

Allocation d'actifs Mosaïque

Juin 2025

POINTS CLÉS

- Les marchés ont retrouvé les pertes subies depuis le 2 avril.
- Le risque lié aux droits de douane reste toutefois présent.
- Nous restons proches de nos indices de référence, en attendant plus de visibilité.

SITUATION MACROÉCONOMIQUE

Les droits de douane de Trump : reportés, mais toujours menaçants

La réaction initiale des marchés après le 2 avril était compréhensible : les mesures protectionnistes nuisent à la rentabilité des entreprises et à l'emploi. Le projet de droits de douane proposé par Donald Trump représentait une rupture nette avec les politiques commerciales récentes. Une orientation vers l'autarcie et la réindustrialisation des États-Unis remettrait en cause le modèle économique qui a soutenu la croissance, le niveau de vie et les rendements des investissements depuis plusieurs décennies.

Le rebond rapide des marchés, une fois la menace immédiate des droits de douane levée, s'explique par la même logique. Ce mouvement s'est renforcé avec l'annonce d'un accord bilatéral provisoire avec la Chine, limitant les nouveaux droits de douane à 30 % sur les exportations chinoises vers les États-Unis — bien en deçà des 100 % initialement envisagés.

Aujourd'hui, les marchés américains ont effacé les pertes enregistrées depuis le 2 avril et se rapprochent de leurs sommets historiques de février. Mais l'incertitude demeure. Comme l'a montré la dernière attaque verbale du président contre l'Europe, tant que des accords commerciaux solides ne seront pas signés, la menace des droits de douane reste bien réelle.

La plupart des hausses prévues ont été reportées à juillet, non annulées. Et avec un président aussi imprévisible, le risque d'un revirement brutal reste élevé. S'il est légitime de remettre en question certaines injustices du commerce mondial, les solutions proposées pourraient avoir des conséquences lourdes pour l'économie américaine comme pour l'économie mondiale. Les actifs à risque restent donc vulnérables.

Des données économiques plus difficiles à interpréter que d'habitude

En ce moment, les nouvelles économiques — habituellement déterminantes pour les portefeuilles — semblent avoir un impact limité. Ce n'est pas que la rentabilité des entreprises ou les taux d'intérêt ont perdu de leur importance, mais plutôt que l'incertitude autour du cadre des droits de douane rend les données plus difficiles à lire.

Certaines entreprises ont anticipé les hausses de droits de douane en accélérant leurs commandes, tandis que d'autres ont préféré reporter, voire annuler, certaines transactions. Résultat : les chiffres actuels sont brouillés par ces effets de calendrier.

Pour l'instant, les enquêtes de conjoncture les plus suivies ne signalent pas de chute marquée de la confiance des entreprises ou des carnets de commandes — même dans l'industrie manufacturière, pourtant en première ligne face aux droits de douane (qui, jusqu'à présent, ne concernent que les biens, pas les services).

Les droits de douane supplémentaires visant le Canada, le Mexique et la Chine ont été annoncés bien avant le 2 avril, mais leur impact pourrait mettre du temps à se refléter dans les enquêtes économiques. De même, les indices d'inflation n'ont pas encore intégré les effets de ces hausses tarifaires.

Si les droits de douane du « jour de la libération » étaient définitivement abandonnés et que l'accord provisoire avec la Chine se concrétisait, l'augmentation effective des droits de douane américains serait probablement limitée à environ 10 points de pourcentage. Ce niveau serait suffisant pour freiner la croissance économique, mais sans doute insuffisant pour provoquer un ralentissement majeur.

Les dernières projections du FMI vont dans ce sens : même avec l'application complète des droits de douane du « jour de la libération », une récession pure et simple aux États-Unis resterait peu probable. Cela dit, la confiance dans ces prévisions reste limitée, compte tenu du caractère inédit et complexe de la situation actuelle.

... mais nous pensons que les taux d'intérêt baisseront encore un peu

Nous ne pensons pas que les droits de douane aient un effet inflationniste durable. En réalité, ils tendent à réduire le pouvoir d'achat — du moins tant que les recettes générées ne sont pas redistribuées, par exemple sous forme de baisses d'impôts.

Si l'on prend les enquêtes économiques récentes au pied de la lettre, et si les droits de douane du « jour de la libération » ne sont finalement pas appliqués, ni l'économie américaine ni l'économie européenne ne devraient nécessiter de mesures d'urgence sous forme de baisses supplémentaires des taux d'intérêt.

Dans ce contexte, nous pensons désormais que la Réserve fédérale pourrait ne réduire ses taux qu'une ou deux fois encore — bien moins que ce qui semblait probable juste après le 2 avril. Des ajustements similaires sont envisageables dans la zone euro, au Royaume-Uni et en Suisse. Dans ce dernier cas, de nouvelles baisses ramèneraient les taux en territoire négatif, mais la Banque nationale suisse fait face à un risque inflationniste bien plus modéré que les autres grandes banques centrales.

Des portefeuilles à nouveau préparés à une large gamme de scénarios

Nous ne prétendons pas pouvoir anticiper les décisions de M. Trump, mais nous avons toujours estimé que ses déclarations — souvent provocatrices plutôt qu'informatives — ne devaient pas être prises au pied de la lettre. Si nous ne nous attendions pas à ce que le « jour de la libération » prenne la tournure qu'il a eue, nous savions que M. Trump pouvait changer d'avis rapidement. C'est pourquoi, lors de plusieurs réunions du comité d'allocation d'actifs, nous avons choisi de ne pas modifier radicalement les portefeuilles Mosaïque.

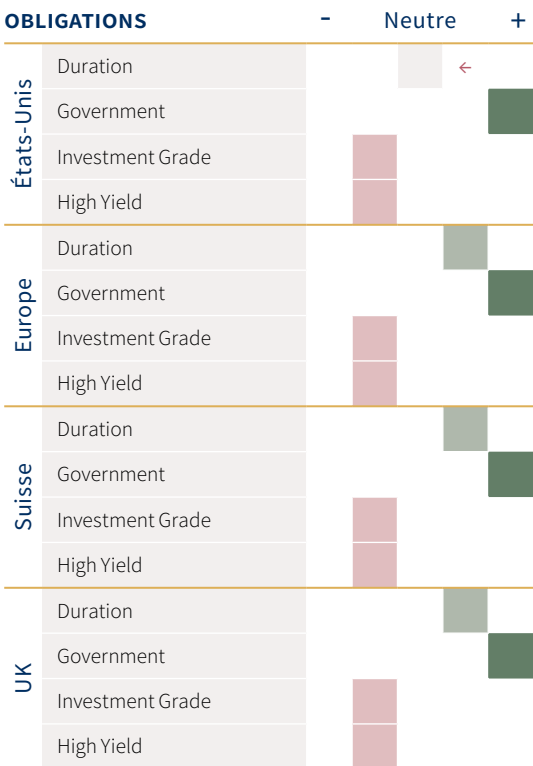
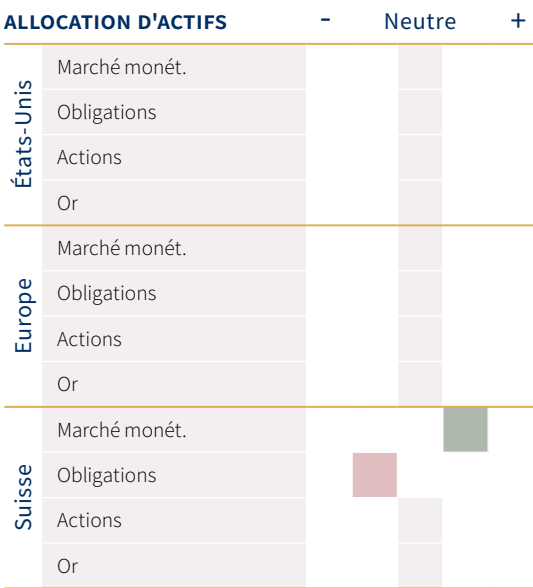
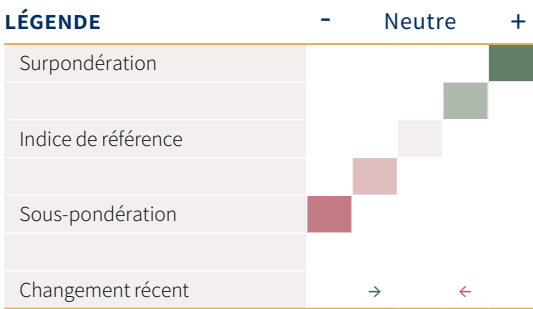
Comme nous l'avons souvent souligné, les risques sont bien identifiés, mais des issues positives restent possibles — et parfois sous-estimées.

Depuis novembre, nous avons maintenu une position neutre sur les principales classes d'actifs. Malgré la volatilité observée depuis, les marchés — actions comme obligations — n'ont que peu évolué en termes nets. En mars, nous avons clôturé notre surpondération des actions américaines. En avril, nous avons réduit certaines expositions sectorielles, notamment en fermant des options d'achat actives et en renforçant les positions défensives. Du côté obligataire, nous avons réduit le risque en sous-pondérant les obligations d'entreprise à haut rendement et en surpondérant les obligations d'État.

Nous procédons maintenant à deux ajustements supplémentaires en fermant une position longue sur la duration dans la partie obligataire des portefeuilles libellés en dollars américains, ainsi qu'en ajustant nos positions en actions en clôturant une surpondération dans le secteur de la santé et une sous-pondération dans l'immobilier.

Ces changements rapprochent encore davantage les portefeuilles Mosaïque de leur indice de référence – une position délibérée, compte tenu des incertitudes tactiques, qui nous laisse bien placés pour adopter une posture plus risquée (“risk on”) ou plus prudente (“risk off”) si nécessaire.

Allocation d'actifs - Aperçu général (i)



Une position neutre de nouveau privilégiée

Comme l'a illustré la volatilité observée après le « jour de la libération », les positions extrêmes ne sont pas forcément les plus judicieuses dans le contexte actuel. Il est facile d'imaginer des scénarios défavorables pour les entreprises, mais des issues plus positives restent également envisageables. Les actions mondiales demeurent relativement chères, mais sans excès manifeste.

Depuis novembre, nous maintenons une position neutre sur les trois grandes classes d'actifs, ce qui nous permet de réagir rapidement — à la hausse ou à la baisse — si les conditions de marché évoluent. Une exception subsiste toutefois dans les portefeuilles en francs suisses : malgré un retour possible des taux en territoire négatif, les rendements obligataires restent trop faibles pour offrir une protection satisfaisante. Dans ce cas, nous continuons de privilégier les liquidités par rapport aux obligations.

Obligations : retour à une duration neutre en USD

Les obligations à long terme continuent de mal se comporter. En l'absence de nouvelles baisses significatives des taux directeurs, et avec une économie américaine peut-être moins fragile qu'elle ne le paraissait juste après le 2 avril, nous avons ramené la duration des portefeuilles obligataires en USD à leur niveau de référence.

Nous pensons toujours que la faiblesse des obligations à très longue échéance s'explique par des facteurs techniques, et nous jugeons peu probable une forte remontée des rendements. Toutefois, sans catalyseur clair, un retournement rapide des taux semble peu probable. Dans les portefeuilles en euros, où le risque d'inflation est plus contenu, nous maintenons une duration supérieure à la référence.

Nous continuons de privilégier les obligations d'État par rapport au crédit. La perte de la note AAA résiduelle des États-Unis n'a pas modifié notre position. Nous restons prudents face à un resserrement supplémentaire des écarts de crédit, qui reviennent à des niveaux historiquement tendus. Dans ce contexte, les obligations souveraines nous semblent offrir un meilleur profil de risque-rendement, notamment en période d'incertitude accrue.

Allocation d'actifs - Aperçu général (ii)

ACTIONS		-	Neutre	+
Régions	Amérique du Nord			
	Europe continentale*			
	Royaume-Uni			
	Suisse			
	Japon			
	Pacifique (hors Japon)			
	Marchés émerg.(hors Asie)			
	Marchés émerg. (Asie)			
Developed-market Sectors	Energie			
	Matériaux			
	Industrie			
	Services collect.			
	Cons. discrét.			
	Cons. de base			
	Communications			
	Santé			
	Technologie			
	Services financiers			
	Immobilier			

Actions : les États-Unis perdent-ils leur avantage ?

Les décisions de Donald Trump avaient déjà affaibli l’attrait relatif des actions américaines avant le 2 avril, ce qui nous avait conduits à clôturer notre surpondération sur les États-Unis dès mars. Parallèlement, l’Europe semble prendre davantage en main sa sécurité politique et économique. Toutefois, la rentabilité des entreprises reste sous pression, en raison des droits de douane et de la faiblesse persistante du dollar.

Pour l’instant, nous n’observons pas de rotation sectorielle claire dans les préférences des investisseurs. Tant que cela ne change pas, le manque relatif de valeurs technologiques cotées en Europe et sa forte exposition à des secteurs cycliques pourraient continuer à freiner sa performance boursière.

Nous avons conservé peu de positions sectorielles actives ces derniers mois. L’une des rares restantes était une surpondération dans la technologie, que nous maintenons. En revanche, nous clôturons deux autres positions ce mois-ci :

- Le secteur de la santé, pénalisé une fois de plus par les attentes d’un durcissement de la politique américaine sur les prix des médicaments. Malgré une sous-performance déjà marquée, nous mettons fin à notre surpondération.
- Les fonds ainsi libérés sont réalloués au secteur immobilier, en clôturant notre sous-pondération. Nous espérons que la baisse des taux d’intérêt déjà amorcée soutiendra le sentiment dans ce secteur, qui pourrait également être relativement épargné par les tensions commerciales.

DEVISES		-	Neutre	+
USD				
EUR				
GBP				
CHF				

Devises : le dollar reste sous pression, mais loin d’être hors-jeu

Le dollar reste faible, mais sans atteindre de nouveaux planchers : ses niveaux les plus bas récents datent d’avril. L’idée selon laquelle il bénéficierait des politiques commerciales et des droits de douane de l’administration Trump s’est révélée erronée. Mais à l’inverse, nous pensons également que la thèse actuellement répandue — selon laquelle le dollar serait en déclin irréversible en tant que monnaie de réserve mondiale — est exagérée.

La stratégie « Make America Great Again » est discutable tant dans sa conception que dans sa mise en œuvre. Et surtout, aucune autre devise majeure ne semble en mesure de remplacer le dollar à court terme, notamment tant que la Chine maintient un excédent de paiements courant et des contrôles stricts sur les capitaux.

Le dollar a été cher, mais sans excès. Après avoir clôturé notre biais implicite en faveur du dollar en mettant fin à notre surpondération des actions américaines, nous adoptons désormais une position tactiquement neutre sur la devise.

* Hors Suisse

Notes

Au cœur de Wealth Insights se trouve un vaste ensemble de publications et de podcasts.

Pour en savoir plus sur nos dernières publications, veuillez consulter notre page.

www.rothschildandco.com/insights

Informations importantes

Ce document est produit par Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zurich, uniquement à des fins d'information et de marketing. Il ne constitue en aucun cas une recommandation personnelle, un conseil, une offre ou une invitation à acheter ou à vendre des valeurs mobilières ou d'autres produits bancaires ou financiers. Rien dans ce document ne constitue un conseil juridique, comptable ou fiscal. Bien que les informations et les données figurant aux présentes proviennent de sources considérées comme fiables, aucun engagement ni aucune garantie, explicite ou implicite, ne sont ou ne seront donnés et, sauf en cas de fraude, aucune responsabilité n'est ou ne sera acceptée par Rothschild & Co Bank AG quant à l'impartialité, l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document ou des informations qui en constituent la base ou quant à la confiance accordée au présent document par une personne quelconque. En particulier, aucune déclaration n'est faite et aucune garantie n'est donnée quant à la réalisation ou au caractère raisonnable des projections, des objectifs, des estimations ou des prévisions figurant dans ce document. Toutes les opinions et données utilisées dans ce document sont sujettes à modification sans préavis. Des lois ou autres réglementations peuvent restreindre la distribution de ce document dans certains pays. Les destinataires doivent donc se renseigner sur les lois et réglementations applicables et les respecter. Il est interdit d'envoyer ou d'emporter le présent document ou des copies de celui-ci aux États-Unis, ou de les distribuer dans ce pays ou auprès de ressortissants américains. Rothschild & Co Bank AG est autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers suisses (FINMA).