

Allocation d'actifs Mosaïque

Novembre 2025

POINTS CLÉS

- Le « shutdown » américain brouille la lecture de la conjoncture économique
- Les marchés actions atteignent de nouveaux sommets
- Nous ouvrons une nouvelle position sectorielle, tout en restant globalement proches de l'indice de référence.

SITUATION MACROÉCONOMIQUE

Le risque politique revient sur le devant de la scène, lié aux droits de douane

M. Trump est parvenu à négocier un nouveau cessez-le-feu à Gaza. Il est peut-être trop tôt pour juger de sa pérennité, mais cette initiative semble plus solide que la précédente. Comme souvent, les marchés financiers n'ont guère réagi – cette fois dans un sens positif – peut-être en raison d'un regain de préoccupations liées aux droits de douane. Les restrictions imposées par la Chine sur les exportations de terres rares ont poussé M. Trump à instaurer des droits de douane de 100 % sur les autres exportations chinoises vers les États-Unis. Nous continuons de penser que l'économie mondiale pourra s'adapter au régime commercial à venir – notamment parce que nous croyons toujours qu'un compromis finira par être trouvé entre les deux principales puissances économiques – mais à court terme, la route semble à nouveau semée d'embûches.

Par ailleurs, les tensions politiques en France semblent s'être apaisées, quoiqu'au prix d'un nouveau report des réformes budgétaires. Aux États-Unis, la situation s'est tendue avec le blocage du gouvernement fédéral. Le conflit en Ukraine se poursuit, mais les prix de l'énergie restent étonnamment stables, le prix du pétrole ajusté de l'inflation continuant de s'éloigner de sa tendance historique.

Les économies restent probablement résilientes...

Le blocage partiel du gouvernement fédéral américain a interrompu la publication de la plupart des statistiques économiques. Cela dit, les enquêtes auprès des entreprises disponibles ne montrent que peu de signes de dégradation

marquée de l'activité, et le « shutdown » lui-même pourrait être trop limité pour provoquer un ralentissement significatif. Les dernières données disponibles indiquaient une croissance bien supérieure à la tendance au troisième trimestre aux États-Unis.

Les économies européennes restent atones, mais comme aux États-Unis, rien n'indique un arrêt brutal de l'activité. Les données chinoises continuent de décevoir, mais la croissance reste nettement supérieure à celle des pays développés. Malgré les droits de douane plus élevés en vigueur depuis plusieurs mois, le commerce mondial continue de progresser.

... ce qui maintient l'inflation à des niveaux élevés...

Cette résilience économique – et non les droits de douane eux-mêmes, qui sont encore difficilement intégrés dans les indices de prix à la consommation publiés – explique probablement pourquoi l'inflation sous-jacente reste « collante », c'est-à-dire au-dessus des objectifs, aux États-Unis (sous réserve de disponibilité des données), dans la zone euro et au Royaume-Uni. L'inflation suisse reste, comme souvent, mieux maîtrisée. Le principal moteur semble être la hausse des salaires réels, soutenue par des taux de chômage inférieurs aux moyennes historiques, ce qui maintient l'inflation dans les services à des niveaux inconfortablement élevés.

... et limite probablement les marges de manœuvre pour des baisses de taux

Les taux directeurs américains ont été abaissés en septembre, comme prévu, pour la première fois depuis décembre. Les marchés monétaires anticipent encore des

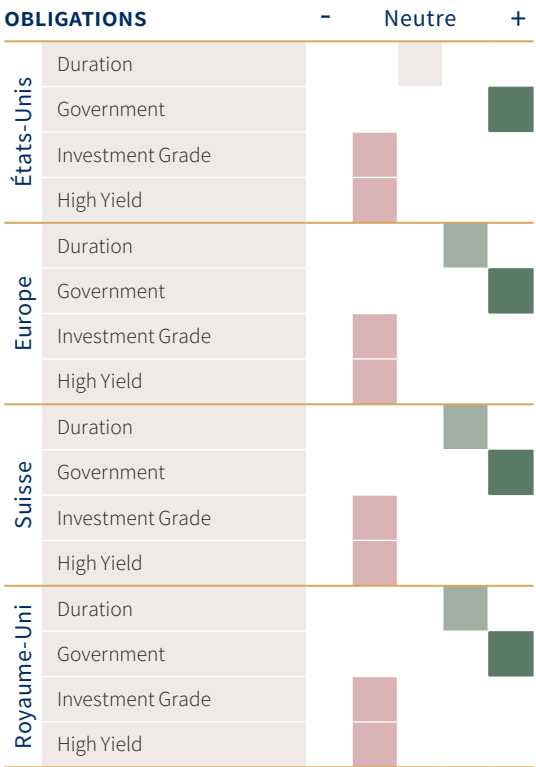
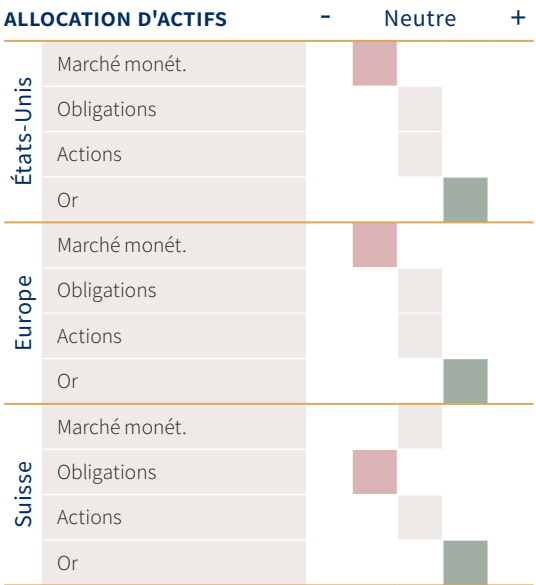
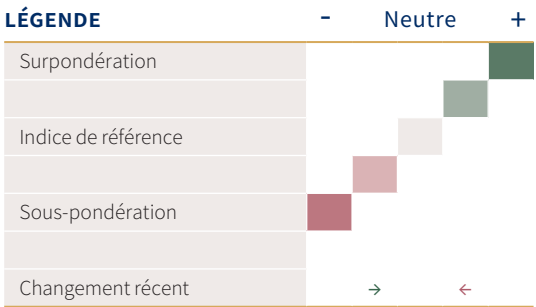
baisses significatives dans l'année à venir. Nous restons sceptiques quant à la nécessité ou à la probabilité d'un tel assouplissement. En revanche, les anticipations concernant les taux européens nous semblent plus réalistes : les taux directeurs de la zone euro sont largement considérés comme proches de leur plancher cyclique.

Les valorisations boursières continuent de grimper

Les marchés actions ont récemment atteint de nouveaux sommets. Malgré un repli lié au regain d'inquiétudes sur les droits de douane, les valorisations restent historiquement élevées. La seule période où les valorisations basées sur les bénéfices étaient plus élevées remonte à l'an 2000 – une époque qui s'est mal terminée. Comme à l'époque, le marché est porté par une thématique technologique, des projections de rentabilité de plus en plus ambitieuses, et des signes de comportement mimétique.

Il existe toutefois des différences avec l'an 2000. La plupart des entreprises en tête de peloton aujourd'hui sont très rentables et génèrent des flux de trésorerie importants ; la vague de fusions-acquisitions que l'on observait alors – y compris des rapprochements intersectoriels douteux – est pour l'instant absente ; et l'endettement des entreprises (du moins sur les marchés publics) reste contenu. Ces parallèles restent néanmoins préoccupants, et conjugués à notre prudence sur les perspectives de baisse des taux américains, ils nous incitent à maintenir une allocation en actions prudente, proche de l'indice de référence.

Allocation d'actifs - Aperçu général (i)



Positionnement : neutre sur les actions et les obligations, surpondération de l'or

Les inquiétudes liées aux taux d'intérêt américains, alimentées par une inflation persistante et des valorisations élevées portées par l'IA, nous incitent à maintenir une approche attentiste, avec des pondérations actions alignées sur l'indice de référence. Nous estimons qu'il est trop tard pour tirer parti de la dynamique actuelle, mais aussi trop tôt pour anticiper une correction significative.

Nous restons également neutres sur les obligations dans les portefeuilles libellés en dollars et en euros : les valorisations nous semblent raisonnables, mais les taux directeurs pourraient ne pas baisser beaucoup plus. Une exception subsiste, de nature locale et technique : dans les portefeuilles en francs suisses, nous considérons que le couple rendement/risque des obligations est très déséquilibré, ce qui justifie une sous-pondération.

En parallèle, nous maintenons une surpondération sur l'or. La position, ouverte en juillet, a déjà enregistré une progression significative et continue d'offrir une couverture potentielle contre les scénarios extrêmes (« tail risk ») et inflationnistes. Cette position est financée par une sous-pondération de la trésorerie dans les portefeuilles en dollars et en euros, et par la sous-pondération des obligations dans les portefeuilles en francs suisses.

Obligations : préférence pour les maturités longues et la qualité

Nous continuons de privilégier les obligations de longue durée dans les portefeuilles en euros, francs suisses et livres sterling, où les devises restent solides et les économies plus fragiles. Dans les portefeuilles en dollars, nous avons réduit la durée à un niveau neutre en mai, et les bons du Trésor américain nous semblent pleinement valorisés.

Nous maintenons également une forte préférence pour les obligations souveraines par rapport aux obligations d'entreprise, dont les segments « investment grade » et spéculatif nous paraissent encore chers, malgré le récent repli des titres à haut rendement.

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)			
Secteurs des marchés développés	Energie			
	Matériaux			
	Industrie			
	Services collect.			
	Cons. discrét.			
	Cons. de base			
	Communications			
	Santé			
	Technologie			
	Services financiers			
	Immobilier			

Actions : ouverture d'une nouvelle position sectorielle

Nous avons ramené notre surpondération sur les actions américaines à un niveau neutre en mars. Depuis, la performance relative du marché américain s'est stabilisée, mais les valorisations restent tendues, ce qui ne nous incite pas à adopter une position plus positive. À l'inverse, avec l'arrivée d'un soutien budgétaire en Europe axé sur la défense, les arguments en faveur d'une surpondération européenne pourraient se renforcer prochainement.

Les marchés émergents ont récemment bien performé, et un environnement marqué par un dollar faible et des taux en baisse pourrait leur être favorable. Toutefois, en dehors de l'Asie – confrontée à des préoccupations à court terme liées aux droits de douane et à la faiblesse de l'économie chinoise – ce bloc reste trop volatil et peu liquide pour justifier des positions tactiques sans conviction forte.

Au niveau sectoriel, nous ouvrons une nouvelle position : une surpondération des services aux collectivités, financée par une sous-pondération accrue du secteur de l'énergie. Ces dernières années, nous avons souvent été sous-pondérés sur les services aux collectivités, mais leur caractère défensif a été atténué récemment par leur exposition à la demande énergétique liée au Big Data – une demande qui ne disparaîtra pas de sitôt, malgré nos réserves sur les valorisations des titres directement liés à la thématique IA – ainsi que par la transition énergétique en cours. Le secteur de l'énergie constitue une source naturelle de financement, d'autant plus que les prix du pétrole et du gaz sont affaiblis par une offre actuellement abondante.

Par ailleurs, nous maintenons notre surpondération de longue date sur le secteur technologique, malgré nos réserves sur les valorisations : ce secteur continue de surperformer régulièrement, et une grande partie de l'exubérance liée à l'IA se situe en dehors de son périmètre immédiat.

DEVISES		-	Neutre	+
USD				
EUR				
GBP				
CHF				

Devises : évolution en range

Le dollar s'est stabilisé après son repli du mois dernier, et par rapport à l'euro – ainsi qu'à la plupart des autres grandes devises – il évolue globalement dans une fourchette étroite. L'intimidation exercée par M. Trump sur la Réserve fédérale semble avoir atteint son pic après la baisse des taux de septembre – même si nous ne pensons pas que cette décision du FOMC ait été principalement motivée par cela – et comme indiqué plus haut, les prochaines baisses de taux pourraient être plus limitées que ce que les marchés monétaires anticipent.

D'un point de vue stratégique, nous avons toujours considéré que la politique « Make America Great Again » était mal conçue. Avec son excédent de paiements et ses contrôles de capitaux, le renminbi chinois ne peut pas rapidement remplacer le dollar dans les portefeuilles mondiaux.

* 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.

<https://www.rothschildandco.com/fr/banque-privee/suisse/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).