

Lettre de l'investisseur

Revue mensuelle des marchés financiers et perspectives



SWISS
CAPITAL^{IB}

Avril 2025

MACROÉCONOMIE

En mars, les menaces commerciales de Donald Trump ont continué à peser sur l'économie américaine. Les entreprises et les consommateurs craignent que les droits de douane instaurés par le président sur les importations d'acier, d'aluminium et d'automobiles ne soient qu'un prélude à des mesures plus strictes contre le Canada, le Mexique, la Chine et l'Union européenne. L'incertitude historique qui en découle est responsable d'un véritable choc d'offre, à la source de forts vents contraires qui détériorent la *soft data*. **Côté consommation, les enquêtes font état d'un effondrement de la confiance.** L'indice de sentiment du consommateur de l'Université du Michigan ainsi que l'indicateur des anticipations du Conference Board ont chuté, ce dernier atteignant son niveau le plus bas des 12 dernières années. **Du côté de la production, les indicateurs sont moins mauvais, mais le ralentissement depuis l'embellie de fin 2024 est indéniable.** Les risques de guerre commerciale poussent les entreprises à anticiper les importations et l'activité, ce qui accroît les pressions sur les prix et exacerbe la volatilité économique (PMI manufacturier Flash : 49,8 après 52,7, PMI des services Flash : 54,3 après 51).

Cependant, ce choc ne s'est pas encore répercuté sur la *hard data*, ce qui atténue les craintes d'une récession imminente. C'est le message que la Fed a délivré lors de sa réunion de mars. Certes, les projections économiques laissent entrevoir une dégradation des conditions économiques en 2025 (prévision de croissance abaissée à 1,7 % contre 2,1 %, et prévision d'inflation PCE relevée à 2,7 % contre 2,5 %). **Mais Jerome Powell a adopté un ton plutôt accommodant,** estimant que la détérioration des enquêtes n'annonçait probablement pas une récession, car la *hard data* reste relativement épargnée jusqu'à présent. En effet, **le rapport sur l'emploi de février a montré une certaine résilience,** avec 151 000 emplois créés et un taux de chômage n'augmentant que marginalement à 4,1 %. Le président de la Fed a également affirmé que la mise en place de barrières commerciales entraînerait plus probablement une hausse ponctuelle des prix qu'une vague inflationniste durable. Les premiers effets de ce surcroît d'inflation se reflètent dans les premiers rapports d'inflation de l'année, le dernier rapport PCE indiquant que l'inflation des biens (+0,4 % en glissement annuel) a enregistré un deuxième mois consécutif en territoire positif, après une tendance négative l'an dernier. **Les services restent rigides** (+3,3 % en glissement annuel) et empêchent le PCE sous-jacent (+2,8 % en glissement annuel) de converger vers 2 %. Dans une certaine mesure, ce dernier point remet en question l'affirmation de Powell selon laquelle le pic d'inflation induit par les droits de douane devrait être « transitoire » – d'autant que la nouvelle utilisation de ce terme par la Fed n'est pas passée inaperçue... **Mais selon les décideurs monétaires, la détérioration actuelle, encore limitée, ne justifie pas de réduction des Fed Funds.** À 4,25 %-4,50 %, la politique monétaire de la Fed est donc jugée comme « en bonne position ». Powell a également déclaré que la hausse de l'inflation et la baisse des prévisions de croissance se compensaient, justifiant ainsi l'absence de changement dans les projections des taux. Les marchés continuent à anticiper un total de 50 points de base de baisses de taux d'ici la fin de l'année.



En mars, les menaces commerciales de Donald Trump ont continué à peser sur l'économie américaine

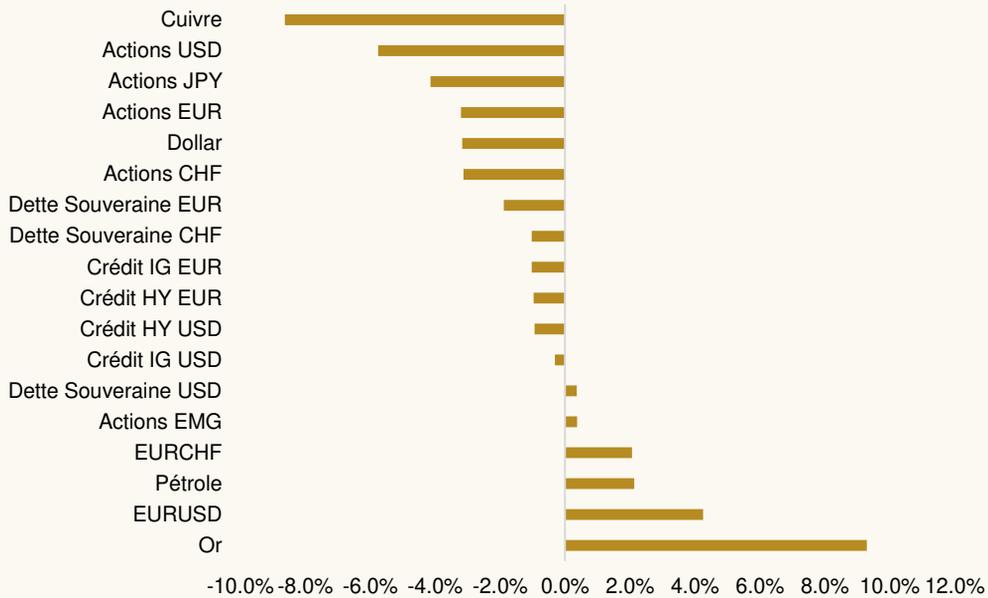
En Europe, le revirement historique de l'Allemagne concernant sa politique budgétaire est au premier plan. Le gouvernement nouvellement élu entend mettre fin à l'austérité et injecter des fonds dans la défense et les infrastructures. Toutefois, bien que cette initiative soit historique, sa mise en œuvre s'étendra sur une décennie, et il ne faut pas s'attendre à des retombées immédiates, encore moins au niveau de l'ensemble du continent. En ce début d'année, **la croissance de la zone euro reste modérée,** comme l'indique le PMI Flash composite à 50,4. Bien que la récession manufacturière montre des signes d'atténuation (PMI manufacturier Flash : 48,7 après 47,6), les services ralentissent (50,4 après 51), ce qui interroge sur la solidité de la reprise européenne. **Aussi, la BCE a abaissé son taux de dépôt à 2,50 %** (après 2,75 %) et revu à la baisse sa prévision de croissance pour 2025 à +0,9 % (contre +1,1 %). **Cependant, la BCE prépare les marchés à un ralentissement du rythme des baisses de taux,** indiquant que la politique monétaire devient « nettement moins restrictive ». Bien que la désinflation se poursuive (+2,4 % en glissement annuel après +2,5 %) avec des progrès notables dans les services (+3,7 % après +3,9 %), l'inflation reste trop élevée pour les gouverneurs les plus « faucons », Holtzmann (Autriche) refusant d'approuver la baisse de mars.

En Chine, le Congrès national du peuple a vu le gouvernement réitérer son objectif de croissance de 5 % pour 2025. **Parallèlement, il a relevé sa prévision de déficit à 4 % contre 3 %,** signe qu'il ne renoncera pas trop à soutenir l'économie. En effet, il est clair qu'une politique de subventions à la consommation permettrait de stabiliser l'économie chinoise. **Les timides mesures introduites ces derniers mois commencent à se diffuser,** avec des ventes au détail en hausse de +4 % en glissement annuel et des prix immobiliers peut-être en phase de stabilisation. Cela explique pourquoi la Chine dépasse des attentes encore très pessimistes il y a quelques mois. Cependant, la révision à la baisse de l'objectif d'inflation en dit long sur l'ampleur des pressions déflationnistes. **L'inflation de février a chuté de -0,7 % en glissement annuel,** passant en territoire négatif pour la première fois depuis janvier 2024.

Au Japon, la BoJ a maintenu son taux directeur à 0,5 % lors de sa réunion de mars. Mais l'inflation est de nouveau sortie largement au-dessus de l'objectif des 2% (+3,7 % en glissement annuel après +4 %), et l'indice des prix à la consommation hors énergie et produits frais a dépassé les attentes (+2,6 % contre 2,5 % attendu). **Avec les négociations salariales du shunto aboutissant à une hausse de +5,5 % en glissement annuel,** les signes d'une spirale prix-salaires au Japon se multiplient. Le seuil pour une nouvelle baisse de taux n'est pas très élevé, mais la BoJ est susceptible d'attendre une normalisation de l'environnement macroéconomique. L'économie japonaise reste sous la menace des droits de douane de l'administration Trump. L'incertitude explique la plus faible performance du PMI composite en trois ans (48 après 52 en février) et la forte hausse des exportations (+11,4 % en glissement annuel en février) largement anticipées alors que la guerre commerciale se profile.

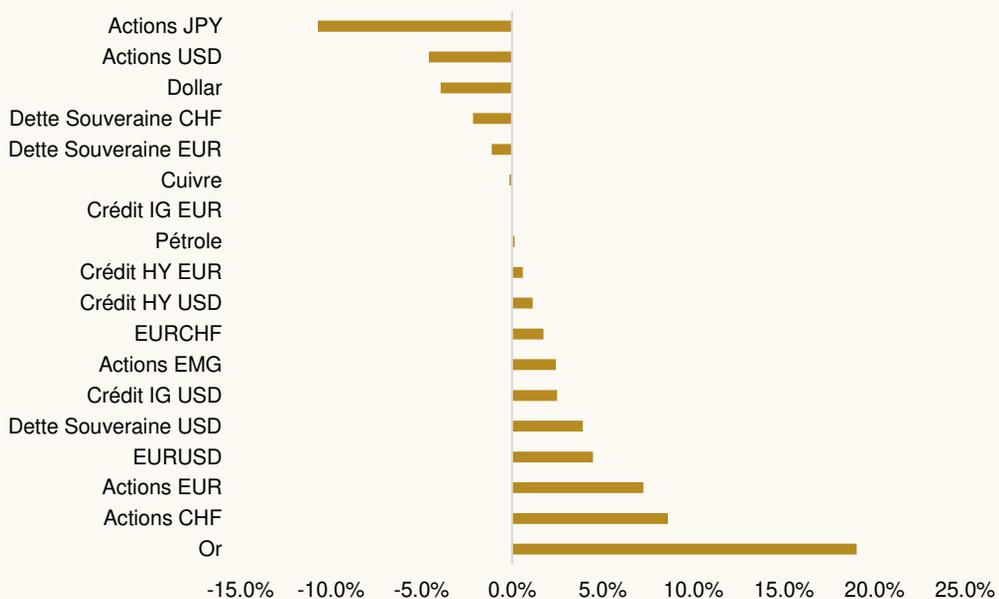
PANORAMA

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 31/03/2025

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



Source : Bloomberg, 31/03/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Au Royaume-Uni, la BoE a maintenu son taux directeur à 4,5 %. La décision n'a pas surpris, mais le vote de 8 contre 1 (8 membres favorables au *statu quo* contre 1 en faveur d'une baisse) contre 7-2 attendu a donné une tonalité prudente à la décision. Les gouverneurs ne veulent pas se précipiter dans la mesure où ils attendent toujours une accélération de l'inflation à 3,75 % au troisième trimestre. Ils ont probablement accueilli favorablement la publication de l'IPC ralentissant à +2,8 % contre +3 % (+2,9 % attendu). L'IPC sous-jacent a également diminué (+3,5 % après +3,7 %) mais reste bien au-dessus de l'objectif, alimenté par la forte hausse des salaires (+5,9 % en glissement annuel).

Comme prévu, la BNS a procédé à une baisse de 25 points de base, ramenant le taux directeur suisse de 0,50 % à 0,25 %. Selon la banque centrale, cette réduction devrait permettre à l'inflation d'atteindre en moyenne +0,4 % en 2025 (contre +0,3 % encore prévus en décembre), limitant le risque de déflation et maintenant la perspective des « taux zéro » à distance. Une légère hausse de l'inflation serait en effet bienvenue **car l'IPC de février n'était que de +0,3 % en rythme annuel.** L'économie suisse devrait également connaître une croissance modérée, autour de 1-1,5 % en 2025, après avoir terminé 2024 sur une note solide (PIB : +0,5 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre). Cependant, comme l'a souligné Martin Schlegel, **les guerres commerciales représentent une menace pour une économie ouverte comme la Suisse**, ce qui explique les prévisions d'une hausse du chômage.

MARCHÉS ACTIONS

Le retour de Donald Trump à la Maison Blanche n'a pas l'effet que les marchés escomptaient (S&P500 : -5,8%, NASDAQ-100 : -7,7%). En mars, la dégringolade des actifs risqués a accéléré, plaçant les principaux indices américains à la limite du territoire de correction depuis le point haut atteint mi-février. Le S&P 500 boucle son pire mois depuis décembre 2022. **Les annonces et revirements incessants du président américain sur le plan des droits de douane inquiètent.** En mars, l'acier et l'aluminium puis les automobiles ont subi l'ire de Washington et ont été soumis à des barrières douanières de 25%. Mais l'ampleur de la correction tient encore plus aux craintes de ce qui pourrait suivre, car l'instauration de tarifs douaniers « réciproques » semble imminente.

Dans ce climat d'incertitude où les déclarations présidentielles se suivent et ne se ressemblent pas toujours, **la nervosité est encore montée d'un cran sur les marchés.** Les indicateurs macroéconomiques accusent le coup, en particulier les enquêtes sur le sentiment du consommateur comme celle du Conference Board qui est tombée à son plus bas niveau des douze dernières années, un niveau proche de la zone de récession. Si la Fed a plutôt rassuré en revoyant ses perspectives 2025 de croissance seulement légèrement à la baisse (1.7% après 2.1%) et celles d'inflation seulement légèrement à la hausse (2.7% après 2.5%), le sentiment reste morose. Tous les regards sont braqués vers la Maison Blanche mais le « seuil de douleur » au-delà duquel l'exécutif américain pourrait revenir sur ses positions les plus dures ne semble pas avoir encore été atteint.

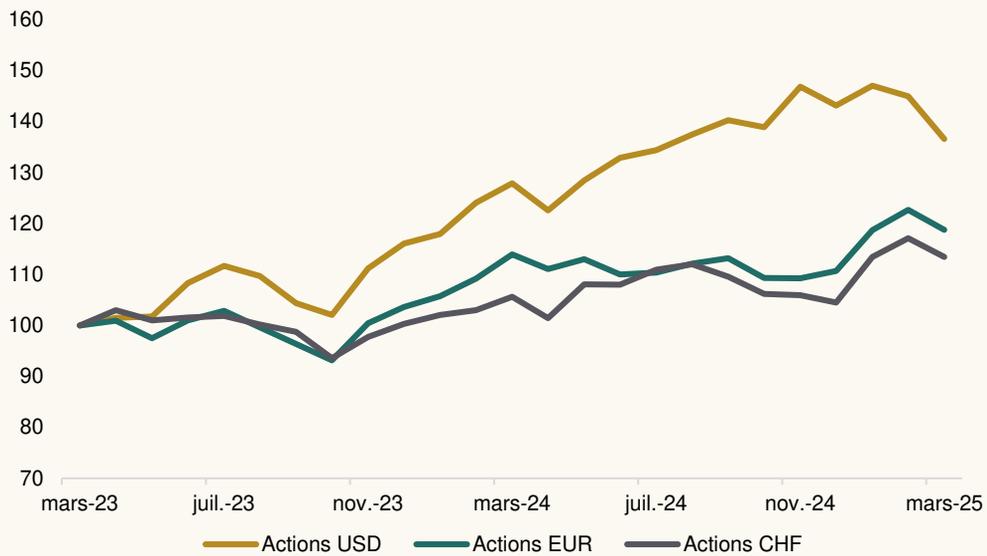
L'Énergie (+3,8%) réalise un cavalier seul en tête des indices sectoriels du S&P 500 permis par la hausse des prix du pétrole. Seuls les **Services publics** (+0,1%) terminent aussi dans le vert, grâce à la forte détente des taux longs. Le retour de l'aversion au risque permet aux secteurs traditionnellement défensifs comme la **Santé** (-1,9%) et la **Consommation de base** (-2,8%) de bien résister. En revanche, les **7 Magnifiques** (-10,7%) sont boudées par les investisseurs. Cela explique pourquoi les **Services de Communication** (-8,4%), la **Technologie** (-8,9%) et la **Consommation discrétionnaire** (-9,0%) terminent en queue de classement.

En Europe, la force de rappel exercée par Wall Street s'est fait sentir. Il a donc été difficile de nager à contrecourant pour les secteurs cycliques (**Voyages et Loisirs** -15,2%, **Biens et services de consommation** -13,2%, **Ressources de Base** -8,1%) ou ceux ayant le plus à perdre dans une guerre commerciale (**Automobile** -10,9%, **Santé** -8,7%). **Cependant, le secteur de la défense** devient la coqueluche des investisseurs avec les ambitions de réarmement du continent. En témoignent les envolées fulgurantes de **Rheinmetall** (+31,0%), **Thalès** (+28,2%) ou encore **Dassault Aviation** (+23,8%). Les **Services publics** (+5,2%), **l'Assurance** (+4,4%) et **l'Énergie** (+2,7%) gardent aussi la tête hors de l'eau, dans la mesure où ils pourraient profiter du plan de relance décennal annoncé en Allemagne. De manière plus anecdotique, **SAP** (-7,8%) ravit à **Novo Nordisk** (-27,1%) la couronne de première capitalisation du Vieux continent.

Les annonces et revirements incessants du président américain sur le plan des droits de douane inquiètent

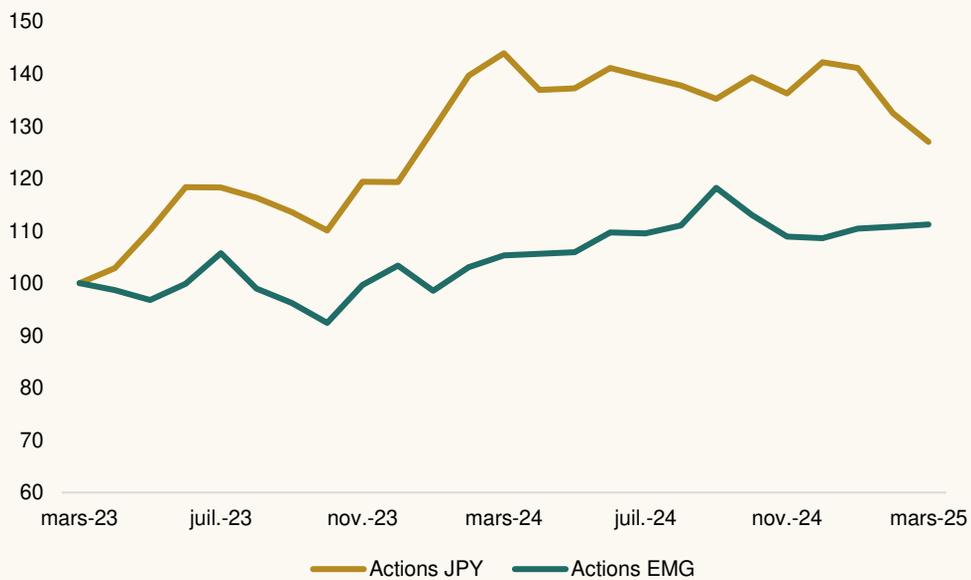
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/03/2025

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/03/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

Le marché obligataire a débuté un nouveau cycle sur mars. Les taux ont été marqués par la remontée des craintes autour de la croissance, prenant le pas sur les craintes d'inflation. Outre le ralentissement US observé à travers les derniers indicateurs, ralentissement que Powell a d'ailleurs confirmé lors du dernier FOMC (nouvelles prévisions de croissance US à 1.7% pour 2025 vs 2.1% précédemment), c'est bien la poursuite des menaces de guerre commerciale qui a fait plonger les soft datas et la confiance au sens large (confiance des marchés et confiance du consommateur US).

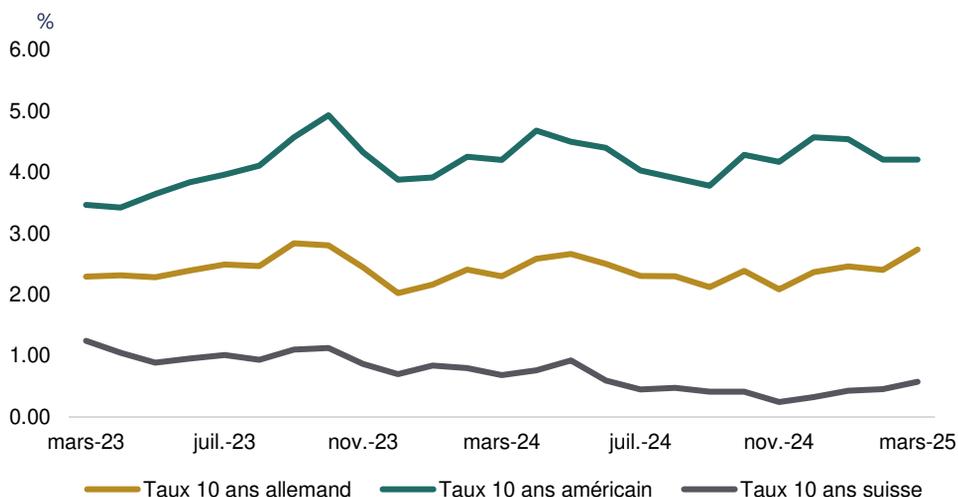
En rajoutant le mouvement d'aversion pour les actifs risqués, les emprunts d'Etat 10 ans ont donc surperformé aux US et sur la seconde moitié de mars en Europe. Le 10 ans US a terminé le mois vers 4.2%, bien loin des 4.75% touchés début 2025, les craintes d'inflation (core PCE encore à 2.7% en février) pesant faiblement pas rapport aux craintes de récession. Même idée en Europe : après le pic de volatilité lié au vote sur le ré-endettement en Allemagne, le Bund 10 ans s'est éloigné des 2.9% pour revenir vers 2.7% fin mars. **Malgré la bonne trajectoire sur le 10 ans, les courbes se sont tout de même pentifiées (70bp sur le 2-10y en Europe, 35bp aux US), preuve que les investisseurs ont repricés un peu plus favorablement l'assouplissement monétaire de la FED et de la BCE.**

Côté crédit, les spreads se sont mis au diapason des marchés actions : l'écartement a été visible côté IG (+4/5bp sur mars) mais surtout sur le segment HY où les spreads rebondissent de près de 60bp sur mars aux US (+80bp par rapport au point bas) et de +40bp pour l'Europe. Par ailleurs, les spreads HY n'ont pas été aidés par un marché primaire qui a accéléré en mars post saison des résultats : l'afflux de nouveaux papiers a pesé sur les capacités à resserrer les fourchettes pour les émetteurs. **Enfin, on notera que la dispersion tant annoncée entre cycliques et défensives commence à se cristalliser dans les performances.**



Les taux ont baissé en raison de la remontée des craintes autour de la croissance, prenant le pas sur les craintes d'inflation

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/03/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

En mars, le dollar corrige fortement (DXY : -3,2%). L'effet des menaces de tarifs douaniers s'est inversé. Les investisseurs parient que les guerres commerciales de Donald Trump risquent davantage de nuire à l'économie américaine qu'à ses partenaires européens. Les marchés redoutent même que cette politique de confrontation commerciale ne mette fin à l'ère de « l'exceptionnalisme américain ». D'un point de vue géopolitique, l'isolationnisme toujours plus prononcé du président américain remet presque en question le rôle du dollar en tant que monnaie de réserve mondiale.

L'euro s'envole (EURUSD : +4,3%) **après la décision de l'Allemagne d'adopter un plan pluriannuel de dépenses** visant à soutenir les infrastructures et la défense. L'espoir d'une **amélioration des perspectives économiques** de la zone euro et d'une **indépendance stratégique** accrue vis-à-vis des États-Unis constitue un double moteur pour la monnaie unique. À 1,08, l'EURUSD se stabilise au milieu de sa fourchette post-Covid et récupère toutes les pertes subies à la suite de l'élection américaine de novembre dernier.

La livre sterling poursuit également son rebond (GBPUSD : +2,7%) depuis son creux de début 2025. Elle est portée par l'espoir d'un renforcement de la coopération stratégique entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. De plus, les indices PMI indiquent que la croissance tient. Enfin, la Banque d'Angleterre maintient ses taux à 4,5 %, la plaçant parmi les plus conservatrices au monde en matière d'assouplissement monétaire. La paire GBPUSD termine juste sous les 1.30.

Dans la lignée des autres grandes devises européennes, le franc suisse s'apprécie face au dollar (CHFUSD : +2,1%). Les turbulences mondiales actuelles exercent renforcement cet actif perçu comme une valeur refuge. Toutefois, **la hausse reste limitée** par la nouvelle baisse des taux opérée par la Banque nationale suisse (BNS) en mars et par son **engagement à affaiblir un franc surévalué**. Dans ce but, la BNS va privilégier des interventions sur le marché des changes, **sans exclure la possibilité de ramener les taux encore plus bas**.

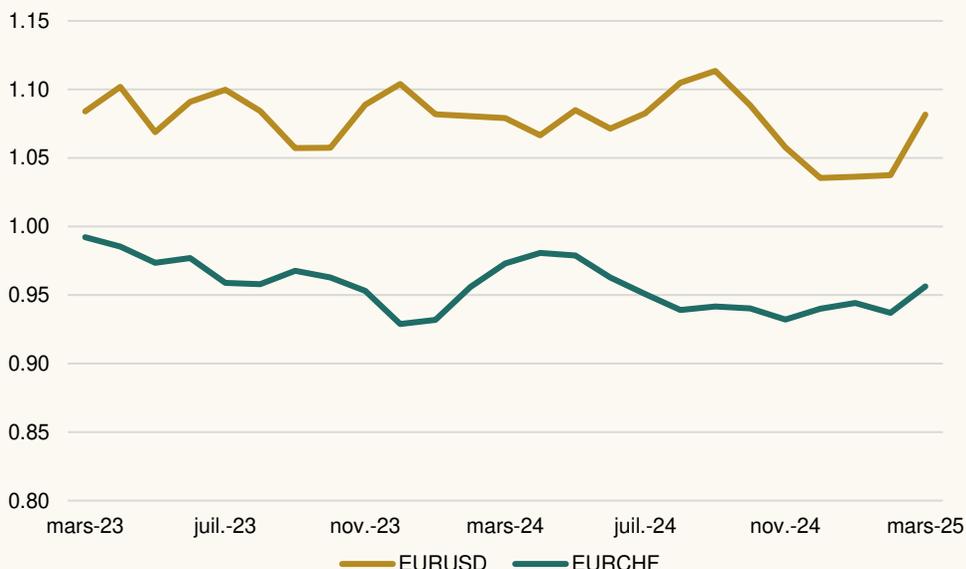
A la différence des devises européennes, les progrès du yen sont assez modestes (USDJPY : -0.4%). Les craintes que les droits de douane ne pèsent sur l'économie japonaise et que les liens militaires historiques avec les États-Unis ne se détendent sont omniprésentes. Malgré une inflation persistante et des négociations salariales printanières laissant présager le retour d'une spirale prix-salaires, la Banque du Japon n'a pas relevé ses taux en mars. Toutefois, un nouveau resserrement de 25 points de base est largement attendu au second semestre 2025.



En mars, le dollar recule, les tarifs douaniers passant d'un facteur haussier à un facteur baissier

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 31/03/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

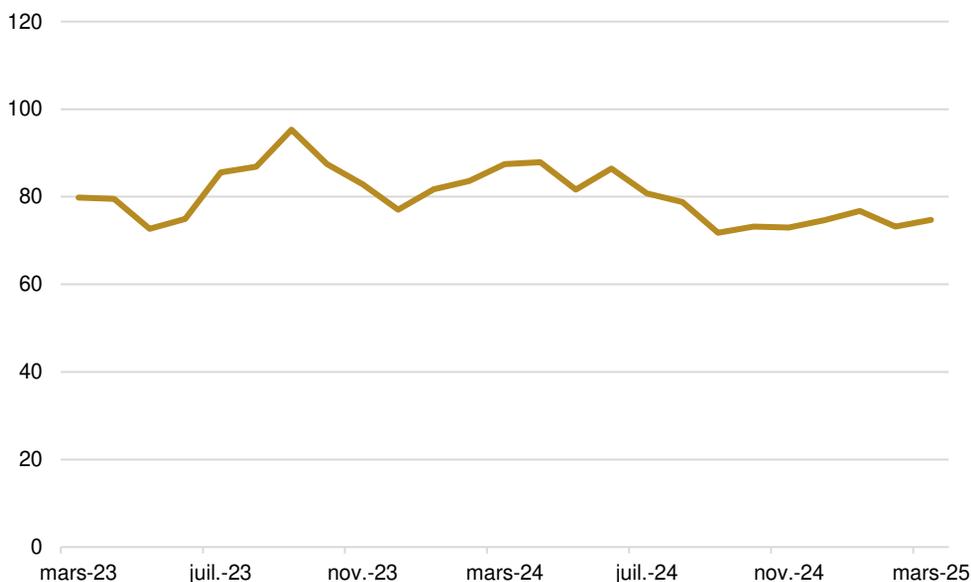
Le pétrole repart à la hausse après une baisse de deux mois (Brent : +2.1%, WTI : +2,5%). Les craintes de récession se sont atténuées lorsque la Réserve fédérale a expliqué qu'un affaiblissement majeur de l'économie américaine n'est pas son scénario central, stabilisant ainsi les prix du Brent à un niveau proche de leurs plus bas des cinq dernières années, juste sous les \$70. Très vite, les inquiétudes se sont déplacées vers les **risques de choc négatif sur l'offre**, en raison de la posture agressive de Trump envers certains pays producteurs. Le président américain a imposé des **droits de douane de 25 % sur les pays importants du pétrole vénézuélien**. Ensuite, il s'est déclaré « furieux » contre Vladimir Poutine concernant les négociations de cessez-le-feu en Ukraine, ce qui pourrait **limiter le retour sur le marché mondial des barils russes**. Enfin, il a menacé de « bombardier » l'Iran si un accord sur le programme nucléaire n'était pas trouvé.



Les craintes se déplacent vers des perturbations de l'offre causées par la posture de Trump envers le Venezuela, la Russie et l'Iran

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)

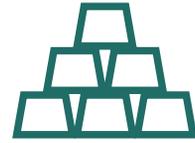


Source : Bloomberg, 31/03/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

Quel mois pour les métaux précieux ! La montée de l'aversion au risque a fait exploser la demande pour les actifs refuges (Or: +9.3%, Argent: +9.4%). **L'or dépasse les 3 000 dollars l'once**, après une envolée en quasi-ligne droite depuis le début de l'année. Depuis le début de l'année, les investisseurs américains procèdent à des achats d'or si importants qu'ils contribuent à aggraver un déficit commercial qui a atteint un nouveau record en janvier. L'affaiblissement du dollar et le recul des rendements obligataires américains à 10 ans soutiennent aussi la forte hausse du métal jaune. **L'argent suit un parcours un peu plus heurté, mais le résultat est le même** : il s'approche de son plus haut des 13 dernières années.



La montée de l'aversion au risque fait exploser la demande pour les actifs refuges : l'or dépasse les 3 000 dollars l'once

OR

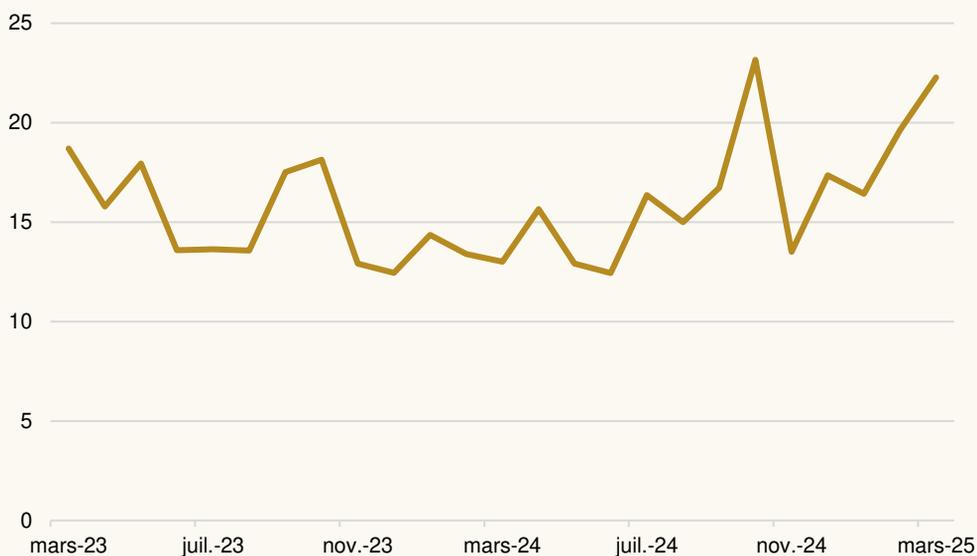
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/03/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 31/03/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

IMMOBILIER

MARCHÉ IMMOBILIER RÉSIDENTIEL SUISSE VARIATION ANNUELLE



Source : Bloomberg, 31/03/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
1-avr.	Etats-Unis	PMI manufacturier	mars-25	50.9
	Chine	PMI manufacturier Caixin	avr.-25	50.8
	Zone euro	Inflation	avr.-25	2.4
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	avr.-25	48.7
	Zone euro	Taux de chômage	mars-25	6.2
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	avr.-25	44.6
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	avr.-25	48.3
	Suisse	PMI manufacturier	avr.-25	49.6
3-avr.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	mars-25	53.5
	Zone euro	PMI services Markit	avr.-25	50.4
	Royaume Uni	PMI services Markit	avr.-25	53.2
	Suisse	Inflation	mars-25	0.3
4-avr.	Etats-Unis	Emplois	mars-25	151.0
	Etats-Unis	Taux de chômage	mars-25	4.1
	Suisse	Taux de chômage	mars-25	2.7
7-avr.	Allemagne	Production industrielle	févr.-25	2.0
9-avr.	Etats-Unis	Minutes de la Fed	avr.-26	
10-avr.	Etats-Unis	Inflation	mars-25	2.8
	Chine	Inflation	mars-25	-0.7
11-avr.	Etats-Unis	Confiance des ménages	avr.-25	57.0
14-avr.	Chine	Exportations	mars-25	-3.0
	Japon	Production industrielle	mars-25	2.5
15-avr.	Zone euro	Production industrielle	févr.-25	0.8
	Royaume Uni	Taux de chômage	févr.-25	4.4
16-avr.	Etats-Unis	Production industrielle	mars-25	0.8
	Chine	Ventes au détail	janv.-25	3.7
	Chine	Croissance du PIB	mars-25	5.4
	Chine	Production industrielle	mars-25	5.9
	Royaume Uni	Inflation	mars-25	2.8
17-avr.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	avr.-25	12.5
	Zone euro	Réunion de la BCE	avr.-25	2.5
24-avr.	Allemagne	Climat des affaires ifo	avr.-25	86.7
30-avr.	Etats-Unis	Croissance du PIB	mars-25	2.4
	Zone euro	Croissance du PIB	mars-25	0.2
	France	Croissance du PIB	mars-25	-0.1
	Allemagne	Croissance du PIB	mars-25	-0.2
	Italie	Croissance du PIB	mars-25	0.1
	Suisse	Indicateur avancé Kof	avr.-25	103.9

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 2025.

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.