or devient intéressant en tant que couverture contre l'inflation. Historiquement, des rendements réels élevés font baisser les prix du métal jaune, car le coût d'opportunité de la détention d'or augmente. L'année 2024 a toutefois fait exception puisque l'or s'est renchéri alors même que les rendements réels augmentaient et que le dollar américain demeurait robuste. Cette anomalie peut être attribuée à une série de facteurs, notamment l'instabilité géopolitique accrue et les difficultés budgétaires des principales économies. En outre, les banques centrales ont diversifié leurs réserves en ajoutant de l'or à leurs avoirs. Fait notable, la réduction par la Chine de ses réserves de bons du Trésor américain au fil des ans a pu influencer sur la dynamique du marché. Dans l'ensemble, les facteurs de soutien structurels de l'or - comme les inquiétudes concernant

les déficits budgétaires américains, la couverture de l'inflation et la diversification des réserves - pourraient continuer à soutenir le métal jaune, en maintenant une pression à la hausse sur son prix malgré des signaux économiques défavorables.

### **GV: M. Younes, pensez-vous que les rendements des bons du Trésor américain repasseront sous la barre des 4%?**

Effectivement, les rendements sont restés plus élevés que je ne l'avais anticipé en raison du recul plus lent que prévu de l'inflation de base et des tensions sur le marché du travail. Néanmoins, l'inflation a sensiblement diminué aux États-Unis et se stabilisera probablement autour de 2,5%, ce qui est supérieur à l'objectif de la Fed mais reste un niveau raisonnable. Selon plusieurs indicateurs, les marchés du travail sont devenus moins tendus, ce qui a permis à la Fed de commencer à réduire ses taux. Je pense que le taux des Fed Funds sera ramené à des niveaux compris entre 3,5% et 4% d'ici le premier semestre 2025. Cela se traduirait par des taux réels plus proches de 1%, ce qui est élevé à l'aune historique. Les politiques privilégiées par la nouvelle administration, telles que l'augmentation des droits de douane et la réduction de l'immigration, pourraient accroître les pressions inflationnistes, tandis que d'éventuelles baisses d'impôts pourraient creuser les déficits budgétaires. Cela réduirait la capacité de la Fed à assouplir davantage sa politique. Les rendements de la partie longue de la courbe des bons du Trésor américain ne tomberont donc pas en dessous de 4% au cours des six à douze prochains mois. En outre, je suis sceptique quant au fait qu'un nouveau département de l'efficacité gouvernementale sera en mesure de réduire suffisamment les déficits budgétaires pour que la partie longue de la courbe tombe durablement sous le niveau de 4%.



Christian Younes, responsable du trading et de la trésorerie

**GV: M. Junius, êtes-vous préoccupé par l'indépendance de la Fed?**

Je ne suis pas particulièrement inquiet de l'indépendance de la Fed. Les élections américaines ont clairement montré qu'une inflation élevée est très impopulaire auprès de l'électorat. Aucune administration américaine n'aura donc intérêt à exercer une forte pression sur la Fed pour laisser l'inflation augmenter. Les obstacles juridiques au remplacement du président de la Fed sont également très élevés et les marchés financiers ne prendraient pas à la légère une quelconque tentative en ce sens. Je crois plutôt que la future administration Trump pourrait se servir de la Fed comme bouc émissaire au cas où la croissance serait moins forte que prévu et l'inflation supérieure aux niveaux souhaitables.



Karsten Junius, responsable de la recherche économique et stratégique

**GV: M. Junius, plus personne ne parle de récession aux États-Unis. Quel scénario économique prévoyez-vous pour 2025?**

Le fait que la Fed ait réussi à ralentir l'économie sans déclencher de récession est effectivement remarquable. Les risques de récession n'ont pas pour autant disparu. Des chocs extérieurs ou des politiques économiques trop strictes pourraient à nouveau les faire ressurgir. Nous prévoyons que l'économie américaine poursuivra sa trajectoire d'atterrissage en douceur. Nous sommes optimistes et pensons que la perspective d'une baisse de l'impôt sur les sociétés et d'une déréglementation pourrait stimuler l'économie au premier semestre. En conséquence, la Fed pourrait ne pas être en mesure de procéder à autant de réductions des taux que nous l'avions prévu. Les taux d'intérêt restant relativement élevés, l'économie américaine devrait finir par ralentir au second semestre 2025. En Europe, c'est l'inverse. La croissance devrait être

poussive au cours des prochains trimestres, mais elle connaîtra vraisemblablement une embellie au second semestre, car nous prévoyons que la Banque centrale européenne réduira fortement ses taux directeurs. L'élargissement des différentiels de taux d'intérêt ferait baisser le taux de change de l'euro par rapport au dollar américain et pourrait améliorer sa compétitivité. Toutefois, comme le risque de guerre commerciale mondiale est élevé, nous ne tablons pas sur une reprise tirée par les exportations dans la zone euro ou en Suisse.

**GV: M. Bärtschi, les actions vont-elles à nouveau surperformer les obligations en 2025?**

La combinaison de taux d'intérêt plus bas et d'une réduction de l'incertitude après les élections américaines devrait inciter les investisseurs à placer davantage de capitaux dans des actifs plus risqués tels que les actions en début d'année. Les actions sont fortement valorisées aux États-Unis, mais ne sont pas chères en Europe et sur la plupart des marchés émergents. Notre scénario central prévoit que les actions surperformeront les obligations en 2025. Le principal risque qui pèse sur ce scénario est le retour des inquiétudes liées à l'inflation. La nouvelle administration Trump a l'intention de mettre en œuvre un certain nombre de mesures, comme les droits de douane ou la diminution de l'immigration, qui sont susceptibles d'accroître les pressions inflationnistes. Cela serait négatif pour les obligations, mais probablement encore plus pour les actions si les banques centrales modifiaient leur politique au second semestre et redevenaient plus restrictives.



Philipp Bärtschi, responsable de la gestion des investissements

**GV: M. Cartade, comment les actifs alternatifs ont-ils évolué 2024 et à quoi vous attendez-vous pour 2025?**

L'année 2024 a été mitigée pour l'univers des actifs alternatifs, certaines stratégies ayant enregistré d'excellentes performances, tandis que d'autres stratégies classiques, comme le capital-investissement et l'immobilier, ont été confrontées à un environnement plus délicat et ont produit des performances médiocres. Il est difficile de mettre toutes les stratégies alternatives dans un même panier, aussi je vous propose d'aborder les principaux types, une par une.

*Capital-investissement:* Le capital-investissement a depuis longtemps montré sa capacité à surperformer les marchés publics sur le long terme, indépendamment des fluctuations de l'économie. Cependant, l'année 2024 s'est avérée délicate, car la hausse des taux d'intérêt mondiaux a entraîné une augmentation du coût du levier, d'où la difficulté accrue des gestionnaires de fonds de capital-investissement à atteindre leurs objectifs de performance. En outre, le niveau élevé des valorisations a restreint les possibilités de génération de performances par le biais d'une expansion des multiples. Dans ces conditions, les gestionnaires doivent donner la priorité à des entreprises de grande qualité, offrant un potentiel de croissance durable et moins dépendantes de l'effet de levier. Les secteurs tels que l'intelligence artificielle, la santé, la sécurité et la technologie financière continuent de présenter des opportunités de croissance. Nous espérons toujours une amélioration des performances à mesure que le marché se stabilise, ce qui laisse présager une année 2025 potentiellement plus dynamique.

*Crédit privé:* Le secteur du crédit privé s'est bien comporté en 2024, générant de solides performances grâce à ses structures à taux variable qui s'adaptent bien à la hausse des taux d'intérêt. Les taux de défaut étant faibles et la croissance économique régulière, les perspectives se sont avérées positives, même si le risque d'une hausse des défauts se profile en cas de ralentissement de la croissance économique. La crise des banques régionales de 2023 a eu un impact durable sur les pratiques de prêt, conduisant à une gestion plus stricte des bilans et à un durcissement des normes de prêt dans les établissements financiers traditionnels. Le vide ainsi créé a été l'occasion pour les gestionnaires de crédit privés de se positionner et de fournir des capitaux aux entreprises confrontées à des options de financement limitées. Les rendements des prêts directs restant supérieurs à ceux d'autres titres obligataires liquides et compte tenu de l'utilisation par le secteur de clauses de prêt plus protectrices, le crédit privé continue d'offrir des performances corrigées des risques attrayantes.

*Immobilier:* L'immobilier commercial a produit des résultats mitigés, le segment des bureaux étant confronté à des difficultés notables dues à la tendance actuelle au travail à distance et au niveau élevé des taux d'intérêt, deux facteurs qui pèsent sur la

valeur des biens. Si les bureaux ont été à la peine, d'autres segments tels que l'industrie, le commerce de détail et l'hôtellerie ont produit des résultats plus positifs. Pour 2025, les opportunités résident dans la diversification des investissements vers des secteurs tels que l'industrie, les logements collectifs et les sciences de la vie, qui continuent de résister. Si les difficultés du marché des bureaux devraient persister, les investisseurs chevronnés peuvent trouver de la valeur en ciblant certaines opportunités à des niveaux de valorisation décotés.

*Hedge Funds:* Les hedge funds ont produit beaucoup d'alpha début 2024, les facteurs macroéconomiques ayant joué un rôle moindre et les fondamentaux du marché ayant gagné en importance. Cette tendance devrait se poursuivre en 2025, ce qui offrira des opportunités dans diverses stratégies. Les hedge funds sont souvent mal compris en raison du large éventail de stratégies qu'ils emploient, chacune jouant un rôle unique au sein d'un portefeuille diversifié. Les stratégies macroéconomiques et neutres par rapport au marché semblent particulièrement prometteuses compte tenu de la persistance d'incertitudes sur les marchés et des risques géopolitiques. Ces stratégies sont intrinsèquement défensives et permettent aux gestionnaires de générer de l'alpha à partir de positions longues et courtes, grâce à des portefeuilles faiblement corrélés à l'évolution générale du marché.

**GV: Et que prévoyez-vous pour 2025?**

Bien que de nombreux placements alternatifs soient conçus dans une optique de gains à long terme, leur présence dans un portefeuille diversifié peut permettre d'améliorer les performances et de réduire la volatilité. Le capital-investissement, le crédit et l'immobilier contribuent collectivement à la génération d'alpha et à l'atténuation des risques, ce qui améliore la robustesse des performances du portefeuille. Les investissements secondaires, en particulier, se distinguent dans le cycle actuel. Après la crise de 2022, de nombreux établissements se sont retrouvés avec une surallocation au capital-investissement en raison des mauvaises performances des marchés publics - un phénomène appelé «effet dénominateur». Cette surexposition, aggravée par un ralentissement des sorties et des engagements en cours, a permis aux gestionnaires secondaires d'acquérir des actifs de premier ordre à des prix intéressants. En sélectionnant des actifs dans différents secteurs, régions et millésimes, les gestionnaires secondaires peuvent construire des portefeuilles qui raccourcissent la courbe en J, distribuent le capital plus rapidement et offrent une meilleure protection contre les risques de baisse.

**GV: M. Younes, qu'est-ce que qui, selon vous, sera déterminant pour 2025 et quelles sont vos positions préférées?**

L'évolution de la situation en 2025 dépendra essentiellement de l'éventualité d'une nouvelle guerre commerciale, à savoir l'imposition de droits de douane par les États-Unis qui ferait



l'objet de mesures de rétorsion de la part des régions concernées. Une nouvelle guerre commerciale serait probablement préjudiciable à la croissance mondiale et aurait des effets négatifs même pour les États-Unis. Cela m'amène à penser que D. Trump, le président nouvellement élu, pourrait s'en servir comme d'un outil de négociation et qu'il ne se contenterait pas d'une hausse généralisée des droits de douane, comme il l'a préconisé pendant la campagne électorale.

Actuellement, ma position préférée est une position longue (consistant à recevoir des taux) via des TIPS (obligations du Trésor protégées contre l'inflation) sur le segment trois à cinq ans. Par ailleurs, j'apprécie toujours les positions misant sur une pentification de la courbe des taux américains. Je pense également que les actions chinoises peuvent réserver d'agréables surprises avec davantage de soutien de la part du gouvernement et en l'absence de potentiels droits de douane de 60%. N'oublions pas qu'Elon Musk s'est montré favorable à la Chine par le passé. Je serais toutefois prudent dans la mise en œuvre de ces positions et privilégierais des structures pour lesquelles le risque de baisse est limité, comme les obligations avec protection du capital.

**GV: M. Bärtschi, comment comptez-vous positionner vos portefeuilles en 2025 ?**

Nous commençons l'année avec une légère surpondération des actions et une sous-pondération des obligations. Tant que la croissance de l'économie mondiale est proche de la tendance, la croissance des bénéfices des entreprises devrait être positive et entraîner une hausse des marchés des actions. Nous continuons de préférer les marchés développés aux marchés émergents. Sur le front obligataire, nous préférons les obligations à haut rendement aux obligations investment grade, malgré la faiblesse des primes de risque. En général, les risques actifs de nos portefeuilles sont peu élevés en début d'année. Cela nous permet de disposer d'une certaine marge de manœuvre pour augmenter tactiquement nos positions de risque en cas de repli des marchés. L'inflation est un risque majeur à nos yeux. C'est pourquoi nous surveillons de près la dynamique des prix afin de détecter précocement tout changement potentiel dans les politiques des banques centrales et les anticipations de taux d'intérêt.

**GV: Messieurs, je vous remercie pour vos précieux éclairages.**



Oliver Cartade et Christian Younes

# Perspective du Marché & Prévisions

## Prévisions macroéconomiques

		2024	2025	2026
USA	Croissance économique	2.8	2.2	1.9
	Inflation	2.9	2.5	2.5
Zone euro	Croissance économique	0.9	1.0	1.4
	Inflation	2.4	2.1	2.0
Suisse	Croissance économique	1.3	1.0	1.9
	Inflation	1.1	0.4	1.0
Royaume-Uni	Croissance économique	0.9	1.6	1.5
	Inflation	2.6	2.5	2.4
Japon	Croissance économique	-0.2	1.2	0.7
	Inflation	2.6	2.2	1.7
Chine	Croissance économique	4.8	4.5	4.0
	Inflation	0.4	1.1	1.6

Source: Macrobond, J. Safra Sarasin, 28.11.2024

## Taux directeurs de référence en %

	27.11.	2Q25	4Q25	4Q26
US Fed Funds	4.75	4.25	4.00	3.75
EUR Taux de dépôts	3.25	2.00	1.75	1.75
CHF SARON	1.00	0.00	0.00	0.00
BoE Taux de référence	4.75	4.25	3.75	3.00
Japon Taux interbancaire au jour le jour	0.25	0.75	0.75	1.00

Source: Macrobond, J. Safra Sarasin, 28.11.2024

## Rendements des emprunts d'état à 10 ans en %

	27.11.	2Q25	4Q25	4Q26
USA	4.25	4.30	4.30	4.20
Allemagne	2.13	2.10	1.90	2.20
Suisse	0.27	0.20	0.20	0.40
Royaume-Uni	4.27	4.00	3.70	3.60
Japon	1.05	1.20	1.40	1.60

Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 28.11.2024

## Prévisions de taux de change

	27.11.	2Q25	4Q25	4Q26
EUR-CHF	0.93	0.93	0.92	0.91
EUR-USD	1.06	1.05	1.08	1.12
EUR-GBP	0.83	0.83	0.85	0.88
GBP-USD	1.27	1.27	1.27	1.27
USD-JPY	151	152	148	140
USD-CHF	0.88	0.89	0.85	0.81
USD-CNY	7.25	7.40	7.50	7.50

Source: Macrobond, J. Safra Sarasin, 28.11.2024

Objectifs de cours d'indices boursiers

	27.11.	P/E ratio	Dec-25	Dec-26
<b>USA</b>				
S&P 500	5'999	21.7	6'300	6'800
Nasdaq 100	20'744	26.0	21'500	23'400
<b>Europe</b>				
MSCI UK	2'362	11.7	2'520	2'630
DJ Euro Stoxx 50	4'733	13.4	5'100	5'400
DAX	19'262	12.5	20'500	22'000
SMI	11'644	16.5	12'700	13'400
SPI	15'522	20.1	17'400	19'200
SMIM (Swiss Mid-Caps)	2'608	n/a	2'850	3'100
<b>Japon</b>				
MSCI Japan	1'636	14.2	1'750	1'900
<b>Marchés émergents</b>				
MSCI EM	1'088	12.4	1'250	1'350
MSCI China	64	10.6	75	81

Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 28.11.2024

Stratégie de marchés d'actions

Régions	Secteurs
RU	<b>Surpondéré</b> Santé Industrie Banques
USA ME Chine Suisse Eurolande Japon	<b>Neutre</b> Consommation non Cyclique Services de communications Technologies de l'Information Énergie Assurance Matériaux Immobilier Services aux Collectivités Consommation Cyclique
	<b>Souspondéré</b>

Source: J. Safra Sarasin, 28.11.2024

Allocation d'actifs

Classes d'actifs	Position
<b>Obligations</b>	-
Emprunts d'état	=
Obligations d'entreprise de qualité "investment grade"	-
Obligations à haut rendement	+
Emprunts de marchés émergents	=
<b>Actions</b>	+
Marchés développés	+
Marchés émergents	=
<b>Liquidité</b>	=
<b>Placements alternatifs</b>	=
Matières Premières	=
Autres placements alternatifs	=

Source: J. Safra Sarasin, 28.11.2024





### **Remarques importantes**

Cette publication a été préparé par la Banque J. Safra Sarasin Ltd (la «Banque») exclusivement à des fins d'information. Cette publication ne constitue pas le résultat d'une analyse financière. Par conséquent, les «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers ne sont pas applicables à cette publication.

Tous les points de vue, opinions et commentaires contenus dans la présente publication (ci-après dénommés les «opinions») sont ceux des auteurs et peuvent différer de ceux d'autres départements de la Banque. La Banque peut prendre des décisions d'investissement ou des positions pour son propre compte qui sont incompatibles avec les opinions exprimées dans la présente publication. Elle peut également fournir des services de conseil ou d'autres services aux entreprises mentionnées dans la présente publication, ce qui peut donner lieu à un conflit d'intérêts susceptible d'affecter l'objectivité de la Banque. Bien que la Banque ait pris des mesures pour éviter ou divulguer, respectivement, de tels conflits, elle ne peut faire aucune déclaration à cet égard. Les opinions exprimées dans la présente publication sont valables à la date de rédaction et peuvent être modifiées sans préavis.

Cette publication est basé sur des informations et des données accessibles au public (les «Informations») considérées comme correctes, précises et complètes. La Banque n'a pas vérifié et est incapable de garantir l'exactitude et l'exhaustivité des Informations contenue dans cette publication. D'éventuelles erreurs ou lacunes des Informations ne constituent pas des motifs légaux (contractuels ou tacites) de responsabilité de la Banque, que ce soit en lien avec des dommages directs, indirects ou consécutifs. En particulier, ni la Banque, ni ses actionnaires et employés ne sont responsables des opinions contenues dans cette publication. Les tiers fournisseurs de données sur lesquelles se fonde cette publication n'offrent par ailleurs aucune garantie ou assurance d'aucune sorte relative à l'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence des données fournies et déclinent toute responsabilité pour les dommages de toute nature en lien avec l'utilisation de ces données.

Cette publication ne constitue ni une demande ni une offre, une sollicitation ou une recommandation d'acheter ou de vendre des instruments ou services financiers. Il ne devrait pas être considéré comme un substitut à des conseils individuels et à la divulgation des risques financiers par un conseiller financier, juridique ou fiscal qualifié. Il vous est rappelé de lire toute la documentation pertinente avant d'effectuer un investissement, y compris les avertissements sur les risques, et de solliciter tout conseil financier ou fiscal spécialisé dont vous auriez besoin. Vous n'êtes pas autorisé à transmettre cette publication à d'autres personnes, à l'exception de vos conseillers professionnels. Si vous l'avez reçue par erreur, veuillez la renvoyer ou la détruire. Les performances passées ne préjugent pas des performances actuelles ou futures.

Les placements en monnaies étrangères sont soumis aux fluctuations des taux de change. Le risque de taux de change existe dès lors que la monnaie de référence de l'investisseur n'est pas la même que la devise d'investissement. Les Informations contenant les prévisions sont destinées à des fins d'information seulement et ne sont ni des projections, ni n'offrent de garanties pour les résultats futurs et pourraient différer considérablement pour diverses raisons des performances réelles. Les vues et les opinions contenues dans cette publication, ainsi que les chiffres, les données et les prévisions citées, peuvent être sujets à changement sans préavis. Il n'y a aucune obligation de la part de la Banque ou de toute autre personne de mettre à jour le contenu de cette publication. La Banque décline toute responsabilité pour les pertes découlant de l'utilisation de l'Information (ou de parties de l'Information) contenue dans la présente publication.

Ni la présente publication ni aucune copie de celle-ci ne peuvent être envoyés ou apportés ou distribués aux États-Unis ou à toute personne US. Cette publication ne vise aucune personne se trouvant sur un territoire où (en raison de sa nationalité, de sa résidence ou pour tout autre motif) une telle distribution est interdite et elle ne peut être distribué que dans les pays où sa distribution est autorisée par la loi.

Cette publication constitue un support de marketing. S'il se réfère à un instrument financier pour lequel il existe un prospectus et/ou un document d'information-clé d'investisseur, ceux-ci sont disponibles sans frais auprès de la Banque J. Safra Sarasin SA, Elisabethenstrasse 62, Case Postale, CH-4002 Basel, Suisse.

### **Bloomberg**

«Bloomberg®» et l'indice/les indices Bloomberg référencés sont des marques de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited («BISL»), l'administrateur de l'indice (collectivement, «Bloomberg»), et ont fait l'objet d'une licence d'utilisation à certaines fins par la Banque J. Safra Sarasin Ltd. Bloomberg n'est pas affilié à la Banque J. Safra Sarasin Ltd, et Bloomberg n'approuve pas, ne soutient pas, n'examine pas et ne recommande pas le ou les instrument(s) financier(s) mentionné(s) dans cette publication. Bloomberg ne garantit pas l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité des données ou informations relatives aux instruments financiers mentionnés dans cette publication.

### **ICE Data Indices**

Nous sommes autorisés à citer la source, ICE Data Indices, LLC (ci-après «ICE DATA»). Tant ICE DATA que ses sociétés affiliées et prestataires externes respectifs, déclinent toute responsabilité et s'abstiennent de toute déclaration, explicite ou implicite, quant à de quelconques garanties sur une qualité marchande ou un caractère approprié à une finalité ou à un usage spécifique, y compris pour ce qui concerne les indices, les données relatives aux indices et toute donnée qu'ils contiendraient, qui y seraient liés ou qui en découleraient. Ni ICE DATA, ni ses sociétés affiliées, ni leurs prestataires externes respectifs, ne sauraient être tenus responsables de tout dommage ou conséquence lié à l'exactitude, à la pertinence, à la ponctualité ou à l'exhaustivité des indices, des données relatives aux indices ou de tout élément les composant. Les indices et les données relatives aux indices sont communiqués en l'état, et les utilisateurs en font usage à leurs risques et périls. Ni ICE DATA, ni ses sociétés affiliées, ni leurs prestataires externes respectifs, ne soutiennent, n'appuient ni ne recommandent Banque J. Safra Sarasin SA, ni aucun de ses produits et services.

## **J.P. Morgan**

Les informations ont été obtenues par des sources jugées fiables, mais J.P. Morgan ne garantit pas leur exhaustivité ou leur exactitude. L'indice est utilisé avec autorisation. L'index ne peut être copié, utilisé ou distribué sans l'accord écrit préalable de J.P. Morgan. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. Tous droits réservés.

## **MSCI Indices**

MSCI Disclaimer: <https://www.msci.com/notice-and-disclaimer-for-reporting-licenses>

## **SMI**

SIX Swiss Exchange AG («SIX Swiss Exchange») est la source des indices SMI® et des données qu'ils contiennent. SIX Swiss Exchange n'a pas été impliquée d'aucune manière dans la création des informations rapportées, ne donne aucune garantie et exclut toute responsabilité quelle qu'elle soit (que ce soit par négligence ou autrement) - y compris sans limitation pour l'exactitude, l'adéquation, la justesse, l'exhaustivité, l'actualité et l'adéquation à un usage quelconque - en ce qui concerne toute information rapportée ou en relation avec toute erreur, omission ou interruption dans les SMI Indices® ou ses données. Toute diffusion ou distribution ultérieure de ces informations relatives à SIX Swiss Exchange est interdite.

## **Informations sur la distribution**

Sauf indication contraire, cette publication est distribuée par la Banque J. Safra Sarasin AG (Suisse).

**Bahamas:** La présente publication est distribuée aux clients privés de Bank J. Safra Sarasin (Bahamas) Ltd et n'est pas destinée à être diffusée aux ressortissants ou citoyens des Bahamas ou à une personne considérée comme «résidant» aux Bahamas aux fins du contrôle des changes par la Banque centrale des Bahamas.

**Dubai International Financial Centre (DIFC):** Ce matériel est destiné à être distribué par J. Safra Sarasin (Middle East) Ltd («JSSME») à des clients professionnels au DIFC tels que définis par la Dubai Financial Services Authority (DFSA). JSSME est dûment autorisé et réglementé par la DFSA. Si vous ne comprenez pas le contenu de ce document, vous devriez consulter un conseiller financier agréé. Ces documents peuvent également comprendre des Fonds qui ne sont soumis à aucune forme de réglementation ou d'approbation par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). La DFSA n'est pas responsable de l'examen ou de la vérification des documents d'émission ou autres documents relatifs à ces Fonds. En conséquence, la DFSA n'a pas approuvé le Document de Référence ou tout autre document y afférent et n'a pris aucune mesure pour vérifier les informations contenues dans le Document de Référence et n'encourt aucune responsabilité à cet égard. Les parts auxquelles le document d'émission se rapporte peuvent être illiquides et/ou assujetties à des restrictions quant à leur revente. Les acquéreurs éventuels devraient exercer leur propre diligence raisonnable à l'égard des parts.

**Allemagne:** Cette publication/information commerciale est diffusée en Allemagne par J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Francfort-sur-le-Main, à titre d'information uniquement et ne prétend pas à l'exhaustivité des caractéristiques du produit. Dans la mesure où cette publication contient des informations sur les fonds d'investissement, les documents relatifs aux produits sont disponibles gratuitement sur demande en anglais et en allemand auprès de J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Francfort-sur-le-Main, dans la mesure où des options d'investissement ou des structures de portefeuille indicatives sont incluses : Les options d'investissement ou structures de portefeuille indicatives présentées dans ces documents et les calculs du modèle sous-jacent sont basés sur les informations et données qui nous ont été fournies dans le cadre de l'entretien de conseil en placement, et nous n'avons pas vérifié leur exactitude ou leur exhaustivité. La structure indicative des options d'investissement/portefeuilles décrite ici est donc destinée à servir de guide et ne prétend pas être exhaustive, mais vise à vous informer sur les possibilités générales qu'un investissement implique. Afin de vous fournir une recommandation finale d'investissement adaptée à votre situation spécifique, nous avons besoin d'informations complémentaires, notamment sur vos objectifs d'investissement, votre tolérance au risque, votre expérience et vos connaissances des services et produits financiers et votre situation financière. Cette publication est destinée à être distribuée par J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Francfort-sur-le-Main aux clients domiciliés ou ayant leur siège social en Allemagne et s'adresse exclusivement aux clients institutionnels qui ont l'intention de conclure des affaires d'investissement exclusivement en tant qu'entrepreneurs à des fins commerciales. Cette clientèle est limitée aux établissements de crédit et de services financiers, aux sociétés de gestion de capitaux et aux compagnies d'assurance, pour autant qu'elles disposent de l'autorisation nécessaire à l'exercice de l'activité et soient soumises à un contrôle, ainsi qu'aux moyennes et grandes entreprises au sens du code de commerce allemand (article 267, paragraphes 2 et 3, du HGB).

**Gibraltar:** Ce document marketing est distribué depuis Gibraltar par la Banque J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, First Floor Neptune House, Marina Bay, Gibraltar à ses clients et prospects. La Banque J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, dont le siège social est situé au 57/63 Line Wall Road, Gibraltar, propose des produits et services de gestion de patrimoine et d'investissement à ses clients et prospects. Incorporée à Gibraltar sous le numéro d'enregistrement 82334, la Banque J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd est autorisée et réglementée par la Commission des services financiers de Gibraltar. Les appels téléphoniques peuvent être enregistrés. Vos données personnelles seront traitées conformément à notre Déclaration sur la Protection des Données. Lorsque cette publication vous est fournie par la Banque J. Safra Sarasin (Gibraltar) Limited, ce document est approuvé en tant que communication marketing aux fins de la Loi sur les Services Financiers de 2019. Rien dans ce document n'est destiné à exclure ou à restreindre toute responsabilité que nous vous devons en vertu du système réglementaire qui nous est applicable, et en cas de conflit, toute indication contraire est considérée comme nulle. Il vous est rappelé de lire toute la documentation pertinente avant d'effectuer tout investissement, y compris les avertissements de risque, et de demander tout conseil financier ou fiscal spécialisé dont vous



avez besoin. Vous n'êtes pas autorisé à transmettre ce document à d'autres personnes, à l'exception de vos conseillers professionnels. Si vous l'avez reçu par erreur, veuillez le renvoyer ou le détruire.

**Hong Kong:** Ce document est diffusé par la Banque J. Safra Sarasin Ltd, succursale de Hong Kong à Hong Kong. La Banque J. Safra Sarasin Ltd, succursale de Hong Kong est une banque agréée en vertu de la Hong Kong Banking Ordinance (chap. 155 des lois de Hong Kong) et une institution agréée en vertu de la Securities and Futures Ordinance (chap. 571 des lois de Hong Kong).

**Luxembourg:** Cette publication est distribuée au Luxembourg par la Banque J. Safra Sarasin (Luxembourg) SA (la «Banque Luxembourgeoise»), ayant son siège social au 17-21, Boulevard Joseph II, L-1840 Luxembourg, et soumise au contrôle de la Commission de Surveillance du Secteur financier - CSSF. La Banque Luxembourgeoise met ce document à la disposition de ses clients au Luxembourg et n'est pas l'auteur de ce document. Le présent document ne doit pas être considéré comme une recommandation personnelle concernant les instruments ou produits financiers ou les stratégies d'investissement qui y sont mentionnés, ni comme une invitation à conclure un contrat de gestion de portefeuille avec la Banque Luxembourgeoise ou une offre de souscription ou d'achat des produits ou instruments qui y sont mentionnés, et il ne constitue pas une invitation à conclure un tel contrat. L'information fournie dans le présent document n'a pas pour but de fournir une base sur laquelle prendre une décision d'investissement. Rien dans le présent document ne constitue un conseil en matière de placement, de droit, de comptabilité ou de fiscalité, ni une déclaration selon laquelle un placement ou une stratégie convient ou convient à des circonstances particulières. Chaque client doit faire sa propre évaluation. La responsabilité de la Banque Luxembourgeoise ne peut être engagée à l'égard de toute décision d'investissement, de désinvestissement ou de rétention prise par le client sur la base des informations contenues dans le présent document. Le client supporte tous les risques de pertes qui pourraient résulter d'une telle décision. En particulier, ni la Banque Luxembourgeoise ni ses actionnaires ou employés ne peuvent être tenus responsables des opinions, estimations et stratégies contenues dans ce document.

**Monaco:** A Monaco, le présent document est distribué par la Banque J. Safra Sarasin (Monaco) SA, une banque enregistrée auprès de la «Principauté de Monaco» et réglementée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et le Gouvernement monégasque et la Commission de Contrôle des Activités Financières («CCAF»).

**Panama:** Cette publication est diffusée, uniquement sur la base d'informations publiques librement accessibles au grand public, par J. Safra Sarasin Asset Management S. A., Panama, régie par la Securities Commission of Panama.

**Qatar Financial Centre (QFC):** Ce matériel est destiné à être distribué par la Banque J. Safra Sarasin (QFC) LLC, Qatar [«BJSSQ»] de QFC aux Clients d'affaires tel que défini par les Règles de l'Autorité de Réglementation des Centres Financiers du Qatar (QFCRA). La Banque J. Safra Sarasin (QFC) LLC est autorisée par la QFCRA. Ce matériel peut également comprendre des formes de placement collectif (Fonds) qui ne sont pas enregistrés dans le QFC ou réglementés par l'Autorité de Réglementation. Tout document d'émission ou prospectus du Fonds et tout document connexe n'ont pas été examinés ou approuvés par l'Autorité de Réglementation. Les épargnants du Fonds peuvent ne pas avoir le même accès à l'information sur le Fonds que celui dont ils auraient besoin pour obtenir l'information d'un fonds inscrit dans le QFC; et les recours contre le Fonds et les personnes qui s'en occupent peuvent être limités ou difficiles et peuvent devoir être exercés dans une juridiction sise en dehors du QFC.

**Singapour:** Le présent document est diffusé par la Banque J. Safra Sarasin Ltd, succursale de Singapour à Singapour. La Banque J. Safra Sarasin, Succursale de Singapour est un conseiller financier exempté en vertu de la loi sur les conseillers financiers de Singapour (chap. 110), une banque de gros agréée en vertu de la loi sur les banques de Singapour (chap. 19) et réglementée par l'Autorité Monétaire de Singapour.

**Royaume-Uni:** Ce document est distribué depuis le Royaume-Uni par la Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, London Branch, 47 Berkeley Square, London, W1J 5AU à ses clients, prospects et autres contacts. La Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd offre des produits et services de gestion de patrimoine et d'investissement à ses clients et prospects par l'intermédiaire de la Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, London Branch. Enregistrée en tant que société étrangère au Royaume-Uni sous le numéro FC027699. Autorisée par la Gibraltar Financial Services Commission et soumise à une réglementation limitée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Numéro d'enregistrement 466838. Les détails concernant l'étendue de notre réglementation par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority sont disponibles auprès de nous sur demande. Siège social 57 - 63 Line Wall Road, Gibraltar. Les appels téléphoniques peuvent être enregistrés. Vos données personnelles seront traitées conformément à notre déclaration sur la protection des données. Lorsque cette publication vous est fournie par la Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Limited, London Branch: Rien dans le présent document n'a pour but d'exclure ou de restreindre toute responsabilité que nous vous devons en vertu du système réglementaire qui s'applique à nous et, en cas de conflit, toute indication contraire est annulée. Nous vous rappelons de lire toute la documentation pertinente avant d'effectuer tout investissement, y compris les avertissements concernant les risques, et de consulter un spécialiste en matière financière ou fiscale si vous en avez besoin. Vous n'êtes pas autorisé à transmettre ce document à d'autres personnes, à l'exception de vos conseillers professionnels. Si vous l'avez reçu par erreur, veuillez le retourner ou le détruire.







**Banque J. Safra Sarasin SA**

Elisabethenstrasse 62

Postfach

4002 Basel

Schweiz

T: +41 (0)58 317 44 44

F: +41 (0)58 317 44 00

[www.jsafrasarasin.com](http://www.jsafrasarasin.com)