

# Market

Avril 2025

Bienvenue  
Chez Vous



**BCVS**

GESTION DE FORTUNE

BCVS.ch



**Andrin Albrecht**  
Économiste

2

- 2 Éditorial
- 3 Évaluation de la situation économique
- 4 Quelle a été l'évolution des marchés financiers?
- 5 Coup d'œil sur les classes d'actifs
- 6 Positionnement et changements
- 7 Commentaires sur les décisions de placement
- 8 Tableaux de performance

## Éditorial

Sion, le 1 avril 2025

# L'Europe est-elle en train de perdre le fil en matière d'IA?

Les dépenses massives des Big Tech dans l'intelligence artificielle (IA) devraient se poursuivre sans relâche en 2025. Microsoft, Alphabet, Amazon et Meta ont annoncé des dépenses d'investissement cumulées de 246 milliards de dollars pour 2024, contre 151 milliards de dollars en 2023. Ces quatre entreprises prévoient, ensemble, que les dépenses pourraient dépasser 320 milliards de dollars cette année. Ces investissements massifs s'expliquent par la concurrence pour la construction de nouveaux centres de données, qui seront équipés de puces spécialisées afin de rester à la pointe de la recherche sur les grands modèles de langage de l'intelligence artificielle.

### L'IA comme moteur de croissance: augmentation de la productivité aux États-Unis et en Europe

Les États-Unis se sont positionnés comme le leader mondial du développement de l'IA. Mais la Chine a depuis rattrapé son retard et peut désormais présenter Deep Seek, une entreprise capable de proposer une IA nettement moins chère que les géants de la technologie américains. Ces derniers investissent des milliards dans la recherche et les applications, qui vont de l'automatisation des processus de travail au développement de nouveaux modèles commerciaux.

Ainsi, lors de la conférence de presse sur les résultats de l'année dernière, Google a annoncé que les investissements en capital dans sa propre infrastructure cloud et dans le développement de la technologie IA devraient s'élever à 75 milliards de dollars en 2025. Pour l'année fiscale en cours, qui se terminera le 30 juin 2025, Microsoft prévoit d'investir environ 80 milliards de dollars dans l'extension de l'infrastructure de son centre de données et dans la formation aux modèles d'IA.

Ces importants investissements en capital se basent sur l'attente que les applications d'IA permettent une croissance significative de la productivité pour les entreprises mais aussi pour des économies entières. Des études indiquent que les technologies basées sur l'IA ont le potentiel d'augmenter la productivité aux États-Unis jusqu'à 1,5% par an d'ici 2030. Depuis que l'on sait que les entreprises chinoises disposent également d'une technologie d'IA compétitive, on peut s'attendre à ce que la croissance attendue de la productivité soit encore stimulée. Sur le Vieux Continent, on est cependant à la traîne. Bien que la région abrite des start-ups prometteuses en matière d'IA, aucune ne travaille actuellement sur des modèles linguistiques à grande échelle, le système d'IA universel sur lequel repose le surdoué américain de l'IA ChatGPT. Mais la nouvelle concurrence chinoise va également compliquer la tâche des Européens, car sa technologie a déjà presque conquis le leadership en matière de coûts dans le domaine de l'IA.

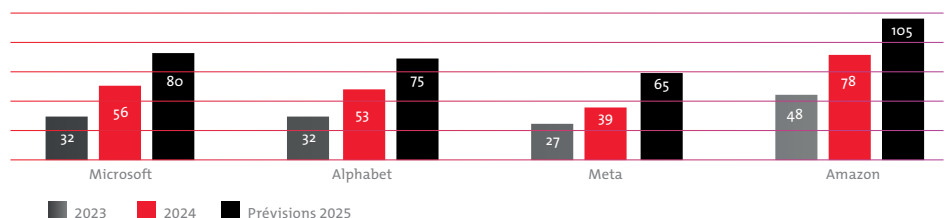
### Inflation et IA: une épée à double tranchant

Les applications de l'IA pourraient également jouer un rôle ambivalent concernant l'évolution de l'inflation. D'une part, la technologie peut contribuer à réduire les coûts de production grâce à l'automatisation et à l'amélioration de l'efficacité, et donc avoir un effet modérateur sur les prix. Cela pourrait contribuer à stabiliser l'inflation à long terme. D'autre part, l'introduction de l'IA comporte également des risques. L'automatisation des emplois, notamment dans les professions moyennement qualifiées, pourrait entraîner des changements structurels sur le marché du travail. Aux États-Unis, où ce dernier souffre déjà d'une pénurie de main-d'œuvre qualifiée et de coûts salariaux élevés, cela pourrait entraîner des tensions sociales à court terme. En Europe, où le marché du travail est souvent plus réglementé, l'adaptation aux changements induits par l'IA pourrait être plus lente, ce qui pourrait freiner la croissance de la productivité.

### Conclusion : l'IA, clé de l'avenir - mais pas sans risques

Le développement de l'IA est sans aucun doute un facteur clé pour le dynamisme économique futur des États-Unis et de l'Europe. Alors que les États-Unis progressent grâce à leur force d'innovation et à leur volonté d'investir, l'Europe manque d'une politique économique cohérente qui encourage l'innovation et la mette en relation avec le capital nécessaire.

### Les entreprises «Big Tech» investissent massivement dans les centres de données En milliards d'USD



#### Contributeurs

Mathias Cotting, CFA, Économiste responsable  
Andrin Albrecht, Économiste

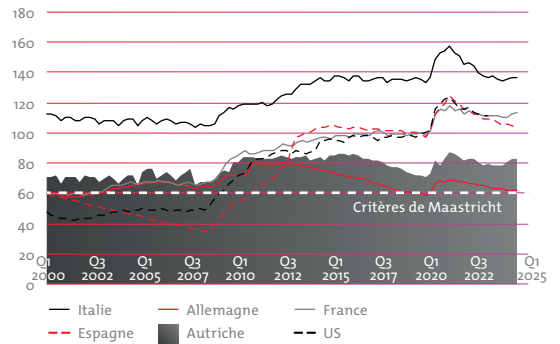
## Évaluation de la situation économique

**La Maison-Blanche pourrait accepter un léger ralentissement économique aux USA en 2025, afin de positionner l'économie sur le moyen terme. Les marchés ont réadapté les perspectives de politiques monétaires en Europe, aux USA et en Suisse.**

### Les Allemands pourraient assouplir leur frein historique à l'endettement

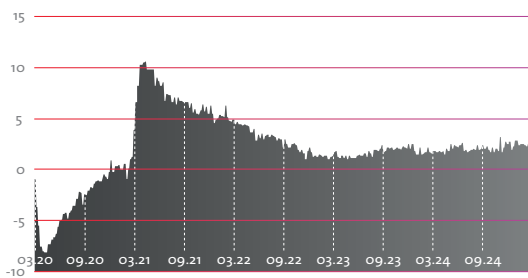
Alors que les discussions et négociations concernant la fin de la guerre en Ukraine battent leur plein, les Allemands en profitent pour annoncer un plan de relance très important. Les montants retenus sont de l'ordre de 1'000 milliards sur 10 ans, la moitié dévolue à des investissements dans l'infrastructure et l'autre moitié pour la défense. Selon les experts, c'est un changement de paradigme historique car l'Allemagne, peu endettée en Europe, disposait d'un frein à l'endettement. De plus, la vitesse à laquelle ce plan se décide et l'ampleur des dépenses prévues rappellent la réunification allemande. Au niveau du budget, et pour pallier les critères de Maastricht (maximum 3% du PIB), les dépenses de défense supérieures à 1% seront exemptées des calculs de frein à l'endettement. Le plan correspond à 1,2% du PIB allemand pour ces 10 prochaines années. Au niveau de l'Europe, la Commission discute également de dépenses dans la défense historiques, 800 milliards, soit 3% du PIB sur 10 ans. En Chine, le gouvernement a également annoncé des plans de soutien économiques importants.

### Les allemands ont les moyens de dépenser plus Dettes publiques, en % du PIB



3

### Les données économiques ne signalent pas de récession Indicateur économique de la Fed de New York, sur base hebdomadaire



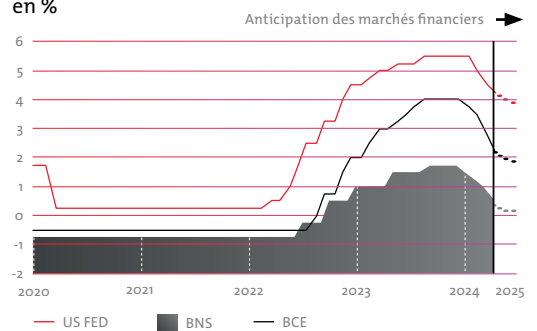
### La Maison-Blanche pourrait accepter un ralentissement économique aux USA

Quel début d'année 2025 ! Alors que l'économie américaine était considérée comme la plus performante, le contexte actuel devrait amener l'économie mondiale à légèrement ralentir en 2025. C'est surtout aux États-Unis que les perspectives de croissance ont été légèrement abaissées, sur fond d'incertitudes et de guerre commerciale notamment. Selon le Secrétaire au Trésor, M. Bessent, la nouvelle administration pourrait accepter quelques perturbations économiques à court terme, afin de redresser et positionner l'économie américaine sur le moyen terme. Les impacts devraient être toutefois contenus et l'économie américaine devrait rester en croissance. Certains instituts financiers ont abaissé les perspectives de croissance du PIB de l'ordre de 0,5%. Au mois de mars, la Réserve fédérale a présenté ses nouvelles projections économiques, +1,7% de croissance du PIB est attendu aux USA en 2025 (contre 2,1% anticipé au mois de décembre dernier). Pour 2026, l'année de mi-mandat pour Donald Trump, les perspectives économiques restent positives. L'image est un peu plus positive en Europe et en Chine, où l'activité économique sera soutenue par les importants plans de relance.

### Réorientation des politiques monétaires en Europe et aux USA ?

Durant le mois de mars, les banques centrales en Europe, aux États-Unis et en Suisse se sont réunies. En Europe, les taux ont été abaissés de 0,25% et se situent désormais à 2,5%. Madame Lagarde, présidente de l'institut, s'est exprimée lors de la conférence de presse. Elle a laissé entendre que les prochaines réductions de taux pourraient être moins rapides. Le contexte est marqué par des incertitudes importantes : la guerre commerciale de Donald Trump et les impacts sur l'inflation du plan d'investissement dans la défense et les infrastructures. Face à ces chocs possibles, le chemin futur des taux d'intérêt devient moins clair. Par conséquent, par rapport aux perspectives antérieures de baisses de taux importantes, il est probable que la Banque centrale européenne procède désormais avec moins de précipitation. Aux États-Unis, la Réserve fédérale maintient son taux directeur inchangé à 4,5% en mars. La Banque nationale suisse a quant à elle baissé d'un quart de point son taux directeur qui se situe maintenant à 0,25%.

### Taux directeurs historiques / anticipés par les marchés financiers



Source: LSEG Datastream, BCVS

## Les dettes en Europe et les critères de Maastricht

Les critères de Maastricht ont été introduits avant la création de la zone euro. Les pays devaient respecter des critères économiques et monétaires, sous peine d'être sanctionnés. Si les critères concernant la maîtrise de l'inflation ont très bien été respectés, ceux limitant les budgets et les dettes des États ne l'ont pas du tout été. Les seuils à respecter

sont que le déficit public ne doit pas dépasser 3% du PIB et la dette ne doit pas dépasser 60% du PIB. Actuellement, les États européens pourraient dépenser davantage dans la défense, sans que ces dépenses ne soient incluses dans les budgets, ce qui marque un changement important de paradigme.

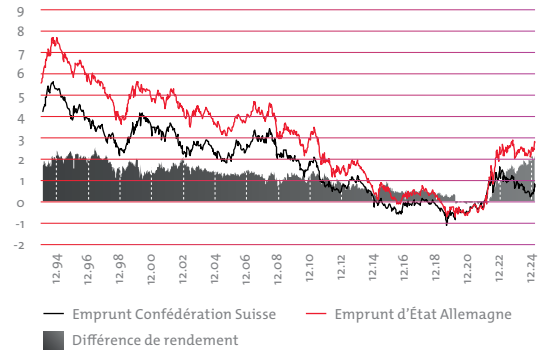
## Quelle a été l'évolution des marchés financiers ?

**L'Allemagne se situe à un tournant de sa politique financière. Les secteurs défensifs des actions sont recherchés et l'interaction entre le dollar américain et l'évolution des prix du pétrole est forte.**

### 4 L'Allemagne et sa devise «Whatever it takes»

La promesse «Whatever it takes» du chancelier désigné Merz fait fortement augmenter le rendement des obligations allemandes (le Bund) dans l'attente de nouvelles émissions. Selon les investisseurs, la hausse spectaculaire des coûts de financement en Allemagne n'est en aucun cas un rejet ou une mauvaise perception des importantes mesures de politique fiscale de Friedrich Merz. Beaucoup pensent que le plan de dépenses du chancelier désigné peut stimuler la croissance sans grever les finances de Berlin au-delà d'un niveau soutenable. Les obligations d'État allemandes ont connu la plus forte hausse de rendement en une journée depuis des décennies, les marchés s'étant préparés à un changement radical de la politique financière allemande et à une augmentation massive de la dette publique après que M. Merz a annoncé des dépenses pour la défense et les infrastructures dans le cadre de son plan «Whatever it takes». Bien que l'emprunt d'État à 10 ans se soit calmé à la fin de la semaine, il se situe toujours au-dessus de 2,7%, alors qu'il était encore inférieur à 2,5% juste avant les annonces. Les rendements en Suisse sont également montés, entraînés par les mouvements sur les marchés européens.

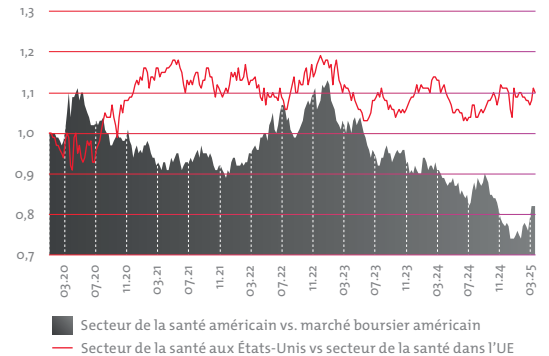
**La différence de rendement se fait sentir**  
Rendements des emprunts d'État à 10 ans en %



### Le secteur de la santé reste intéressant dans un environnement de marché nerveux

En période de correction boursière, le secteur de la santé sert de valeur refuge aux investisseurs. Il profite du fait que les consommateurs continuent à se faire soigner même lorsque leurs revenus diminuent et que leur avenir devient plus incertain. Les laboratoires pharmaceutiques, les services médicaux et les équipements de soins attirent des capitaux lorsque le cycle économique se détériore ou que les valorisations des entreprises à forte croissance sont excessives. Début 2025, ces deux éléments sont réunis. Aux États-Unis, le système de santé est basé sur un modèle privé, où les prix des médicaments sont déterminés par le marché. En Europe, en revanche, la fixation des prix des médicaments est réglementée par les États et les systèmes de santé publics. Ce système libéral permet aux entreprises américaines de réaliser des marges plus élevées et une croissance dynamique du chiffre d'affaires, et rend également la recherche et le développement intéressants. Enfin, il est également possible de réaliser des bénéfices plus élevés afin d'offrir aux actionnaires un retour sur investissement plus attractif. Sur le marché boursier, cet avantage concurrentiel par rapport au secteur européen de la santé est quasiment inexistant.

**Performance relative du secteur de la santé par rapport au marché global aux États-Unis et en Europe**  
Ratio de performance

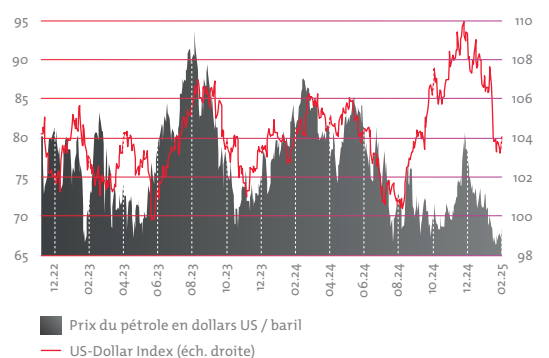


**«Les obligations d'État allemandes ont connu la plus forte hausse de rendement en une journée depuis la réunification allemande.»**

### L'interaction entre le dollar américain et l'évolution du prix du pétrole

Depuis le début de l'année 2025, l'évolution du prix du pétrole est fortement corrélée aux fluctuations du dollar américain. Au début de l'année, le dollar était faible en raison des incertitudes économiques mondiales, ce qui a d'abord soutenu le prix du pétrole, car les matières premières sont devenues moins chères en dollars. L'indice du dollar a chuté de plus de 5,0% depuis son plus haut niveau atteint le 13 janvier. Les dépenses de consommation et le moral des consommateurs ont été plus faibles que prévu. Malgré ce recul en début d'année, le dollar est toujours en légère hausse depuis l'élection de D. Trump du 5 novembre. Il se maintient à l'un des niveaux les plus élevés de ces dix dernières années. Dans le même temps, les tensions géopolitiques et les difficultés d'approvisionnement ont entraîné des pics du dollar. L'interaction entre la vigueur du dollar et la demande de pétrole reste un facteur central.

**Évolution du prix du pétrole et de l'indice dollar**  
Pétrole en dollars par baril, Dollar Index en points



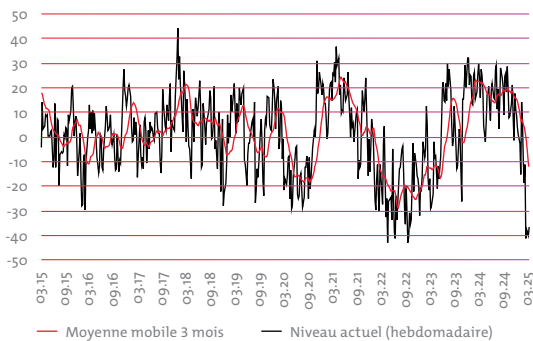
Source: LSEG Datastream, BCSV

## Coup d'œil sur les classes d'actifs

L'attractivité des investissements aux États-Unis diminue, les primes de crédit augmentent à nouveau après avoir atteint un niveau historiquement bas.

### Sentiment des investisseurs individuels aux USA (Bullish-Bearish)

Balance nette (vue positive vs. vue négative)

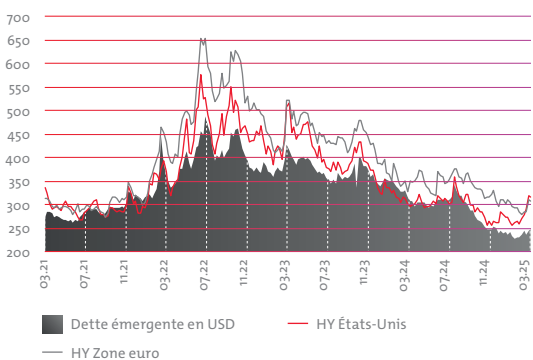


### L'humeur des investisseurs sur le marché américain des actions s'assombrit

En mars 2025, le moral des investisseurs sur le marché boursier américain s'est considérablement assombri. Marqué par l'augmentation des incertitudes provoquées par la politique commerciale erratique du nouveau gouvernement américain, il est tombé à son plus bas niveau depuis 2022 lorsque les taux et l'inflation étaient élevés. Actuellement, des données solides sur le marché du travail et un léger recul de l'inflation ont permis de maintenir des données fondamentales stables. Néanmoins, la volatilité reste élevée, car les tensions géopolitiques au Proche-Orient et les conflits commerciaux déclenchés par les droits de douane sur les importations de Donald Trump continuent de représenter des risques. Les rotations sectorielles se sont poursuivies, les actions défensives gagnant en importance. Dans l'ensemble, il apparaît que les marchés doutent de la vigueur de la croissance aux États-Unis. Cependant, la situation économique n'indique pas de ralentissement. Grâce à des bénéfices stables, le marché boursier américain devrait pouvoir se redresser. La situation outre Atlantique est bien différente. En effet, les marchés boursiers allemand et suisse ont connu un très bon début d'année avec des performances positives à deux chiffres, ce qui reflète une attitude plus optimiste des investisseurs envers le Vieux-Continent qu'envers les États-Unis.

### Les spreads augmentent surtout dans le segment US High Yield

Primes de risque de crédit en points de base



### Les primes de crédit pour les obligations à haut rendement (High Yield) augmentent

Les primes de crédit pour les obligations à haut rendement (High Yield) augmentent rapidement aux États-Unis, en raison de l'incertitude grandissante concernant la croissance économique américaine. Après que les obligations à haut rendement aient offert l'année dernière une performance très attractive avec des primes de crédit très faibles, une correction désormais superflue s'est amorcée. En fait, des primes de crédit très faibles sont un indicateur de forte croissance économique et un signe d'un environnement économique très favorable aux emprunteurs. Avec l'incertitude grandissante concernant la croissance économique américaine, il fallait donc s'attendre à une augmentation des primes de crédit sur le marché américain des obligations à haut rendement. Malgré la récente hausse des primes de crédit, le marché américain des obligations à haut rendement reste relativement cher par rapport à son propre historique. Si les perspectives économiques américaines continuent de s'assombri, les primes de crédit devraient continuer d'augmenter, ce qui entraînerait des pertes de cours sur le marché des obligations à haut rendement. Cependant des éléments vont à l'encontre de cette hypothèse. En effet, la croissance des bénéfices sur le marché boursier américain continue d'être attendue de manière positive. Et il existe toujours une rémunération attrayante pour le risque de crédit, qui augmente maintenant légèrement, avec un rendement à l'échéance de plus de 7%.

## L'accord «Mar-a-Lago»: qu'est-ce qui se cache là-dedans?

En 1985, les ministres français, allemands, japonais, britanniques et américains se sont mis d'accord au Plaza à New York sur une dévaluation du dollar. Cette histoire pourrait-elle se répéter sous la direction de Donald Trump? Selon certaines sources, la nouvelle administration américaine souhaiterait un dollar plus faible, ce qui rendrait les produits américains plus attractifs sur le marché mondial. Un dollar américain plus faible rééquilibrerait également les relations commerciales internationales. Pour y parvenir, un nouvel accord multilatéral devrait être conclu, qui porterait le nom d'accord «Mar-a-Lago». Cet accord vise à rééquilibrer le commerce mondial, actuellement perturbé par une surévaluation du dollar américain par rapport aux autres devises, et à créer un environnement commercial plus stable, ce qui, en fin de compte, améliorera la compétitivité des

exportations américaines et renforcera l'industrie manufacturière nationale. En principe, la proposition prévoit que les États-Unis offrent des garanties de sécurité et un accès privilégié à leurs marchés, en particulier aux pays du G7, en contrepartie de mesures prises par ces partenaires pour rééquilibrer la valeur mondiale du dollar américain et contribuer à résoudre les problèmes budgétaires des États-Unis en échangeant la dette publique existante contre des obligations d'État à très long terme. En bref, l'idée est que les États-Unis offrent au monde la sécurité et l'accès aux marchés, tandis que le reste du monde coopère pour affaiblir le dollar américain. Les Américains arriveront-ils à un tel accord? Cette idée peut-elle devenir plus que la rumeur actuelle de la presse financière?

## Positionnement et changements

6



← → **Changements indiqués par la flèche rouge.**

## Commentaires sur les décisions de placement

**Le facteur Trump provoque un sentiment négatif sur les marchés, alors que les perspectives économiques restent positives. Nous revenons à «Neutre» dans les actions, par manque de visibilité sur les politiques américaines.**



7

### **Le sentiment négatif s'empare du marché des actions américaines, alors que les perspectives économiques restent positives**

Les premières annonces de taxes d'importation ont retenti au début du mois de février sans impacter les marchés financiers mondiaux. Au mois de mars, les annonces et menaces de taxes se sont poursuivies, mais cette fois la vapeur s'est renversée. Le sentiment est devenu très négatif ce qui a provoqué la baisse du marché des actions américaines de 10% environ depuis les plus hauts. La confiance des consommateurs est ressortie à un niveau négatif, il n'en fallait pas moins pour raviver les risques de récession. Mais ce risque est-il vraiment visible à ce stade? Le facteur Trump pourrait-il s'intensifier?

«Le potentiel des actions demeure et peut se réaliser rapidement en cas de désescalade de guerre commerciale.»

### **La baisse des actions américaines est une affaire de sentiment, la situation reste positive pour les investisseurs sur le moyen terme**

Les indicateurs fondamentaux ne montrent pas de signaux de récession. Le marché de l'emploi US (et dans les autres grandes économies) continue de tourner

à un régime élevé avec des taux de chômage très bas. Les indicateurs avancés sont positifs. L'Allemagne et l'Europe préparent des plans de relance historiques. Du côté des indicateurs issus des marchés financiers, nous observons des primes de risque stables, signe que le marché obligataire ne craint pas de dérapage économique. De plus, si le marché américain a baissé, les bourses européennes maintiennent leur gain (+10% depuis le début d'année).

Cependant, l'administration américaine reste un facteur d'incertitude, et il manque encore de la visibilité. Par conséquent, nous réduisons les actions pour revenir au niveau «Neutre». Nous réduisons également d'un cran le positionnement dans les obligations les plus risquées, le segment «High Yield», afin de devenir plus prudents dans les portefeuilles. Nous restons tout de même constructifs sur les actions sur le moyen terme. En effet, le potentiel des actions demeure et peut se réaliser rapidement en cas de désescalade de guerre commerciale, d'annonce des politiques plus favorables aux actions (déréglementation et baisse des impôts aux entreprises notamment).

Nous réinvestissons ces positions dans des obligations en franc suisse. Après l'annonce des plans de relance allemands, les rendements en Europe et en Suisse sont remontés. Nous rallongeons également les échéances des obligations en franc suisse, étant donné la hausse récente des rendements.



**Mathias Cotting, CFA**  
Économiste responsable



**Andrin Albrecht**  
Économiste

## Tableaux de performance

8

Actions	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2025 (%, en monnaie locale)	2025 (%, en CHF)
Monde	-4,4	-1,7	-4,0
Suisse	-2,0	8,6	8,6
Zone Euro	-3,0	7,7	9,6
États-Unis	-5,9	-4,5	-6,8

Obligations	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2025 (%, en monnaie locale)	2025 (%, en CHF)
Oblig. étatiques	-0,7	0,7	0,4
Oblig. d'entreprises	0,9	4,6	2,1
Marchés émergents (USD)	-1,0	2,8	0,3

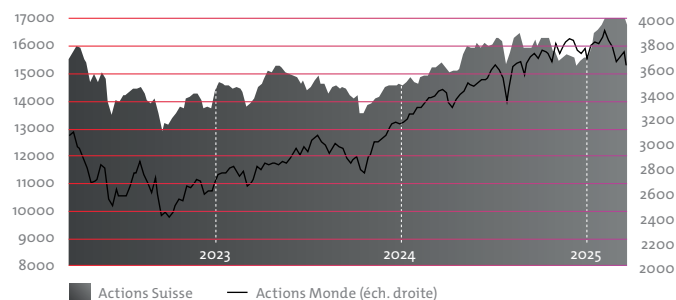
Rendements	en %	Depuis 1 mois (chgmt. absolu)	2025 (changement absolu)
3 ans - Suisse	0,20	-0,03	0,13
3 ans - Allemagne	2,06	0,10	0,04
3 ans - USA	3,88	-0,09	-0,39
10 ans - Suisse	0,56	0,10	0,29
10 ans - Allemagne	2,73	0,34	0,37
10 ans - USA	4,21	0,01	-0,36

Devises	Taux de change	Depuis 1 mois (en %)	2025 (en %)
EUR/CHF	0,956	1,9	1,8
USD/CHF	0,885	-1,9	-2,4

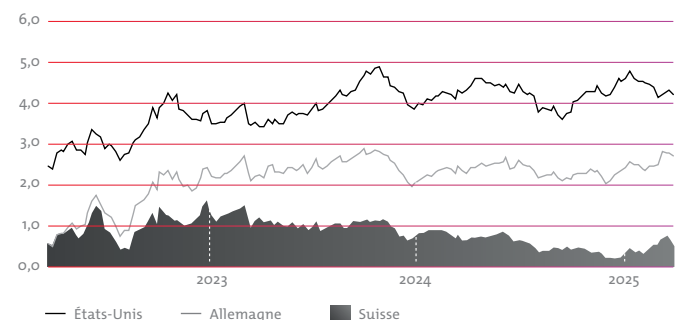
Alternatifs	Prix	Depuis 1 mois (en %)	2025 (en %)
Immobilier ind. Suisse	211	-0,1	1,9
Or (USD/once)	3125	9,6	19,0
Pétrole (WTI, USD/baril)	72	2,7	-0,8

Données au 31.03.25  
Source: ISEG Datastream, BCVS

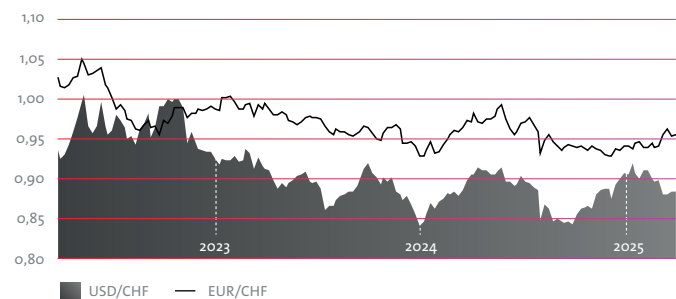
### Suisse et Monde (Indice de prix)



### Rendements des emprunts étatiques 10 ans



### Taux de change



### Évolution des prix de l'or et de l'immobilier

