

Market

Mai 2025

Bienvenue
Chez Vous



BCVS

GESTION DE FORTUNE

BCVS.ch



Cotting M.

Mathias Cotting, CFA
Économiste responsable

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

Contributeurs

Mathias Cotting, CFA, Économiste responsable
Andrin Albrecht, Économiste
Neven Barada, Responsable Advisory

Éditorial

Sion, le 29 avril 2025

Sommes-nous en train de vivre la fin du libre-échange?

Comme c'est déjà arrivé dans le passé, j'étais en vacances dans un endroit tout à fait calme, avec peu de monde, durant l'épisode de forte volatilité sur les marchés financiers. Bien souvent, quand je rentre, je n'ai pas l'impression d'avoir raté grand-chose, car la situation n'a pas fondamentalement changé tant au niveau économique que du côté des marchés. Cependant, les annonces choc de Donald Trump m'ont poussé à réfléchir sur cette plage pourtant si tranquille.

Retour sur les événements clés

Le 2 avril dernier (veille de mon départ au sud de la France), Donald Trump brandissait la table des commandements, indiquant quels seraient les droits de douane pour chaque pays. Ces annonces ont provoqué une chute brutale des marchés financiers les jours suivants. Une semaine plus tard, alors que la plupart des pays ont contacté l'administration américaine pour négocier, Donald Trump annonce une pause de 90 jours sur les taxes douanières. Il applique toutefois une taxe minimum de 10% pour tous les pays, excepté pour la Chine qui a répondu aux Américains. Mais que sommes-nous en train de vivre? On peut le qualifier de bouleversement majeur, le commerce mondial sera renégocié et redessiné ces prochains mois. Le modèle du libre-échange, dans lequel les biens circulent librement, n'est plus valable. Ce sont les Américains qui vont définir leurs règles, à leur avantage, pour exporter plus et importer moins.

Des taxes d'importation car les États-Unis sont trop endettés?

Le modèle qui prévalait était le suivant: les États-Unis importent plus que ce qu'ils n'exportent. Ils ont donc une balance commerciale nette négative. Le grand consommateur américain fait tourner des usines à travers le monde. En conséquence, le gouvernement émet énormément de dette, qui est achetée par des investisseurs étrangers (japonais, européens, chinois). Ces derniers profitent également de l'essor économique américain, en achetant des actions qui ont extrêmement bien performé, boostées par les leaders de l'intelligence artificielle notamment. La dette américaine arrive à des niveaux qui ne sont plus soutenables. Il semblerait que les taxes d'importation sont une partie de la solution face à ce mur de la dette, renforçant les recettes du gouvernement américain. Face à ce choc profond et important, les marchés financiers ont été fortement perturbés.

Quelles sont les conséquences pour les investisseurs?

Le contexte de très forte incertitude semble s'éclaircir légèrement. Selon le secrétaire au Trésor, la fourchette des taxes oscillera entre un minimum de 10% et un plafond annoncé dans la table des commandements présentée aux médias. Même si nous ne connaissons pas aujourd'hui le degré exact des futures taxes mondiales, les grands contours qui se dessinent sont un point très important pour les investisseurs, car l'incertitude n'est plus totale.

Un autre facteur très intéressant est le timing de l'annonce communiquée concernant la pause sur les taxes. Elle est intervenue alors que le marché des actions américaines avait perdu 15% depuis les annonces initiales. En parallèle, les taux à 10 ans des emprunts gouvernementaux sont montés. Cela signifie que Donald Trump est finalement sensible au niveau des marchés. Une baisse de 15% peut être un niveau qui le fasse revenir en arrière. Ou alors la montée du taux US à 10 ans au-dessus de 4,5% semble également provoquer des modifications de politique.

Finalement, ces changements fondamentaux qui se mettent en place questionnent le dollar comme valeur de réserve, de même que les bons du Trésor. Ces prochains mois, les décisions politiques qui interviendront après le chapitre de la guerre commerciale pourraient donner quelques premières pistes de réponse quant au rôle du dollar notamment.

Évaluation de la situation économique

Un scénario de stagflation (baisse de la croissance économique et hausse de l'inflation) se dessine à la suite des annonces de taxes douanières. Les taux directeurs pourraient être réajustés plus rapidement en conséquence.

La politique douanière de Trump fait baisser les attentes concernant les taux directeurs

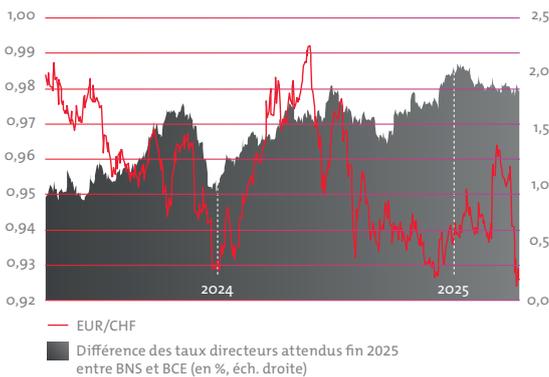
Avant même l'annonce des taxes douanières, le terme stagflation était de plus en plus souvent utilisé à Wall Street. Ce terme désigne une situation dans laquelle la croissance économique américaine pourrait ralentir et l'inflation augmenter. Ces craintes sont alimentées par les annonces de Donald Trump sur les droits de douane. Selon les grandes banques d'investissement américaines, la probabilité d'une récession augmente. Tous ces éléments ont un impact sur la politique de la Fed. Avant l'annonce des droits de douane, les marchés financiers s'attendaient à une baisse de taux de 0,25%, de 4,5% à 4,25% d'ici la fin juin, ainsi qu'à une deuxième baisse à 3,75% d'ici la fin de l'année. Le marché s'attend désormais à ce que la Fed réduise les taux d'intérêt de 0,5% au cours du premier semestre à 4%. Les attentes de diminutions supplémentaires sur la fin d'année sont élevées, ainsi le taux directeur serait ramené au-dessous des 3,5%. La question centrale sera de savoir si la Fed pourra se permettre de baisser les taux d'intérêt alors que l'inflation devrait augmenter. Donald Trump a déjà, comme à son habitude, demandé au président de la Fed, Jérôme Powell, de réduire immédiatement les taux d'intérêt. Nous assisterons à un bras de fer entre Trump et Powell. Il s'agira d'un deuxième champ de bataille dans le cadre de la politique économique agressive du nouveau gouvernement américain.

Les marchés financiers anticipent davantage de baisses de taux



Évolution du taux de change EUR/CHF et différence de taux d'intérêt

Taux de change, différence de taux d'intérêt en %



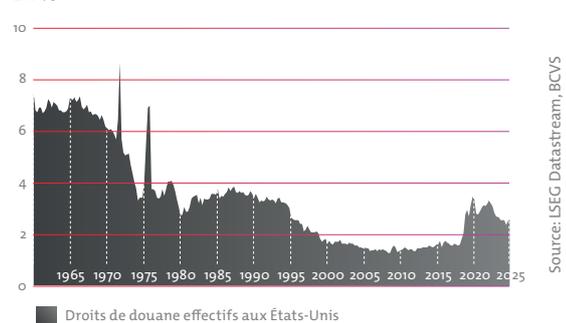
Qu'advient-il maintenant des taux d'intérêt en Suisse?

À l'occasion du salon Finanz 25, Petra Tschudin, membre du directoire de la BNS, a confirmé que des taux d'intérêt négatifs seraient réintroduits si nécessaire. Deux facteurs sont à observer: l'inflation et le taux de change EUR/CHF. Avec un taux directeur actuel de 0,25%, la BNS s'attend à une inflation de 0,4% en 2025 et de 0,8% pour les deux années suivantes. Les droits de douane (annoncés à 31% puis réduits à 10%), ne sont pas pris en compte dans ces prévisions. Malgré la qualité des produits suisses exportés, l'effet des droits de douane devrait être négatif pour la croissance économique de notre pays. Le taux de change du franc suisse sera décisif pour les perspectives d'inflation. Selon la BNS, la différence de taux d'intérêt par rapport à l'euro s'est avérée être un moyen efficace pour lutter contre une appréciation du franc. Le différentiel de taux entre la Suisse et l'Europe (environ 2% sur les taux à 2 ans) n'a que très peu diminué à la suite des annonces des droits de douane. Malgré cela, le franc suisse s'est fortement apprécié en peu de temps. La question reste de savoir si la différence actuelle des taux d'intérêt est suffisante pour rendre le franc suisse suffisamment peu attractif, malgré les incertitudes actuelles et la perte de confiance des investisseurs envers le gouvernement américain. En conséquence, la probabilité d'un scénario avec des taux d'intérêt négatifs en Suisse augmente à nouveau.

Choc historique sur le commerce mondial, les taxes d'importation remonteront aux niveaux du début du XX^e siècle

Les droits de douane de Donald Trump sont historiques. Alors qu'aux États-Unis, ceux-ci ont été pendant de longues décennies maintenus à des niveaux bas, ils vont remonter jusqu'à 15%, voire 25% en fonction des scénarios qui seront finalement retenus. On atteindrait les niveaux les plus élevés depuis le début du XX^e siècle. La question qui se pose est évidemment celle de l'impact sur l'économie. Si l'on analyse les exportations par pays, la Chine envoie plus de 400 milliards de biens vers les États-Unis, l'Europe exporte quant à elle 600 milliards. En relation au PIB, les exportations restent à des niveaux relativement contenus. Pour l'Europe, cela représente moins de 4% du PIB, et moins de 1% du PIB pour la Chine. Les exportations américaines vers ces régions sont également faibles, ramenées au PIB. À la vue des taxes très importantes vers la Chine (annoncées à plus de 100% sur la plupart des biens, mais elles pourraient être revues), il est probable que beaucoup de biens ne seront plus envoyés vers les USA. Par exemple, la société Apple a annoncé baisser la production de ses usines en Chine et augmenter celle de ses usines en Inde, moins taxées.

Les droits de douane effectifs aux États-Unis monteront entre 15% et 25%



Qu'est-ce que la stagflation ?

La stagflation est la conjonction d'une baisse de la croissance économique et d'une hausse de l'inflation. Ce phénomène est apparu dans les années 1970, à la suite des chocs pétroliers, et ne peut être résolu par des mesures de politique

monétaire ou budgétaire. Pour lutter contre la stagflation, il faut simultanément stabiliser l'inflation et le chômage et réduire les anticipations inflationnistes.

Quelle a été l'évolution des marchés financiers ?

Les actions baissent, l'or monte fortement et le dollar perd quelque peu de sa crédibilité.

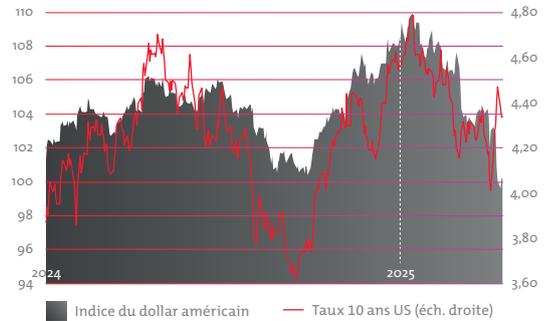
4

Le dollar américain perd de sa crédibilité

Outre la forte chute des cours sur les marchés des actions, plusieurs évolutions non conventionnelles sont à mentionner, notamment celles liées au dollar américain et aux rendements des emprunts d'État à 10 ans. Normalement et selon une logique économique, le dollar américain suit l'évolution des rendements des emprunts d'État à 10 ans. Lorsque les rendements augmentent, le dollar devient une monnaie plus intéressante et monte. Cette relation «hausse du rendement et hausse du dollar» était visible ces derniers trimestres (cf. graphique). Ce qui est surprenant, c'est que le dollar américain a évolué de manière diamétralement opposée aux rendements des obligations d'État à 10 ans depuis le 2 avril. Les raisons de ce phénomène ont fait l'objet de folles spéculations sur les marchés financiers. Il existe cependant une réponse simple, mais tout à fait effrayante: les investisseurs obligataires perdent confiance dans le gouvernement américain en tant qu'emprunteur. La politique erratique de Donald Trump laisse trop de questions sans réponse, en particulier celle du financement de la dette publique. Rien que cette année, un tiers des 28 000 milliards de dollars d'obligations d'État en circulation doit être refinancé. Le taux d'intérêt moyen estimé, actuellement de 3,1%, augmenterait également fortement si le refinancement devait avoir lieu avec des rendements supérieurs à 4,5%. Le marché s'inquiète donc à juste titre, sans oublier que le dollar américain en tant que monnaie de réserve a perdu un peu de son statut ces dernières semaines.

Le dollar perd de sa crédibilité - qui vend les bons du Trésor?

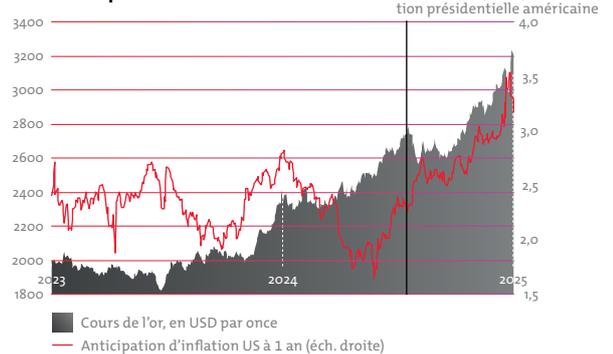
Indice dollar US, rendement des bons du Trésor américain à 10 ans en %



L'or continue de servir de protection efficace contre les turbulences du marché

Tant la politique commerciale erratique de Donald Trump, que la manière dont la nouvelle administration américaine a calculé les droits de douane réciproques, ont mis les nerfs des investisseurs à rude épreuve. Depuis le 2 avril, de nombreux actifs, notamment les actions, ont perdu énormément de valeur à court terme. Seul l'or a continué de briller, malgré le fait que cet actif soit en hausse depuis 2022. Le discours sur l'augmentation de la plus ancienne réserve de valeur change régulièrement. Depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, ce sont surtout les achats des banques centrales qui ont fait monter le cours de l'or. Il est intéressant de noter que depuis l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis, les anticipations d'inflation à court terme ont également influencé l'évolution du cours du métal jaune. On peut en déduire que les acteurs du marché cherchent à se protéger contre la hausse attendue de l'inflation en investissant dans l'or. De plus, ce dernier est une bonne protection contre le facteur d'incertitude que représente Donald Trump. Finalement, dans le contexte de la faiblesse du dollar américain, l'or devrait également continuer de servir de bonne protection.

L'or évolue fortement en fonction des anticipations d'inflation

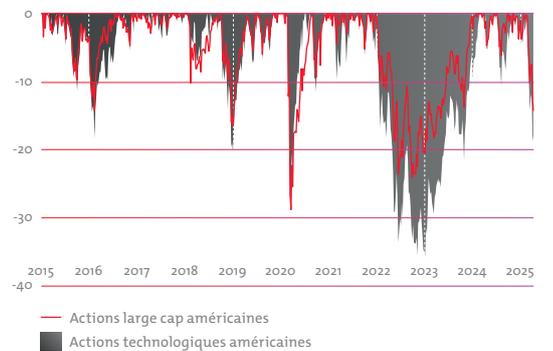


«Nous observons de forts mouvements sur les marchés. L'or continue à jouer son rôle de valeur refuge.»

La grande liquidation - les bourses américaines chutent fortement avant de remonter après l'introduction d'une pause de 90 jours des taxes douanières

Le S&P 500, le principal indice boursier américain, a perdu près de 19% par rapport à ses sommets, se rapprochant ainsi de la définition d'un marché baissier. Les valeurs technologiques ont été encore plus durement touchées. Le Nasdaq est entré en marché baissier dès la deuxième semaine du mois d'avril et affichait une perte de plus de 20%. Les actions à faible capitalisation ont chuté de 25%. Il s'agit de la plus forte chute des marchés boursiers américains depuis le choc inflationniste et les craintes de récession en 2022. À l'époque, le S&P 500 avait dégringolé de 25% et le Nasdaq avait perdu plus de 35%. La question centrale est de savoir comment l'économie va évoluer. Les marchés baissiers persistants coïncident souvent avec une récession. L'économie américaine était sur une trajectoire de ralentissement avant que Donald Trump ne frappe début avril avec le marteau des droits de douane. Entre-temps, Donald Trump a marqué une pause de 90 jours dans l'introduction des droits de douane réciproques. Le S&P 500, le Nasdaq et tous les autres indices boursiers sont fortement remontés à la suite de ces annonces. Pour les marchés boursiers, l'évolution des bénéfices des entreprises sera décisive. Si les bénéfices des entreprises devaient effectivement chuter fortement, il faut s'attendre à de nouvelles baisses de cours significatives. Selon les analystes, le taux de croissance des bénéfices (en glissement annuel) des entreprises du S&P 500 est attendu à 7,3% pour 2025.

S&P 500: perte maximale depuis le dernier record

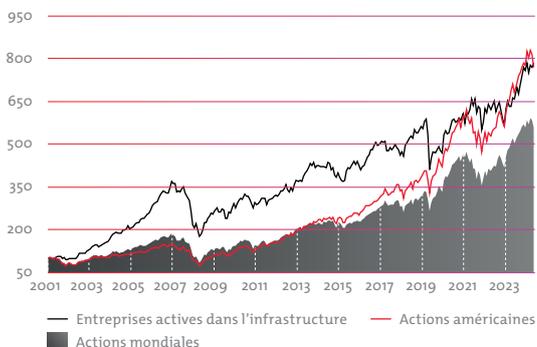


Source: LSEG Datastream, BGV5

Coup d'œil sur les classes d'actifs

Les primes de risque sur les obligations «High Yield» montent fortement, bien qu'en dessous des pics observés ces dernières années. L'infrastructure présente des perspectives intéressantes.

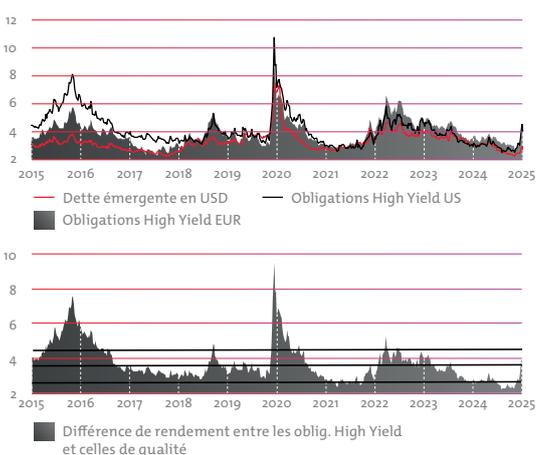
Comparaison des performances Base 100, en monnaie locale



La thématique de l'infrastructure mondiale a un caractère défensif

Les infrastructures cotées reposent sur quatre piliers: les sociétés actives dans les services publics, l'énergie, les transports et la communication. Ces entreprises sont en plein cycle de développement à long terme. Les pays développés sont autant touchés que les pays en développement. Pour les premiers, il y a un besoin de moderniser des infrastructures existantes, qui sont vieillissantes, mais aussi de développer de nouveaux outils pour faire face aux exigences de la transition énergétique. Pour les seconds, il y a un besoin de développer de nouvelles infrastructures pour répondre à l'urbanisation rapide et à l'augmentation du niveau de vie dans leur région. L'intelligence artificielle, très gourmande en data et en électricité, offre d'importantes opportunités au niveau des développements des réseaux électriques intelligents. Les analystes de «American Society of Civil Engineers» (ASCE) estiment que des investissements à hauteur de 15'200 milliards seront nécessaires d'ici 2043 pour répondre aux besoins croissants.

Les spreads augmentent surtout dans le segment des obligations High Yield US Prime de risque, en %



Les primes de risque des obligations à haut rendement montent en flèche

Le marché du crédit est également en proie à une vague de ventes. Les primes de risque de crédit pour les obligations à haut rendement (High Yield) ont fortement augmenté à la suite de l'annonce des droits de douane sur les importations. Les prix des titres de créance des émetteurs avec une notation inférieure à «investment grade» ont baissé, de telle sorte que les primes de crédit ont progressé dans une amplitude proche de celle vécue pendant la crise du Covid. Au plus fort de la liquidation lors de la pandémie en 2020, les spreads ont atteint environ 9,8%. Actuellement, nous sommes à près de 4,3%. On remarque également que la différence entre les primes de risque de crédit des obligations à haut rendement et des obligations de bonne qualité se situe désormais à peu près dans la moyenne à long terme. Cette différence était également près du double lors de la liquidation liée au Covid. Deux explications sont possibles: le marché du crédit ne peut pas intégrer de manière exhaustive l'évolution actuelle et future de l'économie dans un prix «juste» en raison du manque d'informations, ou le marché du crédit estime que le pire scénario d'une récession ne se réalisera pas.

Qu'est-ce qu'un marché baissier?

Un marché baissier est une configuration sur les bourses dans laquelle ces dernières enregistrent des baisses de cours persistantes, généralement de 20% ou plus. Un marché baissier s'accompagne généralement d'un pessimisme généralisé chez les investisseurs, de liquidations massives de titres et d'autres actifs, ainsi que d'un ralentissement économique. Les causes d'un marché baissier sont souvent diverses, mais en général, une économie faible ou en ralentissement, l'éclatement de bulles spéculatives, les pandémies, les guerres, les crises géopolitiques et les changements drastiques de paradigmes économiques, tels que l'introduction soudaine de droits de douane importants, sont autant de facteurs susceptibles de provoquer un marché baissier. Un regard en arrière montre que les principaux indices boursiers américains étaient proches d'un

marché baissier le 24 décembre 2018. Plus récemment, des indices importants tels que le S&P 500 et le Dow Jones ont fortement chuté dans le marché baissier en mars 2020. Auparavant, la dernière baisse prolongée aux États-Unis, qui a duré environ 17 mois, s'était produite entre 2007 et 2009, pendant la crise financière. Au cours de cette période, le S&P 500 avait perdu 50% de sa valeur. Actuellement, si l'on se réfère à la définition d'un marché baissier, à savoir une chute des cours de plus de 20%, on ne s'y trouve pas, en raison de la hausse des cours après la suspension des droits de douane réciproques pendant 90 jours. Auparavant, la chute des cours sur le marché boursier américain n'avait pas non plus dépassé 20%. Seules les valeurs technologiques avaient brièvement franchi cette limite.

Positionnement et changements

6



← → Changements indiqués par la flèche rouge.

Commentaires sur les décisions de placement

Le pic d'incertitude concernant la guerre commerciale pourrait être derrière, bien que celui-ci puisse rester encore à un niveau élevé. Nous continuons d'être défensifs dans nos portefeuilles, et de privilégier une forte diversification.



7

Retour sur les événements depuis l'«Indépendance Day» le 2 avril dernier

Quelles semaines nous venons de vivre! Le mercredi 2 avril, Donald Trump annonce les taxes à l'encontre de tous les pays. Après cette semaine d'escalade de la guerre commerciale, il amorce une désescalade. Lundi 7 avril, le président annonce être ouvert à des négociations. Mercredi 9 avril, 90 jours de pause sont promulgués sur les tarifs douaniers (sauf la Chine). Vendredi, Donald Trump déclare qu'il est «optimiste» quant à la possibilité de parvenir à un accord avec la Chine. De grandes émotions, qui nous permettent de définir maintenant que Donald Trump est un négociateur, et qu'il est sensible aux marchés financiers, ayant rebroussé chemin lorsque les marchés étaient au plus mal.

«Nous mettons l'accent sur des portefeuilles très bien diversifiés avec de l'or, des obligations, des «Cat Bonds», de l'immobilier suisse et l'achat ce mois-ci de la thématique des actions du secteur de l'infrastructure.»

Donald Trump est finalement un négociateur et il est sensible aux marchés (taux 10 ans US et actions US)

Après ces annonces qui ont choqué le monde, le pic d'incertitude concernant la guerre commerciale semble être passé. Cela correspond à la déclaration de la pause de 90 jours sur les droits de douane. Nous sommes d'avis que les incertitudes restent quand même bien présentes pour ces deux à trois prochains trimestres. Tout d'abord, les discours peuvent redevenir plus durs. Cependant, les contours de négociations semblent être définis: les taxes se situeront entre un taux minimum de 10% et le taux maximum annoncé pour chaque pays le 2 avril.

Que nous réservera l'administration Trump après cela? Que doivent faire les investisseurs dans ces moments? Une certitude, la volatilité sur les marchés restera. Une approche bien diversifiée des portefeuilles permet de traverser ces périodes. Par exemple, alors que les actions ont baissé durant la première moitié du mois d'avril, les obligations (suisses et européennes) et l'or notamment ont réalisé des performances positives.

Lors de notre comité du mois de mars (avant la volatilité sur les marchés du 2 avril), nous avons réduit les actions à «Neutre». Nous continuons de réduire les risques dans les portefeuilles en diminuant les obligations High Yield et restons défensifs dans les portefeuilles. Nous achetons une nouvelle thématique, le secteur de l'infrastructure, qui est en retard en termes de performance sur ces 10 dernières années et qui a des perspectives de croissance intéressantes.



Cotting M.

Mathias Cotting, CFA
Économiste responsable



Albrecht A.

Andrin Albrecht
Économiste

Tableaux de performance

8

Actions	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2025 (%, en monnaie locale)	2025 (%, en CHF)
Monde	0,0	-1,5	-10,3
Suisse	-4,5	5,6	5,6
Zone Euro	-1,8	7,4	7,4
États-Unis	-0,7	-5,7	-14,1

Obligations	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	2025 (%, en monnaie locale)	2025 (%, en CHF)
Oblig. étatiques	0,9	1,4	-3,0
Oblig. d'entreprises	3,0	7,7	-1,9
Marchés émergents (USD)	0,5	3,1	-6,1

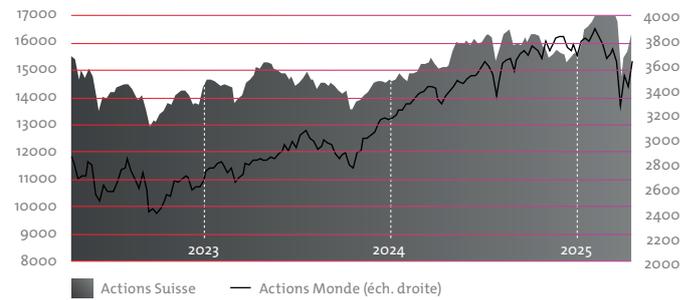
Rendements	en %	Depuis 1 mois (chgmt. absolu)	2025 (changement absolu)
3 ans - Suisse	0,03	-0,22	-0,04
3 ans - Allemagne	1,83	-0,24	-0,19
3 ans - USA	3,68	-0,23	-0,60
10 ans - Suisse	0,43	-0,18	0,15
10 ans - Allemagne	2,51	-0,23	0,15
10 ans - USA	4,21	-0,05	-0,36

Devises	Taux de change	Depuis 1 mois (en %)	2025 (en %)
EUR/CHF	0,939	-1,5	0,1
USD/CHF	0,825	-6,3	-8,9

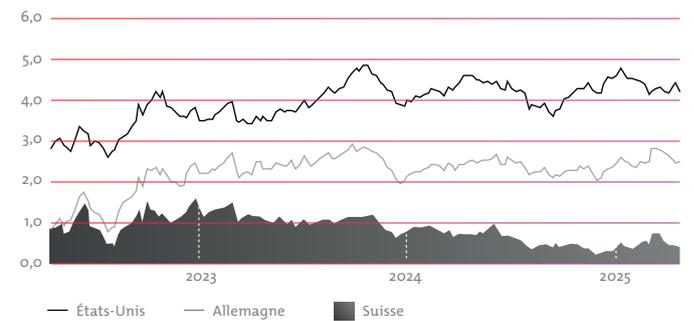
Alternatifs	Prix	Depuis 1 mois (en %)	2025 (en %)
Immobilier ind. Suisse	205	-1,8	-0,3
Or (USD/once)	3329	8,0	26,8
Pétrole (WTI, USD/baril)	63	-9,2	-12,6

Données au 28.04.2025
Source: LSEG Datastream, BCSV

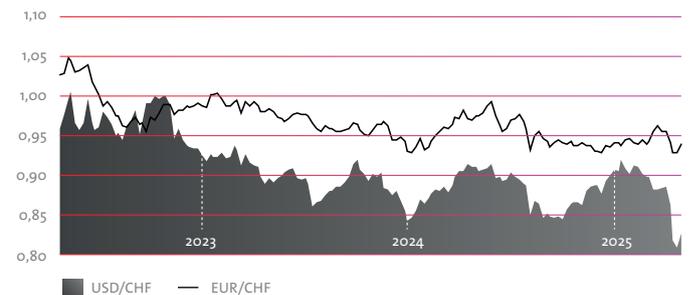
Suisse et Monde (Indice de prix)



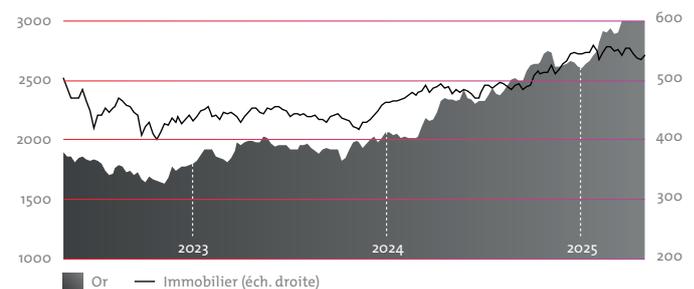
Rendements des emprunts étatiques 10 ans



Taux de change



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



Source: LSEG Datastream, BCSV