

REVUE DES MARCHÉS

Sens dessus dessous

L'incertitude géopolitique et économique qui s'est installée dans le monde depuis l'élection de Donald Trump a désormais son pendant sur les marchés financiers. C'est un sens dessus dessous qui s'installe : les taux montent en Suisse (après avoir baissé en 2024), faisant baisser les obligations mais monter l'immobilier et les actions. Les titres de croissances baissent alors que les titres *value* progressent. L'or grimpe, les crypto-monnaies dégringolent. Les pièges se multiplient dans un marché désordonné et les investisseurs doivent naviguer dans un contexte complexe.

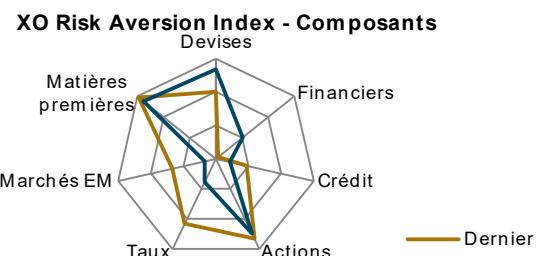
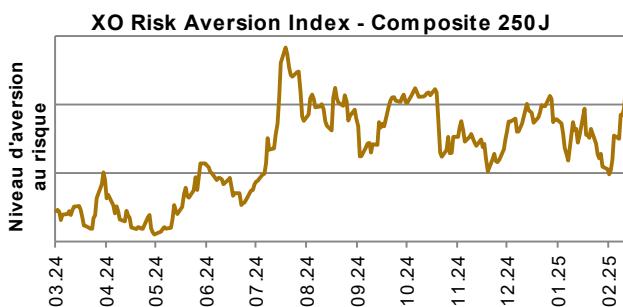
Les marchés actions ont connu des performances contrastées, avec une nette progression des indices européens et suisses, tandis que les marchés américains et asiatiques sont des pressions. Les titres technologiques baissent pour le deuxième mois consécutif.

Les taux d'intérêt ont évolué différemment selon les régions, impactant les marchés obligataires de manière inégale, avec les obligations globales qui progressent de 0.9% sur le mois. L'immobilier suisse est en forte hausse après un mois de janvier négatif.

L'USD et l'EUR sont en retrait contre CHF. Le JPY baisse fortement contre USD. Du côté des actifs alternatifs, les matières premières reculent et l'or poursuit son bon début d'année.

La baisse de l'indicateur de risque a été effacée au cours des derniers jours du mois avec la remontée des indicateurs des risques liés aux marchés émergents en aux taux.

	Valeur	février	2025
Marchés actions			
Suisse (SMI)	13 004	3.23%	12.10%
Etats-Unis (S&P500)	5 955	-1.42%	1.24%
Europe (Euro Stoxx 50)	13 035	3.45%	11.83%
Japon (Nikkei)	37 156	-6.11%	-6.87%
Chine (Shanghai SE)	3 321	2.16%	-0.92%
Marchés mondiaux (MSCI World)		-0.72%	2.78%
Marchés émergent (MSCI EM)		0.48%	2.28%
Secteurs			
Consommation (discrétionnaire)		-6.73%	-2.43%
Energie		2.07%	4.62%
Finance		1.91%	8.51%
Santé		1.01%	7.38%
Technologie		-1.91%	-3.40%
Facteurs			
MSCI Small Caps		-3.31%	-0.86%
MSCI Large Caps		-0.61%	2.58%
MSCI Value		1.39%	5.54%
MSCI Growth		-2.63%	-0.13%
Volatilité		19.63%	
Marchés de taux			
Immobilier suisse (coté)		3.41%	1.97%
Obligations suisses		-0.11%	-0.75%
Obligations monde		0.88%	0.94%
Tx suisse à 10 ans		0.46%	0.13%
Tx suisse à 2 ans		0.19%	0.13%
Tx US à 10 ans		4.21%	-0.36%
Tx US à 2 ans		3.99%	-0.25%
Monnaies			
USD/CHF	0.903	-0.86%	-0.52%
EUR/CHF	0.937	-0.75%	-0.27%
GBP/CHF	1.136	0.60%	-0.04%
EUR/USD	1.038	0.13%	0.25%
JPY/USD	150.630	-2.94%	-4.28%
Alternatif			
Matières premières		-1.34%	1.93%
Pétrole	70	-3.82%	-2.73%
Or	2 858	2.12%	8.90%
Bitcoin	83 601	-20.06%	-11.03%
Ethereum	2 209	-34.56%	-34.21%



REVUE ÉCONOMIQUE

Il faut sauver la balance commerciale

C'est une véritable guerre commerciale qu'a entrepris de mener Donald Trump contre tous ses concurrents. L'arme des tarifs douaniers est utilisée pour protéger l'industrie américaine, rapatrier des activités sur sol américain et négocier.

L'inflation reste pour le moment contenue mais supérieure aux objectifs de la Fed. Jérôme Powell reste dans la position qu'il n'y a aucune urgence à modifier la politique monétaire. Cette situation pourrait donc retarder la baisse des taux ou ralentir le rythme de réduction du bilan. Si les négociations trumppiennes réussissent, c'est une baisse des chiffres inflationnistes qui pourrait avoir lieu en fin d'année, laissant libre champ à la Fed pour baisser ses taux.

La redynamisation de l'économie US visée par Donald Trump a pour but de réduire le déficit commercial. Avec des déficits records de près de 100 milliards d'USD par an, les Etats-Unis souffrent de leurs importations. Le USD fort s'oppose encore à cette politique, raison de la pression du président américain pour baisser les taux et ainsi réduire la force de l'USD qui pénalise l'industrie d'exportation.

Balance commerciale US



Source : Bloomberg, XO Investments SA

L'activité économique européenne poursuit sa légère croissance (PMI Flash), mais cache de grandes disparités entre pays. L'économie, qui devait permettre le rapprochement politique entre européens, devient un facteur de division. La Grande Bretagne voit ses chiffres d'inflation progresser sur la nourriture, le transport et les biens. La Suisse ralentit au quatrième trimestre 2024 alors que l'inflation est toujours très faible.

Les chiffres chinoises s'améliorent. Le gouvernement se dit prêt à aider le secteur privé et tente de contre-balancer les droits de douane de Donald Trump (+10% sur les produits importés de Chine). Même si le secteur immobilier est toujours en difficulté, un optimisme semble renaitre, matérialisé par la bonne tenue des titres technologiques chinois et de la surperformance des actions chinoises par rapport aux actions américaines en 2025.

	Etats-Unis		EuroZone		Suisse	
	Dernier	Δ 2025	Dernier	Δ 2025	Dernier	Δ 2025
Prix et taux						
IPC	3.30%	0.10% □	2.50%	0.10% □	0.40%	-0.20% □
Taux directeur banque centrale	4.50%	0.00%	2.75%	-0.25% □	0.50%	0.00%
Tx à 10 ans	4.21%	-0.36%	2.41%	0.04%	0.46%	0.13%
Tx à 2 ans	3.99%	-0.25%	2.03%	-0.06%	0.19%	0.13%
Croissance et indicateurs						
PIB	2.50% ✓	0.00%	0.10% ✓	0.00%	1.50% ✓	0.00%
Croissance estimée	2.51% ✓		1.05% ✓		0.84% ✓	
Richmond (0)	6 ✓	16 □				
PMI (50)	50.4 ✓	-5.0 □	50.2 ✓	0.6 □	47.5 ✗	0.5 □
Philadelphia (0)	18.1 ✓	29.0 □				
Emploi						
Chômage	4.00%	-0.10% □	6.27%	0.00% □	2.70%	0.10% □
Taux de participation	62.60%	0.1				
Etat (%PIB)						
Budget	-6.92%	0.00%	-3.40%	0.17%	0.25%	0.00%
Balance courante	-3.27%	-0.37%	2.86%	1.16%	5.74%	0.49%
Dette	121.38%		87.40%		39.12%	

ATTRACTIVITÉ OBLIGATAIRE

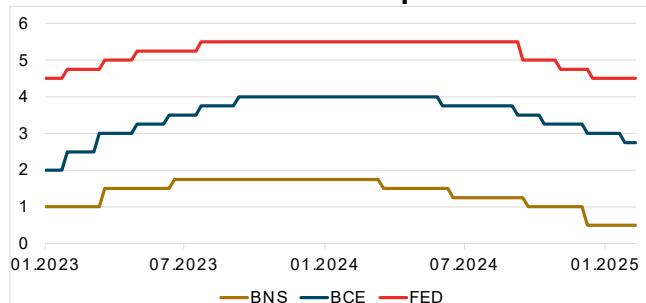
La dynamique économique américaine focalise l'attention des investisseurs sur les actions aux perspectives de croissance importantes. Le niveau des taux d'intérêts ne doit pas faire oublier l'attrait des obligations internationales dans la configuration actuelle.

Baisse de taux à venir

L'année 2022 restera dans les annales pour la classe d'actifs obligataire comme une année cataclysmique, mal nécessaire au contrôle de l'inflation. Les banques centrales ont réussi leur pari en réduisant massivement la hausse des prix jusqu'à revenir à une situation d'avant choc. Dès 2024, avec les bonnes statistiques inflationnistes, elles ont pu déclencher une phase d'assouplissement monétaire.

C'est la Banque Nationale Suisse (BNS) qui a initié le mouvement avant que la BCE puis la FED ne mettent en place la même politique.

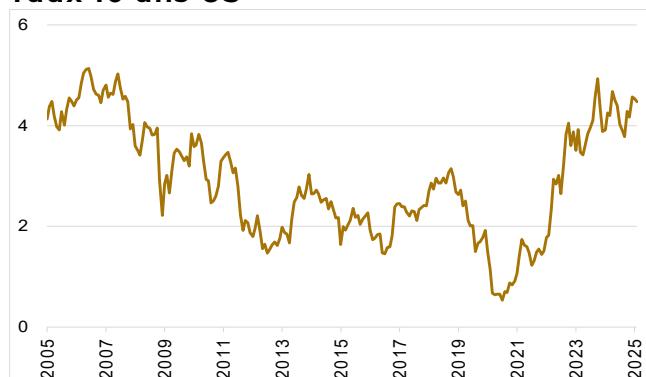
Taux directeurs des banques centrales



Source : Bloomberg, XO Investments SA

Même si l'élection de Donald Trump et la perspective de barrières tarifaires a contraint la FED à une pause, les perspectives sont plutôt baissières sur l'ensemble des taux d'intérêts directeurs des principales banques centrales.

Taux 10 ans US



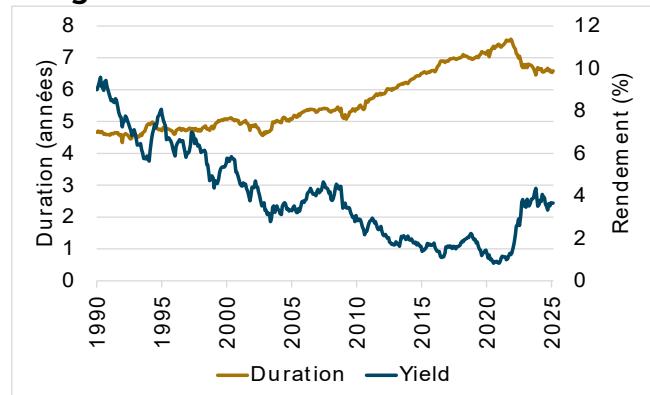
Source : Bloomberg, XO Investments SA

Ce point de vue n'est pour l'instant pas partagé et implémenté par les marchés financiers. Le taux d'intérêt à 10 ans aux Etats-Unis reste élevé (plus de 4%) sans baisse notable sur l'année

2024.

Les indices globaux affichent des statistiques similaires avec un rendement de l'ordre de 4%, au même niveau que fin 2022 et avec une duration similaire de 7 années.

Duration et rendement des indices obligataires mondiaux



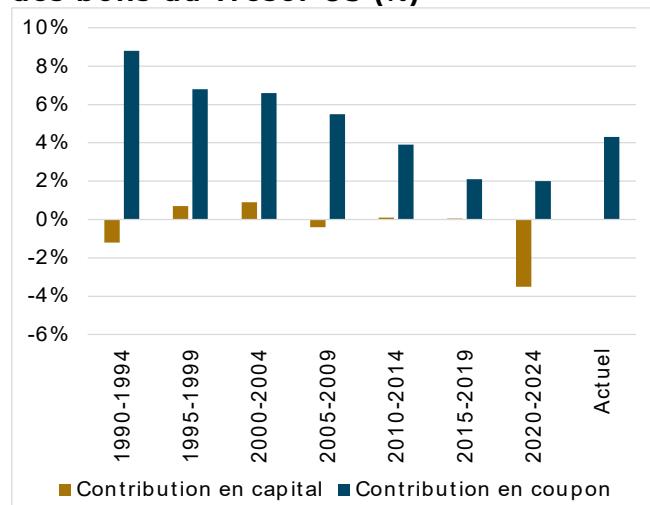
Source : Bloomberg, XO Investments SA

Un marché attractif

Malgré ce décalage entre le mouvement des taux directeurs et des taux long terme, la classe d'actifs obligataire offre de belles perspectives.

Outre la capacité à générer des performances dans une phase de taux baissière (contribution en capital), le marché actuel offre un rendement intéressant (contribution en coupon) et en large progression sur les dix dernières années.

Contribution aux rendements annuels des bons du Trésor US (%)



Source : Bloomberg, XO Investments SA

Les placements obligataires sont aujourd'hui attractifs en raison d'un taux de rémunération supérieur à l'inflation.

Taux swap d'inflation et taux à 10 ans



Source : Bloomberg, XO Investments SA

Cet écart n'a jamais été aussi important. Il a même été négatif en 2020-2021, autrement dit un placement obligataire classique ne permettait pas à cette période de compenser l'inflation et induisait ainsi une perte de pouvoir d'achat.

Rendements obligataires et actions (%)



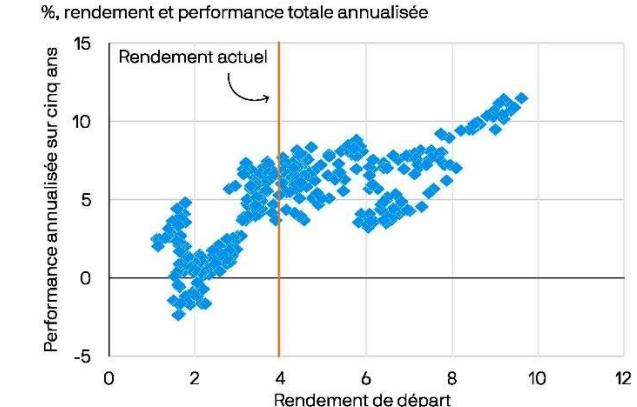
Source : Bloomberg, XO Investments SA

Les rendements obligataires, qu'ils soient gouvernementaux ou d'entreprises, affichent des taux de rémunération supérieurs au dividende des actions sur le marché américain. Cette situation montre une classe d'actif bon marché en termes relatifs. Le segment des entreprises offre un rendement de l'ordre de 5% avec un écart (spread) relativement faible par rapport aux bons du trésor US.

Un dernier argument d'attractivité apparaît lorsque l'on étudie historiquement les rendements des indices obligataires mondiaux et qu'on les compare aux performances subséquentes. Avec des rendements de 4%, presque toutes les observations historiques concluent la période de 5 ans suivante par une

performance supérieure à 5%. Les seules périodes de 5 ans avec des performances négatives sont consécutives à des moments où les taux d'intérêts avoisinent 2%.

Rendement initial des marchés obligataires mondiaux et rendements annualisés ultérieurs sur 5 ans



Source : JP Morgan, XO Investments SA

Opportunité et diversification

La croissance économique annoncée aux Etats-Unis s'inscrit dans une logique de pentification de la courbe des taux d'intérêts. La pente de la courbe des taux est calculée en faisant la différence entre les taux long terme (10 ans) et les taux court terme (2ans).

Alors que ce chiffre était négatif en 2023, la courbe présentait ainsi une pente descendante, synonyme de crainte d'inflation, elle se redresse désormais. De bons chiffres économiques vont permettre à la pente d'être plus pentue confirmant une bonne santé économique.

Pente de la courbe des taux US (10 ans - 2 ans, en %)



Source : Bloomberg, XO Investments SA

Cette configuration technique permet aux gestionnaires obligataires de profiter du phénomène de Roll-Down, améliorant ainsi encore les performances de la classe d'actifs.

Les obligations internationales ne constituent pas un ensemble homogène. Les obligations

émergentes (EM) n'ont pas les mêmes caractéristiques de rendement et risque que les obligations d'entreprises US ou les obligations gouvernementales.

Rendement à échéance



Source : JP Morgan, XO Investments SA

Dans toutes les sous-classes obligataires, les rendements actuels suivent néanmoins la même tendance: ils sont plus élevés que la moyenne des rendements des 10 dernières années. Il est intéressant de noter les rendements à échéance plus élevés sur les obligations d'entreprises américaines que sur les obligations d'entreprises européennes.

La difficulté du choix de ces sous-classes d'actifs réside dans le risque sous-jacent et dans le traitement des devises (couverture ou pas). Malheureusement chaque année est particulière et le classement est différent, rendant difficile les prévisions. La diversification apparaît donc comme la meilleure solution, à l'intérieur des obligations internationales.

Classement des indices obligataires

	2015	2016	2017	2018	2019
1	EM USD	US Corporate HY	EM Local Currency	US 1-3 year Treasury	US Corporate HY
2	US 1-3 year Treasury	EM USD	EM USD	US Aggregate	US Credit
3	US Aggregate	EM Local Currency	US Corporate HY	Global Aggregate	EM USD
4	US Credit	US Credit	Global Aggregate	US Corporate HY	EM Local Currency
5	Global Aggregate	US Aggregate	US Credit	US Credit	US Aggregate
6	US Corporate HY	Global Aggregate	US Aggregate	EM USD	Global Aggregate
7	EM Local Currency	US 1-3 year Treasury	US 1-3 year Treasury	EM Local Currency	US 1-3 year Treasury
	2020	2021	2022	2023	2024
1	US Credit	US Corporate HY	US 1-3 year Treasury	US Corporate HY	US Corporate HY
2	Global Aggregate	US 1-3 year Treasury	EM Local Currency	EM USD	EM USD
3	US Aggregate	US Credit	US Corporate HY	US Credit	US 1-3 year Treasury
4	US Corporate HY	US Aggregate	US Aggregate	EM Local Currency	US Credit
5	EM USD	EM USD	US Credit	Global Aggregate	EM Local Currency
6	EM Local Currency	EM Local Currency	EM USD	US Aggregate	US Aggregate
7	US 1-3 year Treasury	Global Aggregate	Global Aggregate	US 1-3 year Treasury	Global Aggregate

Source : Bloomberg, XO Investments SA

Obligations attractives

Les taux d'intérêts orientés à la baisse au niveau mondial et la valorisation intéressante des obligations en comparaison aux actions offrent aux investisseurs de belles perspectives de rémunération. C'est particulièrement vrai pour les investisseurs suisses, pénalisés par les rendements faibles sur les obligations CHF.

La pentification de la courbe des taux et les nombreuses opportunités à l'intérieur du marché obligataire (obligations d'entreprises US, marché émergents) doivent conduire les investisseurs à garder le moins de liquidité possible. La classe d'actifs obligataire bénéficie d'une force cruciale : le taux d'intérêt.

« L'intérêt composé est la 8^{ème} merveille du monde. Celui qui le comprend le gagne, et celui qui ne le comprend pas le paie. »

Albert Einstein