

Lettre de l'investisseur

Revue mensuelle des marchés financiers et perspectives



SWISS
CAPITAL^{IB}

Avril 2024

MACROÉCONOMIE

L'ISM manufacturier du mois de février publié le 1^{er} mars est sorti un peu en deçà des attentes, plus bas que le niveau de janvier et sous la barre de 50 laissant craindre une contraction de l'activité. Ce message de prudence a été par la suite édulcoré par le **Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine du 20 mars** qui a revu à la hausse les attentes de croissance du produit intérieur brut 2024 de 1.4%, attendu en décembre dernier, à 2.1% **faisant ainsi définitivement s'éloigner le spectre d'une récession en 2024.**

Le rapport sur l'emploi (JOLTS) sorti le 6 mars a encore confirmé la force du marché de l'emploi américain, ce qui explique aussi pourquoi l'inflation en variation mensuelle en Février et après ajustement des variation saisonnière est restée à 0.4% en Février (comme en janvier) alors que les économistes attendaient une poursuite de la décrue. Les indices des prix à la production (PPI) ont confirmé le 14 mars que les pressions inflationnistes n'ont pas disparu.

Malgré cela le Comité de politique monétaire de la **Réserve fédérale américaine a confirmé son scénario de 3 baisses de taux en 2024**, laissant espérer une première baisse des taux en juin, même si cette décision ne semble pas encore faire l'unanimité en raison de la vigueur de l'économie américaine



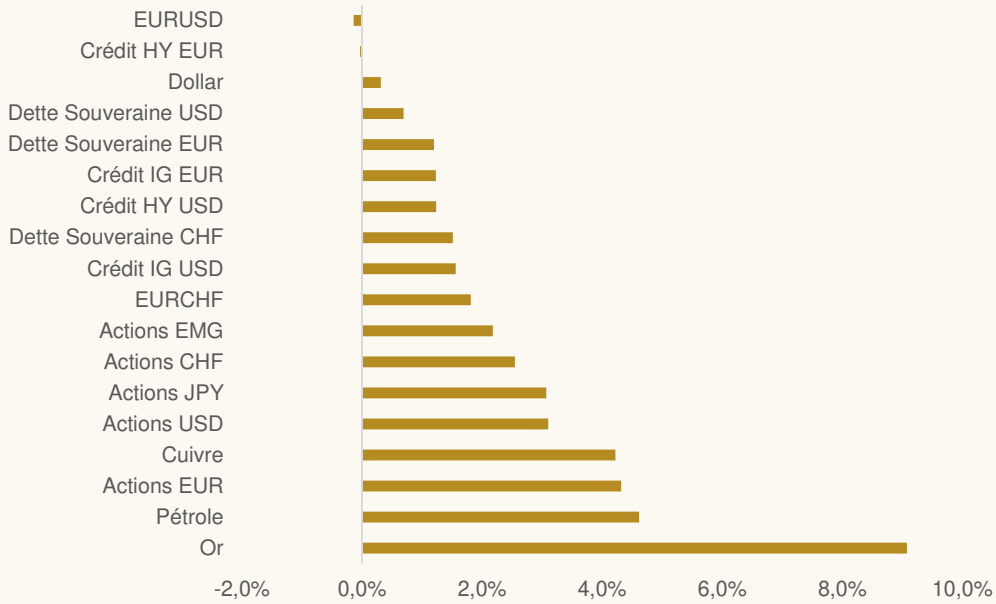
PAS DE RÉCESSION AUX ETATS-UNIS EN 2024 ET CROISSANCE ATONE EN EUROPE

Le 21 mars, la **Banque Nationale Suisse (BNS) a surpris les investisseurs en abaissant son taux directeur de 25 points de base à 1,5%**, contre 1,75% auparavant. Ce niveau avait été atteint en juin 2023 après un cycle de resserrement monétaire initié en juin 2022. La décision de la BNS est motivée par l'atténuation de la pression inflationniste et de l'appréciation du franc en termes réels. La BNS revoit en outre à la baisse sa prévision d'inflation à 1.4% pour l'ensemble de l'année 2024, puis une poursuite de cette décélération en 2025 et 2026, tout en restant dans l'intervalle que se donne la BNS [0 - 2%] pour garantir une stabilité des prix. La BNS souligne également que la croissance économique mesurée par le produit intérieur brut (PIB) est attendue atone dans les prochains trimestres.

Lors de la réunion du 7 mars, la banque centrale européenne (BCE) a maintenu ses taux directeurs inchangés. Comme en décembre dernier, **la BCE continue de revoir encore à la baisse ses prévisions d'inflation et de croissance.** La décrue de l'inflation se poursuit en zone euro avec 2,8% en janvier puis 2,6% en février, comme confirmé le 18 mars. L'inflation en zone euro pour l'ensemble de l'année 2024 telle qu'estimée par la BCE passerait de 2,7% en décembre à 2,3% le 7 mars, cette baisse provient essentiellement d'une contribution plus faible des prix de l'énergie. Même si l'inflation décroît, l'inflation sous-jacente reste relativement élevée en raison de d'une forte progression des salaires. Il faut aussi noter que l'inflation reviendrait à sa cible de 2% en 2025.

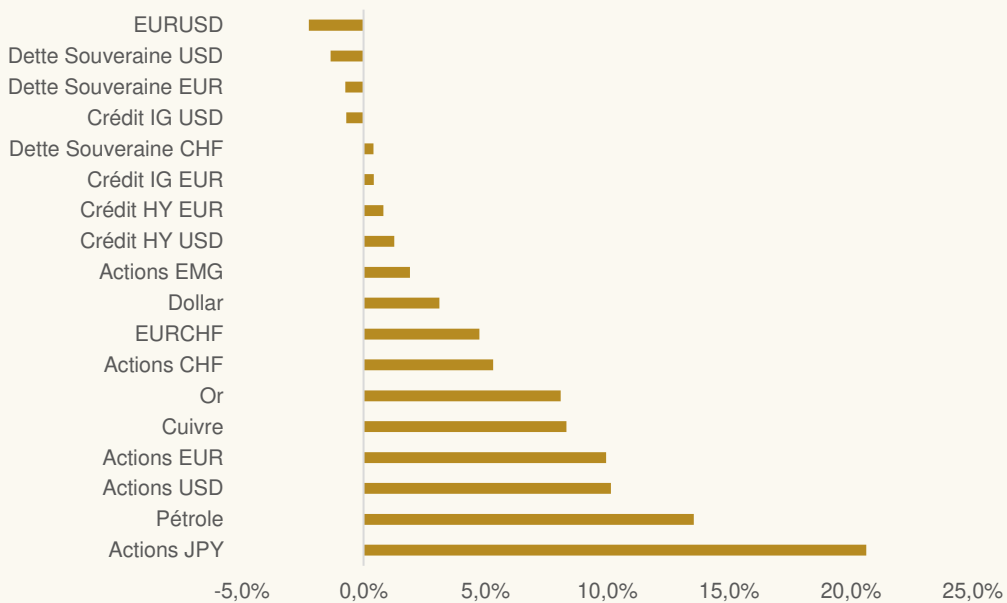
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 31/03/2024

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg, 31/03/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

La croissance du PIB en zone euro devrait rester atone en 2024 à 0,6%, ce qui ne laisse que peu de marge pour éviter une récession. Ces faibles anticipations sont liées à la faiblesse à la fois de la demande intérieure et de la demande extérieure. Les indicateurs avancés en zone euro (PMI du 21 mars) pour le mois de mars montrent encore une dichotomie entre les services, en expansion et supérieur aux attentes, et le manufacturier, en contraction et inférieur aux attentes. Une première baisse de taux de la BCE pourrait se matérialiser en juin prochain.

MARCHÉS ACTIONS

En mars, les marchés actions ont **progressé** des deux côtés de l'Atlantique, avec à la différence de janvier et février une **surperformance de l'Europe** (Stoxx 600 Europe +3.7% en EUR sur le mois) **sur les Etats-Unis** (S&P 500 +3.1% en USD), liée notamment à **un ralentissement de la progression de la Tech** (Nasdaq 100 +1.2% en USD).

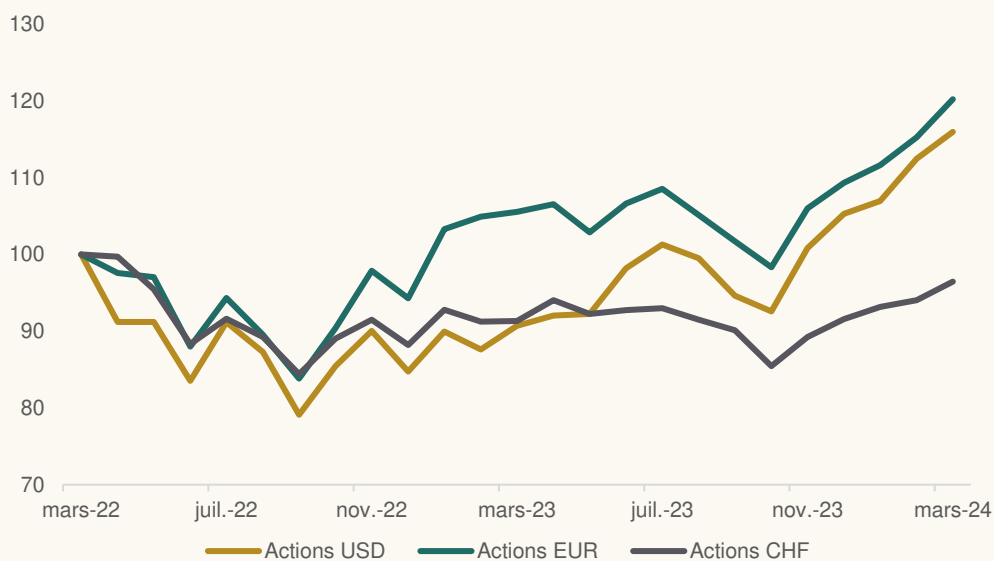
La saison des publications s'est clôturée sur une note rassurante (64% de surprises positives sur le chiffre d'affaires et 73% sur le bénéfice net par actions sur le S&P 500), **sans être historique**. Sur le plan macroéconomique, **la divergence entre des Etats-Unis très dynamiques** (avec une estimation de croissance 2024 relevée de 1.4% à 2.1% par le FOMC) **et une Europe engluée** dans une quasi-stagnation se confirme, au point qu'il est désormais consensuel que **la BCE entame son cycle de baisses de taux avant la Fed** (ce qui a aidé à la surperformance européenne en mars).

LE MOIS DE MARS A
VU LES SECTEURS LES
PLUS CYCLIQUES
TIRER LEUR ÉPINGLE
DU JEU.

Sur le plan sectoriel, **le mois de mars a vu les secteurs les plus cycliques tirer leur épingle du jeu, notamment l'énergie** (S&P 500 Energy +10.4%, Stoxx 600 Energy +6.3%), **les matériaux de base** (S&P 500 Materials +6.2%, Stoxx 600 Basic Resources +5.7%) et **les services financiers** (S&P 500 Financials +4.7%, Stoxx 600 Financial services +4.3%). Le secteur technologique a ralenti sa progression (S&P 500 IT +1.9%, Stoxx 600 Technology +0.6%) après un début d'année extraordinaire. Enfin, on peut noter **une divergence très forte sur le secteur de l'immobilier**, avec une progression beaucoup plus forte en Europe (Stoxx 600 Real Estate +7.4%) qu'aux Etats-Unis (S&P 500 Real Estate +1.1%), ce qui s'explique au moins en partie par **la meilleure visibilité sur le pivot en Europe qu'aux Etats-Unis**.

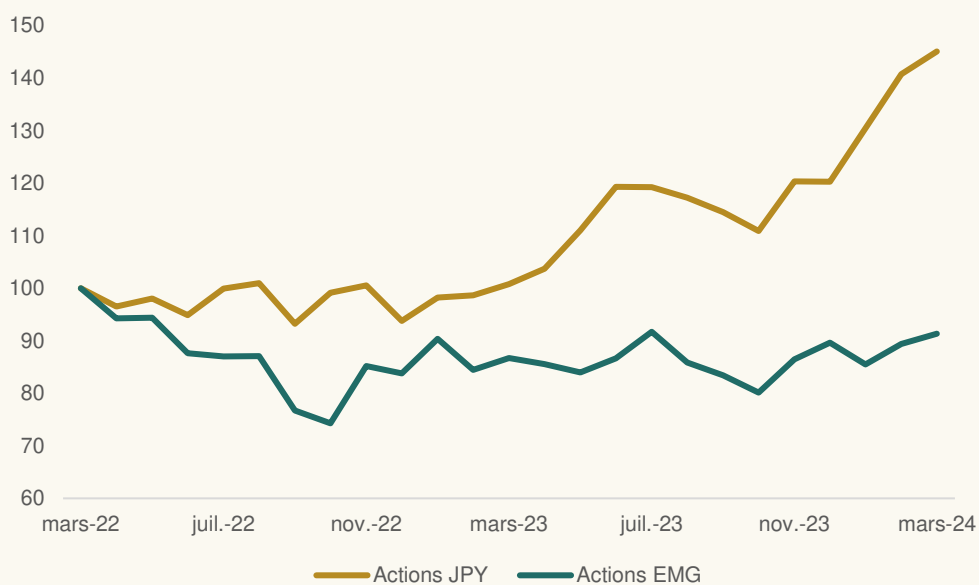
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/03/2024

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/03/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

La fin du premier trimestre est l'occasion de faire un premier point d'étape sur le marché obligataire en 2024. Comme attendu, **l'évolution des taux à long terme a été peu favorable au cours du premier trimestre**, les banques centrales restant patientes face à une désinflation lente et au scénario de soft landing. Le 10 ans US, autour de 4.3%, reprend ainsi 40bp par rapport à fin 2023, et le rendement du Bund 10 ans s'est accru de 30bp.

Comme juin est devenu le mois consensuel pour la première baisse de taux, nous ne nous attendons pas à des changements majeurs en avril sur ce point. **Le vrai changement est à surveiller du côté de la volatilité qui est dans un couloir baissier depuis un mois**, l'indice Move (indicateur de volatilité des Treasuries) ayant terminé le trimestre à 86, alors qu'il avait atteint un pic de 125 pour 2024 au premier trimestre.

Côté crédit, le T1 2024 a été très dynamique, les spreads ayant poursuivi la compression entamée fin 2023 et le marché primaire ayant régulièrement offert de nouvelles opportunités.

Concernant les spreads de crédit, ils terminent le trimestre proche de leurs plus bas annuels : l'IG s'est resserré de près de 20 pb en Europe et de 10 pb aux États-Unis, tandis que le HY s'est resserré de 40 pb en Europe et de 20 pb aux États-Unis. Ceci explique en partie la surperformance du crédit européen au premier trimestre.

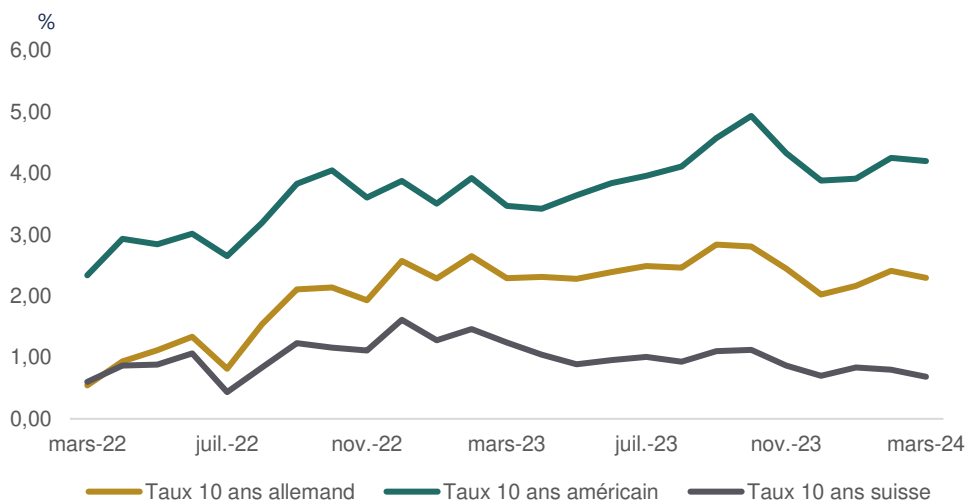
Sur le marché primaire, l'appétit pour la dette corporate IG a été particulièrement fort, avec près de EUR115 milliards émis (+33% en yoy), soit le niveau le plus élevé depuis 2020 pour un premier trimestre. La dette subordonnée a également été très dynamique, avec EUR7 milliards de dette hybride d'entreprise et EUR15 milliards de dette bancaire Tier2. Enfin, il convient de noter que le marché primaire HY a été plus dynamique que l'année dernière (EUR17 milliards émis au T1 2024), mais qu'il est encore loin des normes pré-Covid.

En termes de performance, ce sont les dettes subordonnées qui ont le plus progressé, tirées par les AT1 dont le rendement total a atteint près de 4 % sur les trois premiers mois de l'année. A l'inverse, l'effet négatif de la duration a impacté les sphères souveraines et IG des deux côtés de l'Atlantique.



CONCERNANT LES SPREADS DE CRÉDIT, ILS TERMINENT LE TRIMESTRE PROCHE DE LEURS PLUS BAS ANNUELS

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/03/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

La force structurelle du dollar ne se dément pas depuis le deuxième semestre 2011. Même si l'indice du dollar américain (Dollar index) s'est quelque peu déprécié de 6,5% depuis le dernier trimestre 2022 ce mouvement masque un rebond de 3,4% depuis le début de l'année qui inclut un raffermissement de 0,4% au cours du mois de mars. La force du dollar est en lien avec la vigueur de l'économie américaine qui s'éloigne à nouveau d'une récession en 2024.

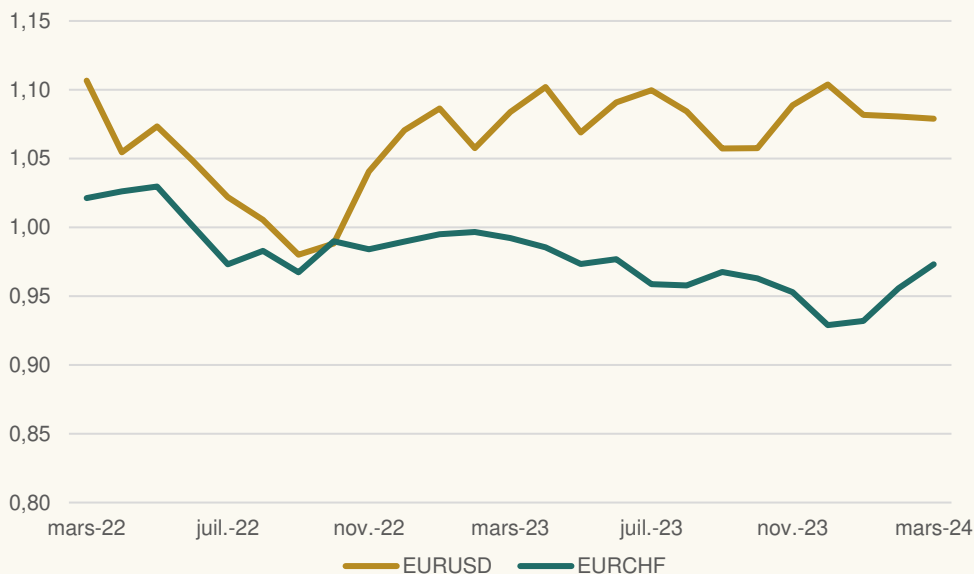
Le franc suisse est la devise qui a le plus souffert en mars avec une baisse de 2,2% contre le dollar américain et de 2% contre l'euro. Cet objectif est en ligne avec la volonté de la banque nationale suisse qui n'a plus besoin d'un franc fort pour lutter contre l'inflation importée mais qui doit faire face à une demande intérieure et extérieure qui reste faible. La BNS a ainsi été la première banque centrale à baisser son taux directeur en mars.

La baisse du yen a un peu ralenti en mars avec environ -1% tant contre le dollar que l'euro. Contre dollars le yen s'est déprécié de 6,4% en 2023 et de 7% depuis le début de l'année. Ce mouvement n'a été que marginalement affecté par les changements de politique monétaire de la banque du Japon qui a, certes enlevé ses taux négatifs, mais qui n'a pas abandonné ses achats d'obligations du gouvernement japonais, principal facteur pesant structurellement sur le Yen depuis le début d'Abenomics fin 2012.

Comme en février, **la paire EUR-USD a fait du sur place en mars** avec un taux de change de 1.08. Depuis le début de l'année l'euro s'est déprécié contre dollars de 2.5% ce qui annule l'essentiel de l'appréciation de 2023. La bonne santé de l'économie américaine devrait ainsi qu'un possible décalage entre les baisses de taux de la Fed et de la BCE pourrait encore peser sur l'euro dans les prochains mois.

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 31/03/2024
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

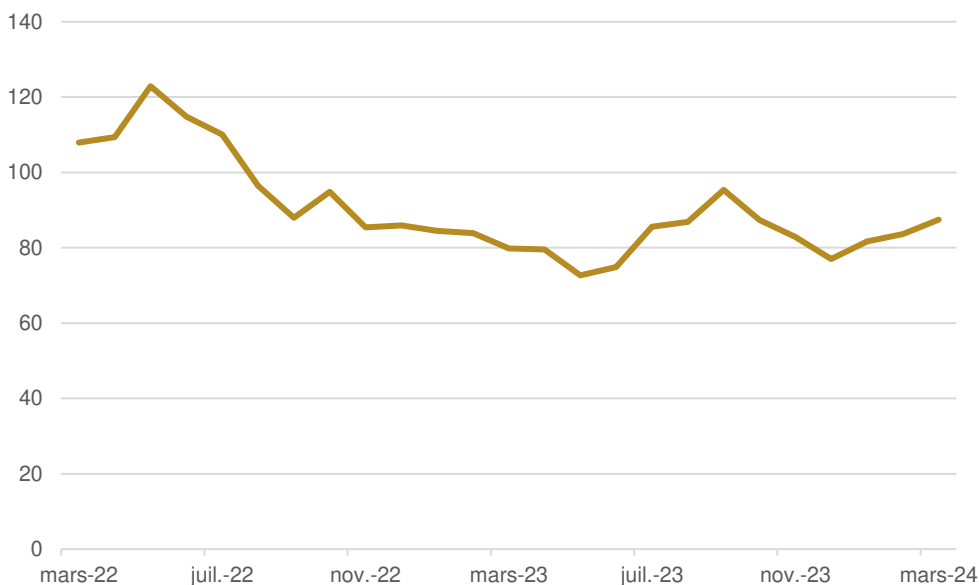
Toutes les matières premières ont fortement progressé au cours du mois de mars. La hausse du cours du pétrole brut mesuré par le Brent s'est établit à 2,9% sur le mois pour atteindre 87 USD. La hausse a même été plus forte pour le WTI côté à New York avec une progression de 5,0%. Le cuivre, pour sa part, a progressé de plus de 4% et cotait 8729 \$/mt sur le marché londonien à la fin du mois de mars. Si tensions géopolitiques restent bien présentes depuis plus de deux ans, la progression des matières premières s'explique surtout par des perspectives de récession qui s'éloignent. Par ailleurs la politique des quotas à la production voulue par les pays de l'OPEP (Organisation des Pays Producteurs de Pétrole) et leur alliés (dont la Russie), visant à limiter l'offre, porte ses fruits et aide à maintenir des cours élevés.



L'environnement économique et géopolitique soutient les cours des matières premières.

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)



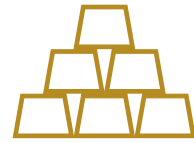
Source : Bloomberg, 31/03/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

Au sein de notre sélection d'actifs, le métal jaune a le plus fortement rebondi en mars avec une progression d'environ 8% pour s'établir au-dessus de 2200 dollars américains par once.

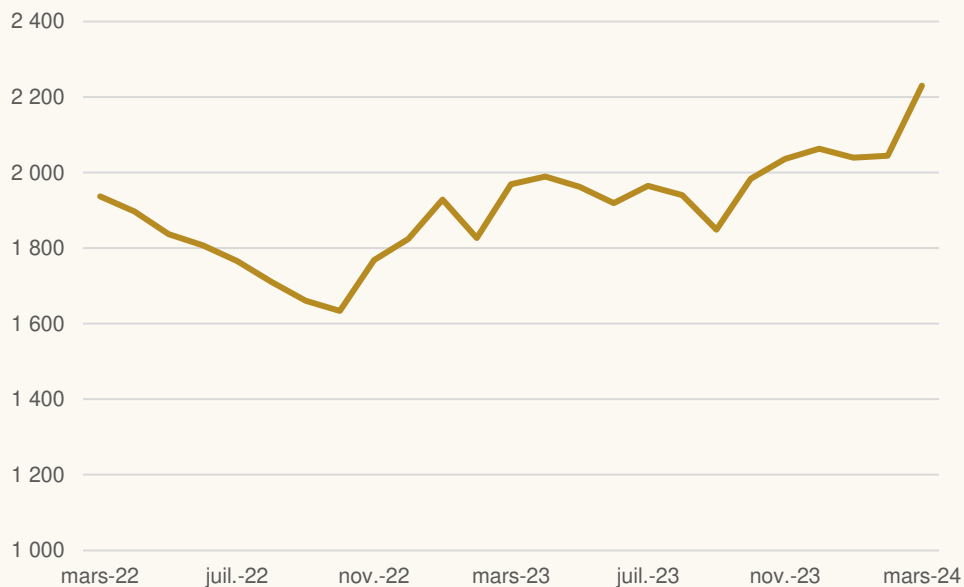


Le cours de l'or affiche la plus forte progression de notre sélection d'actifs au cours du mois de mars.

Les mesures classiques de valorisation de l'or ne permettent pas d'expliquer ce rebond puisque les mouvements sur le dollar américain et sur les taux réels sont restés très mesurés. A ce stade il est difficile de savoir si ce mouvement est plus lié à des achats d'investisseurs, des achats de banques centrales ou une plus forte demande en joaillerie. Nous suivrons l'évolution des fondamentaux de l'or dans les prochains mois.

OR

ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS

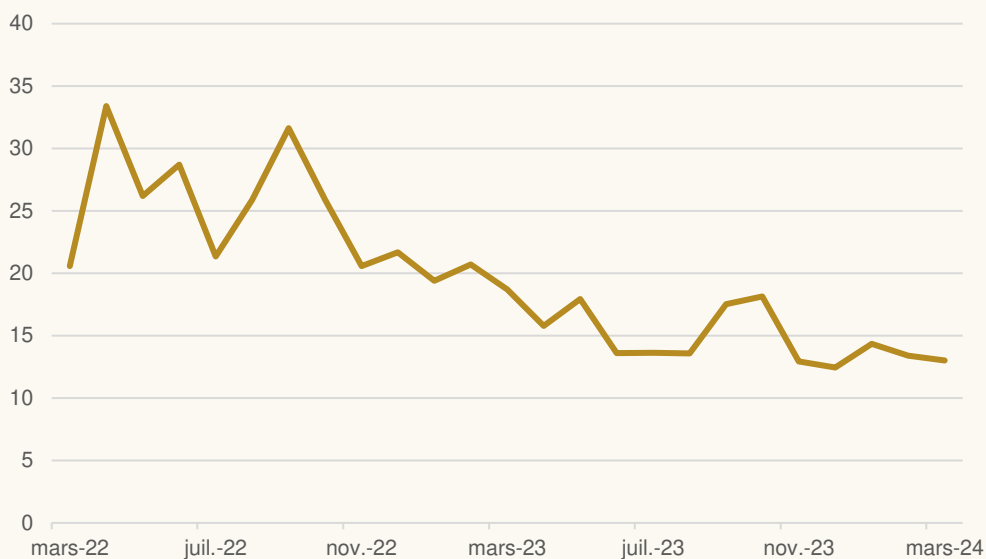


Source : Bloomberg, 31/03/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS

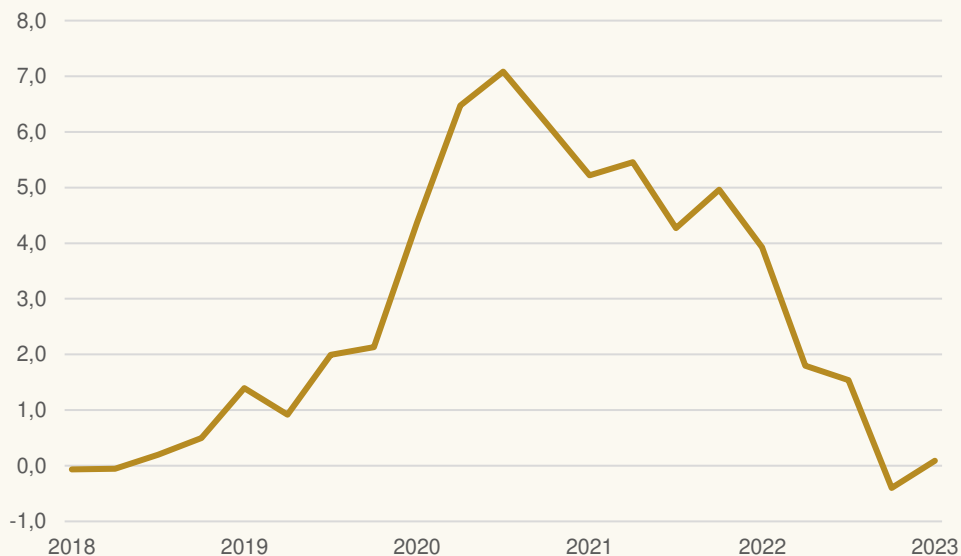


Source : Bloomberg, 31/03/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

IMMOBILIER

MARCHÉ IMMOBILIER RÉSIDENTIEL SUISSE VARIATION ANNUELLE



Source : Bloomberg, 31/03/2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
2-avr.	Zone euro	PMI manufacturier Markit	avr.-24	45,7
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	avr.-24	49,9
	Suisse	PMI manufacturier	mars-24	44,0
3-avr.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	mars-24	52,6
	Zone euro	Inflation	mars-24	2,6
	Zone euro	Taux de chômage	févr.-24	6,4
4-avr.	Zone euro	PMI services Markit	avr.-24	51,1
	Royaume Uni	PMI services Markit	avr.-24	53,4
	Suisse	Inflation	mars-24	1,2
5-avr.	Etats-Unis	Emplois	mars-24	275,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	mars-24	3,9
8-avr.	Allemagne	Production industrielle	févr.-24	1,0
	Suisse	Taux de chômage	mars-24	2,2
10-avr.	Etats-Unis	Inflation	mars-24	3,2
	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-25	
11-avr.	Chine	Inflation	mars-24	0,7
	Zone euro	Réunion de la BCE	avr.-24	4,0
12-avr.	Etats-Unis	Confiance des ménages	avr.-24	79,4
	Chine	Exportations	mars-24	5,6
	Japon	Production industrielle	mars-24	-0,1
15-avr.	Zone euro	Production industrielle	févr.-24	-3,2
16-avr.	Etats-Unis	Production industrielle	mars-24	0,1
	Chine	Ventes au détail	mars-24	7,4
	Chine	Croissance du PIB	mars-24	5,2
	Chine	Production industrielle	mars-24	7,0
	Royaume Uni	Taux de chômage	févr.-24	3,9
	Royaume Uni	Inflation	mars-24	3,4
18-avr.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	avr.-24	3,2
23-avr.	Japon	PMI manufacturier Nikkei	avr.-24	48,2
24-avr.	Allemagne	Climat des affaires ifo	avr.-24	87,8
25-avr.	Etats-Unis	Croissance du PIB	mars-24	3,4
30-avr.	Chine	PMI manufacturier Caixin	avr.-24	51,1
	Zone euro	Croissance du PIB	mars-24	0,0
	France	Croissance du PIB	mars-24	0,1
	Allemagne	Croissance du PIB	mars-24	-0,3
	Italie	Croissance du PIB	mars-24	0,2
	Suisse	Indicateur avancé Kof	avr.-24	101,5

Discutons-en.

T +41 (0)22 512 10 24
Place de l'Université 6
CH – 1205 Genève
swisscapital-ib.com

Document achevé de rédiger le 31 mars 2024.

DISCLAIMER

This material has been prepared solely for purposes of illustration and discussion. Under no circumstances should the information contained herein be used or considered as an offer to sell, or solicitation of an offer to buy any security. Any security offering is subject to certain investor eligibility criteria as detailed in the applicable offering documents. The information contained herein is confidential and may not be reproduced or circulated in whole or in part. The information is in summary form for convenience of presentation, it is not complete and it should not be relied upon as such.

All information, including performance information, has been prepared in good faith; however Swiss Capital IB S.A make no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information, and nothing herein shall be relied upon as a promise or representation as to past or future performance.

This material may include information that is based in whole or in part on hypothetical assumptions, models and /or other analysis of Swiss Capital IB S.A (which may not necessarily be described herein). No representation or warranty is made as to the reasonableness of any such assumptions, models, or analysis.

The information set forth herein was gathered from various sources which Swiss Capital IB S.A believe to be reliable, but it cannot guarantee their reliability. Unless otherwise stated, any opinions expressed herein are current as of the date hereof and are subject to change at any time.

All sources which have not otherwise been credited derive from Swiss Capital IB S.A.