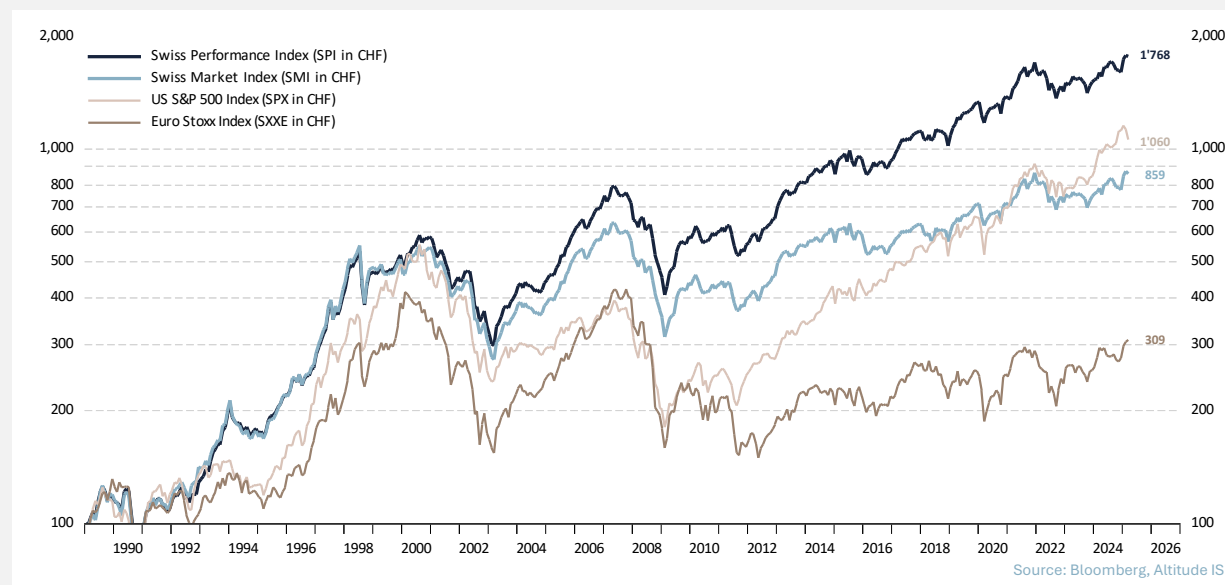


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 31 mars 2025

## "ON NE JETTE DES PIERRES QU'À L'ARBRE QUI PORTE DES FRUITS"

- En Suisse, la croissance est résiliente et l'inflation maîtrisée
- Les politiques budgétaire et monétaire soutiennent l'activité
- Les sociétés cotées, de très grande qualité, exportent dans le monde entier
- Mais l'administration Trump risque de s'attaquer à la Suisse, dès ce mercredi 2 avril

### GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Actions suisses ou internationales ?"

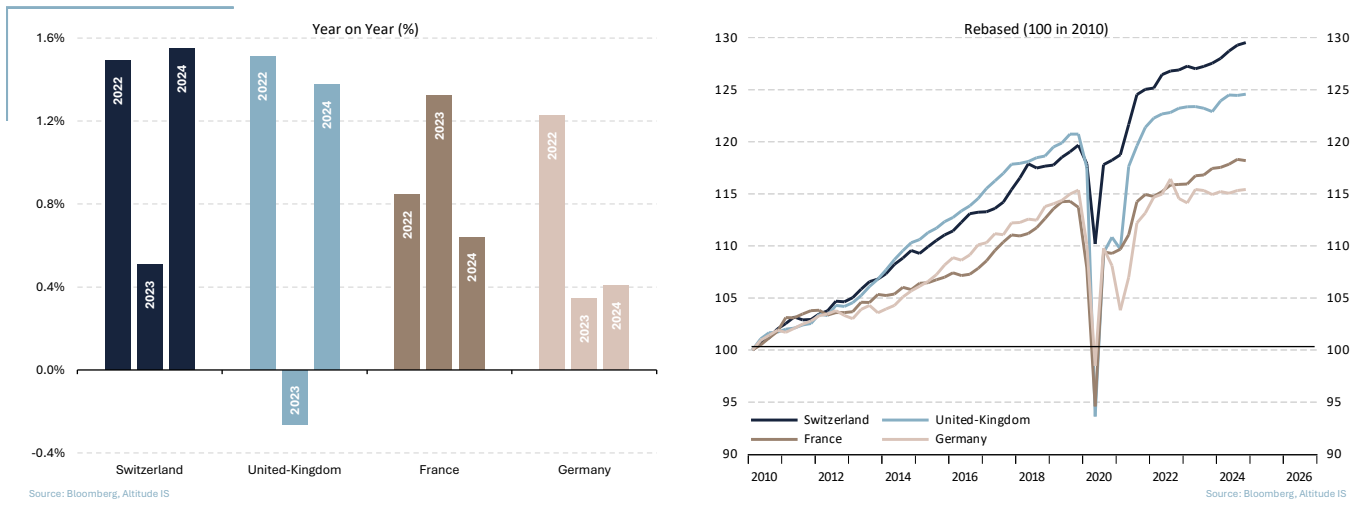


### ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

**Au cœur des Alpes, l'économie suisse risque de générer une croissance inférieure à son potentiel.** Ce ralentissement conjoncturel s'explique par un environnement international récessif et des contraintes domestiques temporaires. Les investissements et les exportations sont négativement impactés par les taxes imposées par l'administration Trump et l'incertitude qu'elles engendrent. Quant à la consommation privée, elle progresse lentement, freinée par la hausse des loyers et des primes d'assurance maladie. **Malgré cela, les fondamentaux demeurent excellents.** La croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) y sera plus forte en 2025 que dans les principaux pays européens (cf. Fig. 2), accentuant un écart devenu structurel depuis plus d'une décennie (cf. Fig. 3).



Fig. 2 & 3 – Croissance économique en Suisse et dans les principaux pays européens



Mieux encore, l'inflation est parfaitement maîtrisée. Depuis juin 2023, la croissance annuelle des prix est inférieure à 2%, ce qui a permis à **la Banque Nationale Suisse (BNS)** d'assouplir sa politique monétaire à cinq reprises (cf. Fig. 4). En abaissant son principal taux directeur de 1.75% à 0.25% entre mars 2024 et mars 2025, la banque centrale entend stimuler le crédit aux entreprises et aux ménages, mais aussi contre la force du franc. Cette action, menée de manière contracyclique, **permet de soutenir l'activité à un moment où elle manque de dynamisme.**

Fig. 4 – Taux d'inflation et taux directeur

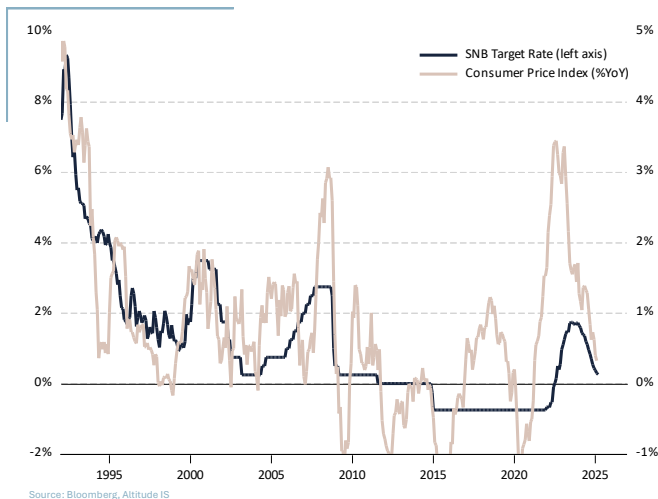
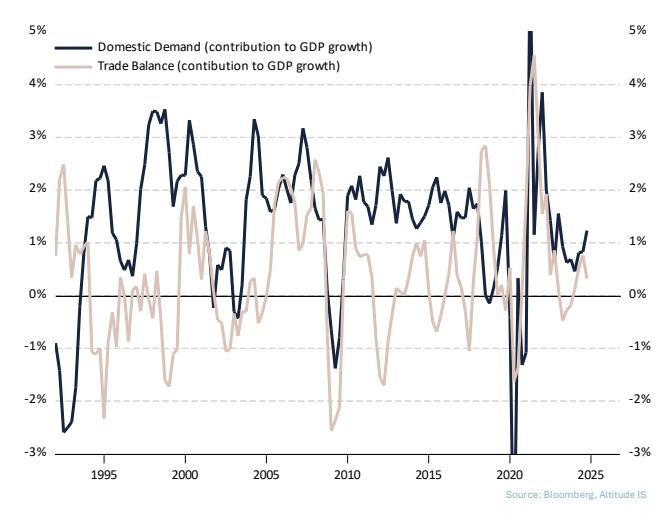


Fig. 5 – Demande intérieure et commerce extérieur



**A l'heure actuelle, bien que la balance commerciale soit très positive** et qu'elle flirte avec son record historique atteint durant la pandémie, **c'est essentiellement la demande domestique qui tire la croissance** (cf. Fig. 5). La consommation privée, qui ne représente "que" 51% du PIB, contribue à 69% de la croissance. Pour faire face à la hausse du taux de chômage et à la faible progression des salaires (cf. Fig. 6), les ménages ont réduit leurs dépenses discrétionnaires, telles que les voitures et les voyages, mais ils ont continué à consommer des biens et services courants (cf. Fig. 7) : alimentation, produits ménagers et soins de santé. Au cours des prochains trimestres, la dynamique domestique devrait permettre de bien résister à la crise conjoncturelle.



Fig. 6 – Taux de chômage et salaires

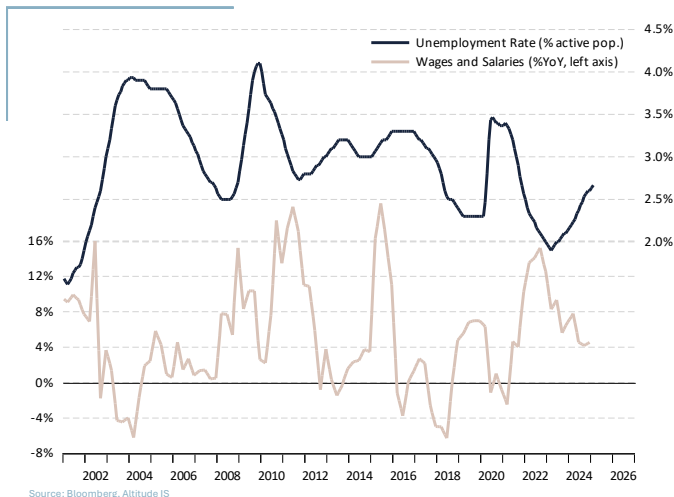
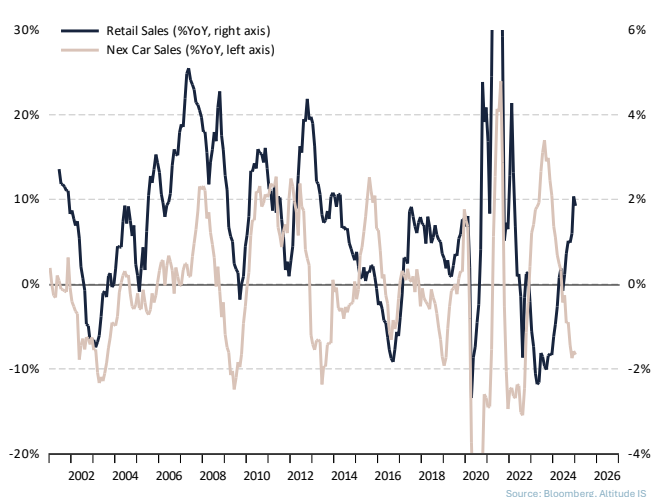


Fig. 7 – Ventes au détail et de voitures



**A contrario, le surplus commercial devrait être soumis à d'importants défis, en particulier dans l'industrie pharmaceutique.** Ce secteur représente à lui seul 38% des exportations, et les États-Unis en sont le principal débouché commercial. Ceci explique pourquoi, malgré sa petite taille, la Suisse se situe en onzième position dans la liste des "Dirty 15", lorsque l'administration Trump recense les pays pratiquant des politiques commerciales déloyales (cf. Fig. 8). La plupart d'entre eux sont considérés comme tels uniquement parce qu'ils ont un excédent commercial important vis-à-vis des États-Unis.

Dans deux jours, mercredi 2 avril, le secrétaire américain au Trésor, Scott Bessent, devrait annoncer la prochaine phase de son plan tarifaire : les "droits de douane réciproques". Il risque de se concentrer sur cette liste de pays, et pourrait tout particulièrement viser les secteurs des semi-conducteurs et des produits pharmaceutiques. L'inclusion de ces derniers pénaliserait les entreprises helvétiques. Celles de petite et moyenne tailles expriment d'ores et déjà des inquiétudes quant à l'impact potentiel des tarifs douaniers sur leurs exportations vers les États-Unis. Un quart d'entre elles anticipent une diminution de leurs ventes. Les plus pessimistes escomptent un impact de -20% si des taxes de +10% sont imposées. Face à ce défi et dans l'objectif de sécuriser l'accès au marché américain, Berne envisage de relancer les discussions pour un accord de libre-échange.

Fig. 8 – Liste américaine des "Dirty 15"

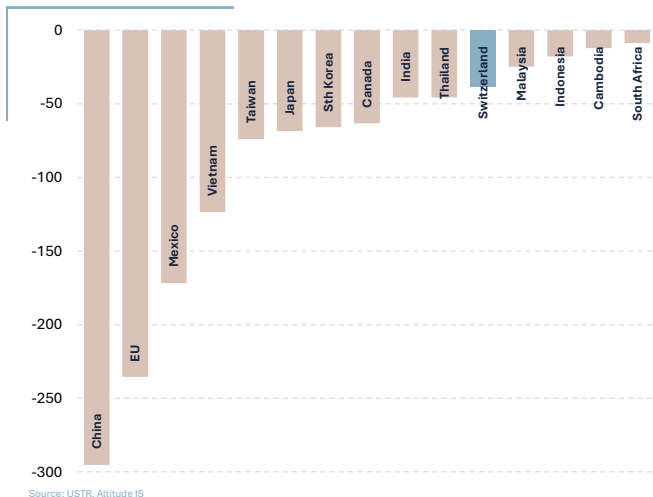


Fig. 9 – Performance des obligations suisses

	3-Month	6-Month	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year
<b>Current Yield</b>	0.17%	0.20%	0.14%	0.19%	0.29%	0.35%	0.41%
<b>2025 expected returns</b>							
<b>+100 bp</b>	0.2%	0.1%	-0.3%	-1.5%	-2.1%	-3.9%	-4.8%
<b>-100 bp</b>	0.2%	0.3%	0.6%	2.1%	3.3%	5.2%	6.6%
<b>Asymetry</b>	0.0%	0.2%	0.3%	0.6%	1.2%	1.3%	1.8%
	6-Year	7-Year	8-Year	9-Year	10-Year	15-Year	20-Year
<b>Current Yield</b>	0.46%	0.51%	0.54%	0.60%	0.64%	0.80%	0.80%
<b>2025 expected returns</b>							
<b>+100 bp</b>	-5.7%	-7.1%	-7.1%	-9.5%	-10.4%	-15.1%	-20.4%
<b>-100 bp</b>	7.6%	9.6%	9.4%	12.9%	14.2%	20.8%	28.5%
<b>Asymetry</b>	1.9%	2.5%	2.3%	3.4%	3.8%	5.7%	8.1%

Source: Bloomberg, Altitude IS

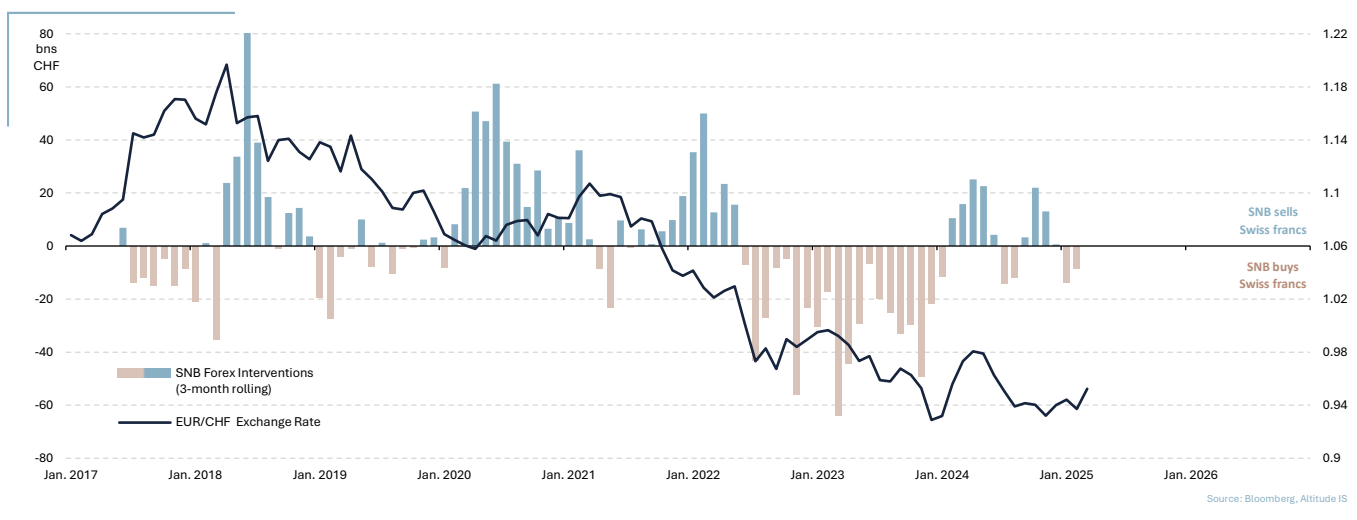


**Sur les marchés financiers, la Suisse constitue une alternative incontournable.** Ses obligations, ses actions et sa devise ne sont pas dénuées de risques, mais les actifs en francs sont complémentaires de ceux des autres places financières.

Avec des rendements compris entre 0.17% et 0.80%, les obligations de la Confédération semblent tout sauf attractives. Et pourtant, A l'heure où les principaux pays développés flirtent avec le surendettement et où leurs obligations souveraines sont de moins en moins considérées comme des actifs sûrs, **les obligations émises par la Confédération pourraient bien représenter le véritable actif "sans risque" pour les investisseurs internationaux.** Une accélération des flux de capitaux pourrait aisément pousser les rendements suisses en territoire négatif, comme entre 2015 et 2021, et engendrer une hausse du prix des obligations. Même avec le très faible portage actuel, grâce à la durée et au roll-down, un tel scénario générerait d'excellentes performances, notamment sur la partie longue de la courbe des taux (cf. Fig. 9).

En 2024, la monnaie helvétique se dépréciant, les investisseurs n'avaient pas vocation à s'intéresser aux faibles retours sur investissement offerts par des placements fiduciaires en francs suisses. C'est de moins en moins vrai. En 2025, la chute du billet vert donne un avantage supplémentaire à cette stratégie d'arbitrage. Ce n'est pas encore suffisant (+2.8%) pour compenser le différentiel de rendement (-4.1%), mais cela sera le cas si le dollar continue sa glissade pour s'approcher de sa valeur d'équilibre (cf. [Stratégie & Thématiques du 24 février 2025](#)).

Fig. 10 – Interventions de la BNS & taux EUR/CHF



**Face à l'euro, les anticipations sont moins aisées car la Banque Nationale Suisse (BNS) intervient régulièrement sur le marché des changes.** En 2023, la banque centrale avait volontairement laissé le franc s'apprécier au-delà de ses fondamentaux économiques, de manière à lutter contre les pressions inflationnistes. Depuis 2024, la croissance des prix étant endiguée, la BNS cherche, au contraire, à faciliter la dépréciation du franc. Les cambistes l'ont compris et semblent abonder naturellement dans ce sens. En effet, après avoir dû injecter quelque 45 milliards de francs en 11 mois sur le marché des changes (pour affaiblir le franc), la BNS a réussi l'exploit d'en réabsorber 19 milliards lors des quatre derniers mois sans que le franc ne s'apprécie (cf. Fig. 10). Sa crédibilité semble suffisante pour qu'elle n'ait pas besoin de lutter contre la spéculation.

Tant que la BNS maintiendra sa volonté de stabiliser le taux de change effectif réel du franc, l'euro devra se situer au-dessus de 0.92 franc suisse. De là à le voir dépasser le seuil psychologique de la parité, il y



a un pas que nous ne franchirons pas. Le scénario central est donc celui d'une oscillation dans le canal 0.92-1.00, jusqu'à ce que le plancher finisse par céder, certainement en 2026.

**Sur le marché boursier, les actions suisses possèdent deux avantages irrécusables : elles surperforment sur le long terme** (cf. Graphique de la semaine) **et elles offrent une protection naturelle en cas de ralentissement du cycle économique** (cf. Fig. 11) **ou de bear market**. Ces deux atouts les rendent indispensables dans la construction d'un portefeuille. Au cours des deux dernières années, les investisseurs ont pu être tentés d'en douter au point de vouloir s'en séparer. En effet, les deux principaux indices suisses ont nettement sous-performé. Le SMI, qui concentre les 20 plus grandes capitalisations, n'a progressé que de +6% lorsque le S&P 500 s'arrogeait +54%. Quant au SPI, qui comprend presque toutes les sociétés anonymes cotées en bourse, autrement dit plus de 200 titres, il n'a pas fait mieux : +10%.

Fig. 11 – Performance relative des actions suisses au cours du cycle économique



2025 ne ressemble en rien à 2023 ni 2024. Les marchés boursiers, notamment américains, sont fortement chahutés et la rotation sectorielle est en train de faire la part belle aux sociétés défensives dans des secteurs tels que la santé et la consommation de base. Il n'en fallait pas davantage pour que les indices suisses génèrent quelque +10% depuis le 1<sup>er</sup> janvier et se trouvent ainsi tout en haut du podium. **Cette tendance devrait être confortée tout au long de l'année 2025**, malgré l'impact négatif des tarifs douaniers. À l'opposé, les investisseurs commencent à douter de la capacité des sociétés américaines à générer les profits escomptés par le consensus des analystes et à se questionner sur le niveau élevé de certaines valorisations.

### Conclusion :

Depuis trois mois, la Suisse attire l'attention des investisseurs. Elle possède d'importants atouts : des sociétés leaders à l'international, une croissance résiliente, une inflation maîtrisée, une monnaie forte, un endettement faible qui favorise le prix des obligations, et un marché actions défensif qui surperforme de manière structurelle. Tout comme on ne jette des pierres qu'à l'arbre qui porte des fruits, l'administration Trump risque de dévoiler des tarifs douaniers qui ciblent les exportations suisses, et notamment les produits pharmaceutiques. Faudra-t-il considérer cette éventuelle correction boursière comme une aubaine ?



## RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)	
<b>Equities</b>								
World (MSCI)	829.9	39.01	-1.3%	3.6%	-0.9%	18.0%	22.8%	
USA (S&P 500)	5 581	37.86	-1.5%	5.2%	-4.8%	25.0%	26.3%	
USA (Dow Jones)	41 584	39.34	-1.0%	5.0%	-1.9%	15.0%	16.2%	
USA (Nasdaq)	17 323	36.55	-2.6%	8.0%	-10.1%	29.6%	44.7%	
Euro Area (DJ EuroStoxx)	551.1	44.77	-1.6%	1.4%	9.5%	10.2%	19.5%	
UK (FTSE 100)	8 659	49.91	0.3%	1.2%	7.1%	9.6%	7.7%	
Switzerland (SMI)	12 840	46.27	-1.2%	0.1%	12.0%	7.5%	7.1%	
Japan (Nikkei)	35 710	40.93	-0.7%	0.7%	-6.1%	21.3%	31.0%	
Emerging (MSCI)	1 121	48.67	-0.9%	2.4%	4.8%	8.0%	10.2%	
Brazil (IBOVESPA)	131 902	62.30	-0.3%	7.4%	-9.7%	-10.4%	22.3%	
Mexico (IPC)	53 173	54.78	1.0%	2.7%	7.6%	-11.0%	22.4%	
India (SENSEX)	77 415	63.00	0.7%	5.8%	-0.7%	9.6%	20.3%	
China (CSI)	3 891	46.82	0.0%	0.0%	-0.3%	18.2%	-9.1%	
Com. Services (MSCI World)	122.0	36.44	-2.4%	5.8%	-2.1%	31.9%	38.1%	
Cons. Discretionary (MSCI World)	392.6	37.85	-0.5%	5.9%	-6.7%	20.7%	29.5%	
Cons. Staples (MSCI World)	285.0	52.58	1.1%	1.2%	5.0%	4.7%	3.2%	
Energy (MSCI World)	258.9	62.31	0.9%	4.2%	8.8%	2.9%	6.0%	
Financials (MSCI World)	189.9	48.96	-0.1%	1.5%	6.3%	25.1%	16.4%	
Health Care (MSCI World)	364.5	40.81	-1.2%	2.2%	5.0%	1.5%	4.1%	
Industrials (MSCI World)	386.6	42.09	-1.6%	0.9%	3.1%	12.8%	22.5%	
Info. Tech. (MSCI World)	683.3	34.83	-3.6%	3.2%	-11.0%	31.9%	51.4%	
Materials (MSCI World)	321.3	43.07	-0.9%	0.7%	5.8%	-7.7%	12.6%	
Real Estate (MSCI World)	969	46.00	0.3%	2.6%	1.9%	-0.4%	5.3%	
Utilities (MSCI World)	169.9	62.16	0.7%	2.6%	6.4%	13.0%	1.6%	
<b>Bonds (Bloomberg)</b>								
World (Aggregate)	3.64%	58.67	0.0%	0.5%	2.5%	-1.7%	5.7%	
USA (Sovereign)	4.14%	58.74	0.0%	0.0%	2.6%	0.6%	4.1%	
Euro Area (Sovereign)	2.89%	50.92	0.3%	1.8%	-1.3%	1.9%	7.1%	
Germany (Sovereign)	2.44%	49.59	0.3%	2.1%	-2.0%	0.6%	5.6%	
UK (Sovereign)	4.62%	49.79	0.1%	0.9%	0.6%	-3.0%	5.6%	
Switzerland (Sovereign)	0.70%	56.61	0.8%	1.1%	-1.9%	5.4%	7.9%	
Japan (Sovereign)	1.33%	40.28	-0.2%	1.0%	-2.7%	-2.1%	0.9%	
Emerging (Sovereign)	6.92%	44.78	-0.3%	0.9%	2.0%	7.0%	11.0%	
USA (IG Corp.)	5.17%	53.58	0.2%	0.5%	2.1%	2.1%	8.5%	
Euro Area (IG Corp.)	3.27%	53.96	0.2%	0.9%	0.2%	4.7%	8.2%	
Emerging (IG Corp.)	6.43%	61.85	0.1%	0.0%	2.6%	7.0%	6.7%	
USA (HY Corp.)	7.72%	40.50	-0.7%	1.0%	1.1%	8.2%	13.4%	
Euro Area (HY Corp.)	5.91%	43.10	-0.2%	0.8%	0.9%	8.2%	12.1%	
Emerging (HY Corp.)	8.53%	42.16	-0.3%	0.7%	1.7%	14.9%	13.1%	
World (Convertibles)	447.4	43.53	-1.0%	0.7%	1.6%	9.4%	12.3%	
USA (Convertibles)	593.5	41.17	-1.3%	2.5%	-0.8%	10.1%	14.6%	
Euro Area (Convertibles)	255.6	54.82	-1.0%	3.1%	9.8%	14.7%	7.3%	
Switzerland (Convertibles)	257.2	69.74	1.2%	1.2%	6.8%	10.5%	5.8%	
Japan (Convertibles)	229.1	55.95	-0.2%	1.0%	1.1%	6.4%	7.6%	
<b>Hedge Funds (Bloomberg)</b>								
Hedge Funds Industry	1 623	79.49	n.a.	-0.6%	0.8%	11.1%	7.8%	
Macro	1 348	68.07	n.a.	-1.2%	0.4%	7.4%	1.6%	
Equity Long Only	2 158	63.11	n.a.	-2.3%	-2.4%	12.0%	15.9%	
Equity Long/Short	1 695	77.93	n.a.	-0.7%	1.1%	14.0%	7.7%	
Event Driven	1 739	77.52	n.a.	-0.2%	0.8%	8.7%	7.3%	
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 668	96.81	n.a.	0.3%	1.0%	12.4%	6.6%	
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 690	85.78	n.a.	-0.4%	1.6%	9.8%	7.8%	
Credit	1 624	97.86	n.a.	0.7%	1.7%	8.5%	8.1%	
Credit Long/Short	1 644	100.00	n.a.	0.5%	1.0%	10.0%	11.2%	
Commodity	1 804	85.39	n.a.	-0.3%	0.8%	14.7%	7.3%	
Commodity Trading Advisors	1 320	55.76	n.a.	-2.8%	-1.6%	7.9%	-3.6%	
<b>Volatility</b>								
VIX	21.65	54.38	12.3%	10.3%	24.8%	39.4%	-42.5%	
VSTOXX	20.60	55.65	4.6%	10.6%	21.1%	25.3%	-35.0%	
<b>Commodities</b>								
Commodities (CRB)	546.3	n.a.	0.7%	1.3%	1.8%	5.1%	-8.0%	
Gold (Troy Ounce)	3 118	n.a.	3.6%	9.1%	18.8%	27.2%	13.1%	
Silver (Troy Ounce)	34.35	n.a.	4.0%	10.3%	18.9%	21.5%	-0.7%	
Oil (WTI, Barrel)	69.36	n.a.	1.1%	-0.6%	-3.3%	0.1%	-10.7%	
Oil (Brent, Barrel)	74.44	n.a.	2.7%	1.4%	0.4%	-4.6%	-4.5%	
<b>Currencies (vs USD)</b>								
USD (Dollar Index)	103.87	39.05	-0.4%	3.5%	-4.3%	7.1%	-2.1%	
EUR	1.0830	59.19	0.3%	4.4%	4.6%	-6.2%	3.1%	
JPY	148.85	55.65	1.2%	1.2%	5.6%	-10.3%	-7.0%	
GBP	1.2959	61.58	0.3%	3.0%	3.5%	-1.7%	5.4%	
AUD	0.6284	46.73	0.0%	1.2%	1.6%	-9.2%	0.0%	
CAD	1.4321	50.88	0.0%	1.0%	0.4%	-7.9%	2.3%	
CHF	0.8792	62.29	0.3%	2.7%	3.2%	-7.3%	9.9%	
CNY	7.2520	51.54	0.1%	0.4%	0.7%	-2.7%	-2.8%	
MXN	20.412	43.63	-1.8%	0.7%	2.0%	-18.5%	14.9%	
EM (Emerging Index)	1 757.1	56.67	-0.1%	0.8%	1.7%	-0.7%	4.8%	
XBT	81 976	n.a.	-6.1%	-2.7%	-12.5%	120.5%	157.0%	

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)





## AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

