Revue des marchés - Avril 2025

Le mois d'avril a été tourmenté…et c'est peu de le dire ! Les tant attendus droits de douane qui ont fait l'objet du fil rouge de la campagne de M. Trump ont été annoncés en début de mois. Les investisseurs (spéculateurs) qui se plaignaient du manque de volatilité sur les marchés ont été servis ! Si les différentes hypothèses allaient bon train avant les annonces, le scénario qui s'est finalement déroulé a pris les investisseurs de court.

Lors d'une cérémonie théâtrale dont l'homme a la chevelure orange a le secret, des droits de douane de 10% pour tous les partenaires commerciaux ont été annoncés, tout en exemptant certains « produits systémiques » comme les médicaments et les puces électroniques (semiconducteurs). Jusqu'ici, rien d'alarmant. Ce sont par contre les tarifs spéciaux à l'encontre de certains pays et l'escalade qui s'en est suivie qui ont fait vaciller Wall Street. L'Europe s'est vue imposer une augmentation de 20%, +31% pour la Suisse, +46% pour le Vietnam et +34% pour la Chine, tout en menaçant de nouvelles augmentations en cas de représailles. Si la plupart des pays ciblés ont tout de suite choisi l'option de la diplomatie et de la négociation, la Chine a décidé de rétorquer en imposant, à son tour, de nouvelles taxes sur les importations de produits américains. En quelques jours, ce combat de coqs entre les deux nations a fait monter les enchères à un niveau de droits de douane inimaginable de 145% ! Ce n'est pas tant le niveau farfelu qui inquiète (il semble peu probable que ces taxes soient implémentées de manière durable) mais plutôt le duel acharné que les deux plus grandes puissances économiques mondiales se livrent.

Après avoir fait paniquer les marchés pendant quelques jours et après avoir posté le 9 avril au matin le message « THIS IS A GREAT TIME TO BUY » sur son réseau social Truth, le Président américain a annoncé qu'il avait décidé de suspendre les droits de douane pour une durée de 90 jours afin d'offrir à chaque pays l'opportunité d'une négociation bilatérale. Un rétropédalage historique qui a provoqué un effet de rattrapage massif sur les indices boursiers qui ont battu des records de performance journalière vieux de plusieurs décennies.

Weisshorn Asset Management SA - 7, rue des Alpes, Case Postale 1800. CH - 1211 Geneva 1
+41 22 316 03 30 info@weisshorn-am.com www.weisshorn-am.com

Certains ont qualifié ce tour de passe-passe de plus gros délit d'initié de l'histoire de Wall Street…nous ne débattrons pas sur ce sujet dans cette lettre et laissons le soin à la SEC d'enquêter sur un potentiel enrichissement abusif, mais il est clair que nous pouvons nous interroger sur l'équité de l'information pour tous les intervenants durant cette séance hors normes. L'important à présent, pour nous investisseurs, est d'évaluer ce que ce nouvel environnement veut dire pour les marchés boursiers. Comment chaque classe d'actifs va-t-elle être impactée ? Nous allons tâcher d'y apporter quelques éléments de réponse, même si, comme nous l'avons vécu durant le mois d'avril, tout peut changer d'une minute à l'autre…

Évolution des marchés à fin avril 2025

	Equities in Local Currencies							
End of April	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	0.74%	-0.76%	-1.68%	-2.53%	1.16%	-3.82%	1.04%	-3.00%
Perf 3 Month	-4.72%	-7.81%	-2.40%	-4.48%	7.43%	-3.81%	1.78%	-1.22%
Perf YTD	-1.41%	-5.31%	5.40%	2.89%	14.60%	4.45%	3.47%	-4.18%

	Commodities				Currencies vs EUR			
End of April	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-18.56%	-15.55%	5.29%	-6.02%	-4.52%	0.12%	-1.50%	2.18%
Perf 3 Month	-19.74%	-17.77%	17.52%	0.85%	-8.53%	-0.76%	-1.63%	0.87%
Perf YTD	-18.84%	-15.43%	25.31%	4.07%	-8.61%	0.48%	-2.65%	0.43%

	Bloomberg Indices Bonds Total returns							
End of April	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign $
Perf 1 Month	2.94%	0.39%	1.67%	1.03%	3.66%	2.25%	0.85%	-0.05%
Perf 3 Month	5.05%	2.64%	0.78%	4.23%	-1.27%	4.52%	1.33%	1.21%
Perf YTD	5.65%	3.18%	0.76%	4.93%	-3.01%	5.13%	2.72%	2.29%

Source : Bloomberg 30/04/25

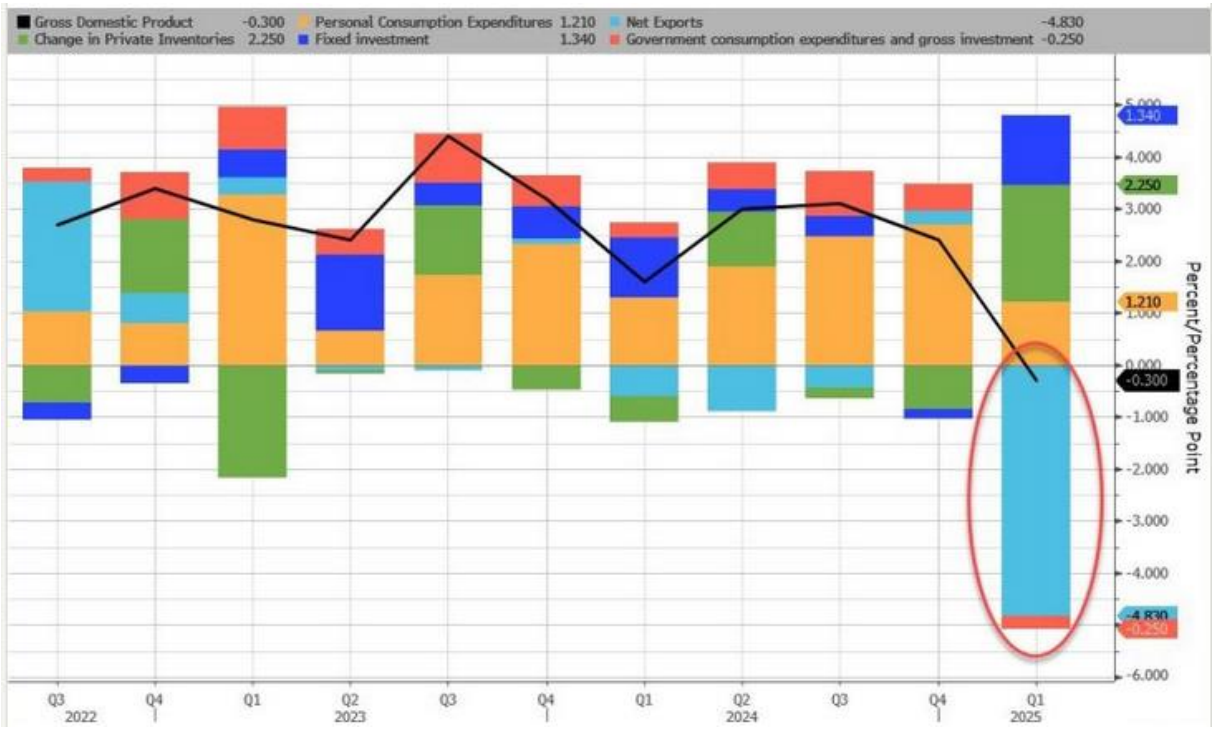
- **La situation économique globale**

Il est impossible d'anticiper comment les négociations entre les Etats-Unis et ses partenaires commerciaux vont se dérouler ces prochaines semaines. Il est donc impossible de savoir à quel niveau de droits de douane l'Europe, le Japon ou la Chine vont être mangés et quelles seront les contreparties que ces pays devront fournir pour voir les taxes de leurs exportations retourner à un niveau acceptable. Une guerre commerciale ouverte ne servirait les intérêts de personne, raison pour laquelle un accord devrait être trouvé avec chaque partenaire commercial, qu'il soit bon ou mauvais…

La manière dont le Président Trump a amené ses partenaires commerciaux à la table des négociations, soit « en leur tordant le bras », va laisser des traces. La confiance a été entachée et cette dernière ne reviendra pas facilement. Lors d'une interview sur ABC News, le secrétaire d'Etat au Trésor, Scott Bessent, a expliqué que M. Trump s'adonnait au jeu de « l'incertitude stratégique », une technique que le Président maîtrise parfaitement.

Weisshorn Asset Management SA - 7, rue des Alpes, Case Postale 1800. CH - 1211 Geneva 1
+41 22 316 03 30 info@weisshorn-am.com www.weisshorn-am.com

Le problème, c'est que les investisseurs n'aiment pas l'incertitude. Ils ont besoin de visibilité, de chiffres fiables à mettre dans leur modèle d'évaluation pour émettre des hypothèses réalistes. Si le Président continue de marteler que ses décisions vont rendre les USA plus forts et plus riches à moyen terme, les investisseurs y voient les dommages provoqués à court terme. Ces droits de douane risquent de rendre les produits importés plus chers et donc peser sur les finances des ménages américains, ce qui provoquera inévitablement une baisse de la consommation, tout en maintenant une pression inflationniste. C'est d'ailleurs ce qui se reflète dans la publication des derniers chiffres du PIB pour le premier trimestre. Alors que les droits de douane n'avaient pas encore été annoncés, les Etats-Unis ont connu, contre toute attente, un premier trimestre de décroissance (-0.3%). Si la contribution de la consommation domestique demeure positive (+1.8%), cette dernière est loin des 4% du 4ème trimestre 2024. Le principal contributeur négatif n'est autre que les importations qui ont littéralement explosé, très probablement en anticipations des droits de douane.



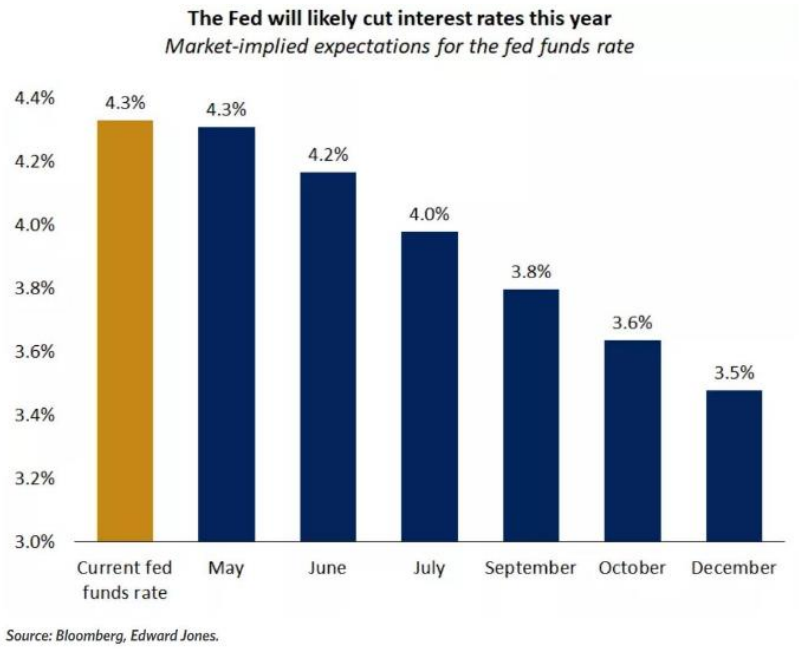
Les entreprises risquent également de voir leurs marges bénéficiaires se contracter et provoquer des vagues de licenciements qui feraient mécaniquement remonter le taux de chômage. Si le pari de M. Trump s'avère effectivement payant à terme (l'avenir nous dira si c'est le cas et à quel horizon-temps…), la question est de savoir quel en sera le prix à payer pour les citoyens américains.

Weisshorn Asset Management SA - 7, rue des Alpes, Case Postale 1800. CH - 1211 Geneva 1
+41 22 316 03 30 info@weisshorn-am.com www.weisshorn-am.com

- **Les Banques Centrales**

Suite à sa réunion mensuelle, la BCE a annoncé une nouvelle baisse de 25 points de base de son taux directeur (la septième baisse en 12 mois) pour le ramener à 2.25%. Si cette baisse était largement attendue, les investisseurs étaient avides d'informations sur l'interprétation de l'institution concernant la guerre commerciale. Comme à son habitude, Madame Lagarde n'a pas apporté de réponse claire (est-il possible d'en apporter à ce stade… ?) et a répété ce que nous savons déjà, les futures décisions dépendront des données économiques (« data dependency »).

Même si Mme Lagarde ne doit pas vivre sa période professionnelle la plus sereine, nous pouvons clairement imaginer que son homologue américain ne doit pas passer des nuits paisibles non plus. L'environnement économique étant déjà bien assez compliqué, les craintes d'une potentielle erreur de politique monétaire qui pourrait être dévastatrice pour l'économie de l'Oncle Sam doit trotter dans la tête de M. Powell. Pour lui apporter encore un peu plus de pression, le Président Trump n'a cessé de formuler toutes sortes de critiques à son égard qui laisse penser que M. Powell n'arrivera pas au terme de son mandat (mai 2026). Après avoir soufflé le chaud et le froid, le locataire de la Maison Blanche a confirmé qu'il n'envisageait pas de licencier l'actuel Président de la FED. Ceci dit, malgré tous les pouvoirs du Président américain, il n'a heureusement pas la latitude de congédier le Président de la Banque Centrale à sa guise. Cette pression malsaine qui pourrait remettre en question l'indépendance de la Banque Centrale vient rajouter son lot d'incertitudes pour des investisseurs déjà passablement déboussolés par les droits de douane. Le marché attend toujours trois baisses de taux d'ici fin 2025, le « Liberation Day » n'a donc pas apporté de grand changement à ce niveau. Comme pour la BCE, la politique monétaire de la FED demeure dépendante des futures publications de statistiques économiques. Si M. Powell a refusé de parler de « put de la FED » en cas de baisse des bourses due aux droits de douane, cette dernière devrait inévitablement agir si la liquidité devait se tarir et mettre en danger le système bancaire.



Weisshorn Asset Management SA - 7, rue des Alpes, Case Postale 1800. CH - 1211 Geneva 1
+41 22 316 03 30 info@weisshorn-am.com www.weisshorn-am.com

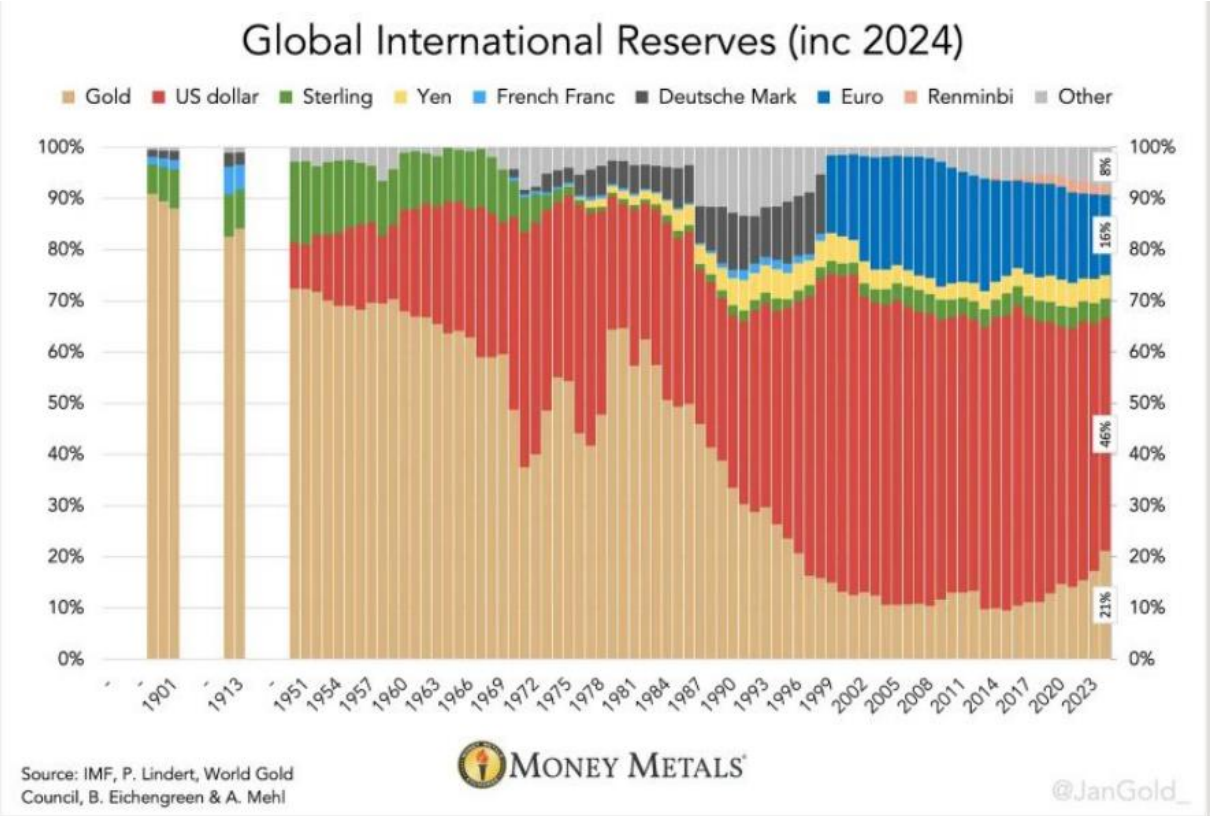
- **Les devises et l'Or**

Nous savons que l'Or et le dollar américain évoluent régulièrement en sens inverse depuis 1971, date à laquelle les Etats-Unis ont mis fin à la convertibilité du dollar en Or. Lorsque l'économie américaine croît de manière dynamique, les taux d'intérêts montent et cela a tendance à faire monter le dollar qui offre un rendement plus élevé alors que l'Or n'en offre pas du tout. Inversement, lorsque l'économie ralentit et que les taux d'intérêts baissent, le dollar a tendance à baisser et l'Or, qui bénéficie de son statut de valeur refuge, à s'apprécier. Nous avons pu constater une forte baisse du dollar sur le mois d'avril (-4.55% et –8.31% depuis le début de l'année), malgré des taux d'intérêts qui demeurent stables sur des niveaux élevés. Ceci s'explique en grande partie par une perte de confiance envers les institutions américaines et par la volonté de certains Etats de réduire leur dépendance au billet vert.
Nous avons pu entendre durant le mois que les gros détenteurs de dette américaine à l'image de la Chine et du Japon auraient dégagé des positions de bons du Trésor, mais cela reste à prouver. Attention tout de même de ne pas tirer de conclusion hâtive à long terme en extrapolant les mouvements à court terme…

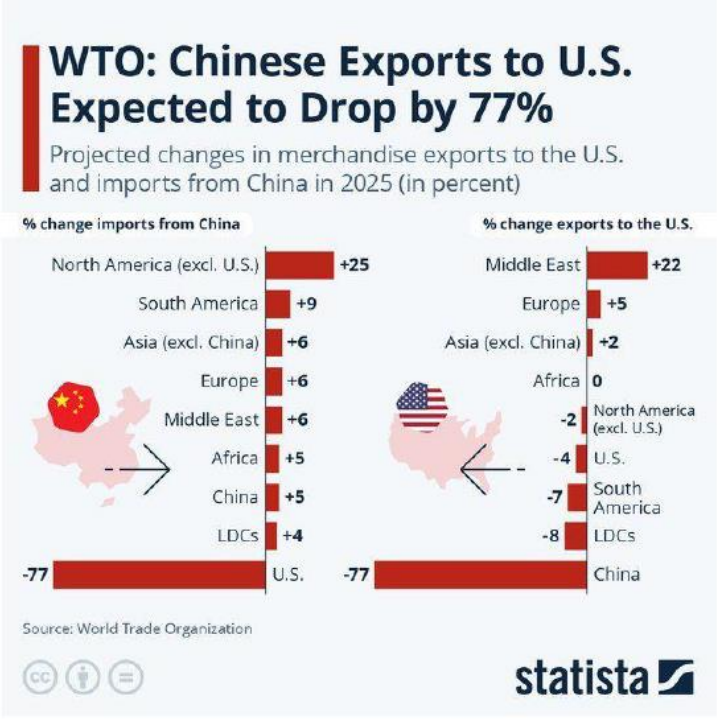
Concernant la hausse du métal jaune, ce dernier a momentanément franchi les 3'500 dollars par once avant de consolider. Nous avons évoqué à maintes reprises les achats massifs par les Banques Centrales, une tendance qui devrait perdurer et continuer de soutenir les prix.
Nous avons pu lire et entendre ces dernières semaines que l'Or était techniquement suracheté…ce qui est possible. Il faut tout de même garder à l'esprit que les acheteurs qui font monter les prix depuis plusieurs mois ne sont pas des spéculateurs avec un horizon-temps à court terme. Les principaux acheteurs sont des investisseurs qui ne regardent pas forcément la technique et qui ne s'inquiètent pas de savoir si l'Or est suracheté à court terme…ce sont des Banques Centrales qui opèrent un long processus de diversification de leurs réserves de change qui est loin d'être terminé. Même si des corrections ponctuelles ne peuvent pas être exclues (les Banques Centrales peuvent marquer des pauses dans leurs programmes d'achat, comme cela s'est produit aux 4ème trimestre 2024), le trend séculaire haussier est bien en place et devrait continuer.

Le Yen japonais, qui bénéficie d'une politique monétaire plus restrictive de la part de la BoJ est resté relativement stable sur le mois, alors que le Franc suisse, qui fait tout comme l'Or partie des valeurs refuges, a eu tendance à s'apprécier, malgré le fait que les taux d'intérêts à court terme de la devise à la croix blanche flirtent à nouveau avec des niveaux négatifs.

Weisshorn Asset Management SA - 7, rue des Alpes, Case Postale 1800. CH - 1211 Geneva 1
+41 22 316 03 30 info@weisshorn-am.com www.weisshorn-am.com



La Chine



Comme nous le disions en introduction, c'est principalement l'incertitude liée à une escalade de la guerre commerciale et des conséquences de cette dernière qui inquiètent les marchés. À ce jour, les risques avérés d'une potentielle escalade se trouvent du côté de la Chine uniquement. Tout d'abord, si Donald Trump a décidé le 9 avril de suspendre pour une durée de trois mois les droits de douane annoncés quelques jours auparavant et d'ouvrir les négociations avec les pays concernés, cette période de grâce n'a pas été accordée à la Chine étant donné que cette dernière avait rétorqué avec des mesures de représailles. Ensuite, la Chine a clairement annoncé que les pays qui négocieraient un deal avec les USA au détriment de la Chine se verraient sanctionnés par l'Empire du Milieu. Les investisseurs se retrouvent donc au milieu d'un champ de bataille qui laisse présager le pire en cas de faux pas.

Weisshorn Asset Management SA - 7, rue des Alpes, Case Postale 1800. CH - 1211 Geneva 1
+41 22 316 03 30 info@weisshorn-am.com www.weisshorn-am.com

Au-delà de nouvelles taxes douanières sur les produits importés des Etats-Unis, la Chine a annoncé limiter les exportations de terres rares, annuler des commandes d'avions Boeing et interdire à ses sociétés aériennes de se fournir en pièces détachées auprès des Etats-Unis ainsi que la suspension de divers investissements sur sol américain…Bref, vous l'aurez compris, les potentiels dommages collatéraux sont multiples et difficiles à estimer à ce jour. Comme nous l'avons dit précédemment, il semble difficile d'imaginer qu'une partie ou l'autre puisse être en mesure de profiter de cette escalade à terme.

Du côté monétaire, la Banque Centrale Chinoise (PBoC) demeure toujours accommodante dans le but de redynamiser l'économie chinoise qui tourne au ralenti depuis la crise immobilière. Si le secteur immobilier semble toujours plombé, le gouvernement a publié une croissance économique de 5.4% pour le premier trimestre 2025, soit au-dessus des 5.1% attendu par le consensus. Si ce chiffre est de bon augure, il est bien entendu trop tôt pour crier victoire et voir la Chine redevenir le moteur de la croissance mondiale, d'autant plus que ce chiffre représente le passé, soit avant l'annonce des nouveaux droits de douane.

Weisshorn Asset Management SA - 7, rue des Alpes, Case Postale 1800. CH - 1211 Geneva 1
+41 22 316 03 30 info@weisshorn-am.com www.weisshorn-am.com

- **Les indices actions**

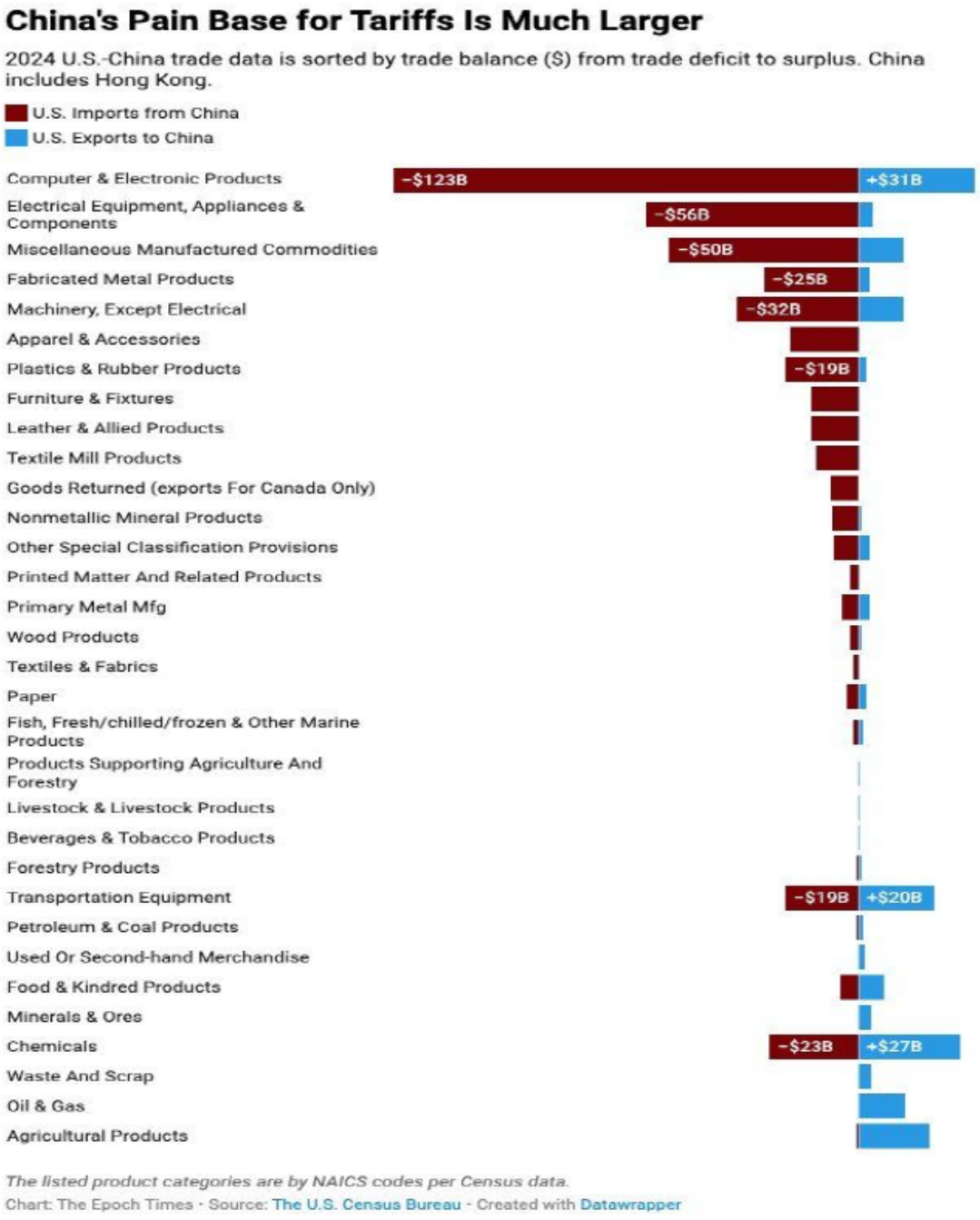
Les actions représentent la classe d'actifs qui réagit le plus fortement à des nouvelles économiques importantes. C'est donc sans surprise que la volatilité a fortement augmenté en parallèle de la baisse des indices. Si ces derniers terminent le mois proche de l'équilibre suite à un fort rebond en fin de mois, ils ont évolué à des niveaux nettement plus bas entre le 2 et le 9 avril. Prenons le S&P500 par exemple. Ce dernier a perdu près de 15% en trois séances après l'annonce des nouvelles taxes pour finalement rebondir et clôturer le mois en baisse de 0.76% seulement. Les investisseurs ont très vite compris que l'économie américaine serait la grande perdante de ce nouvel environnement commercial et ont donc plus fortement pénalisé les actions américaines alors que les actions européennes ont mieux résisté. M. Trump continue de marteler que cette stratégie permettra aux Etats-Unis de se renforcer…
Toujours est-il que les stratèges des plus grandes banques d'investissement n'ont pas tardé à revoir leurs projections à la baisse pour l'ensemble du marché américain. Non seulement les entreprises risquent de générer moins de bénéfices à terme, mais les investisseurs échaudés et en perte de confiance risquent d'accorder des multiples moins importants à l'avenir. Cela pourrait se traduire par un double effet négatif pour l'ensemble des indices actions et principalement pour les entreprises américaines qui, rappelons-le, se traitent sur des multiples nettement plus élevés que leurs homologues européens ou chinois.

Comme nous l'avons dit, nous ne voulons pas tomber dans l'erreur de tirer des conclusions hâtives tant les enjeux sont complexes. Nous aurons besoin de plus de temps pour pouvoir évaluer les réelles conséquences de ce « Liberation Day » du 2 avril et continuerons à partager nos conclusions au fil de nos publications. Il va falloir que les investisseurs s'habituent au mode de communication de l'administration Trump et que tout peut être remis en question du jour au lendemain, ce qui ne va pas aider pour investir sereinement à l'avenir.

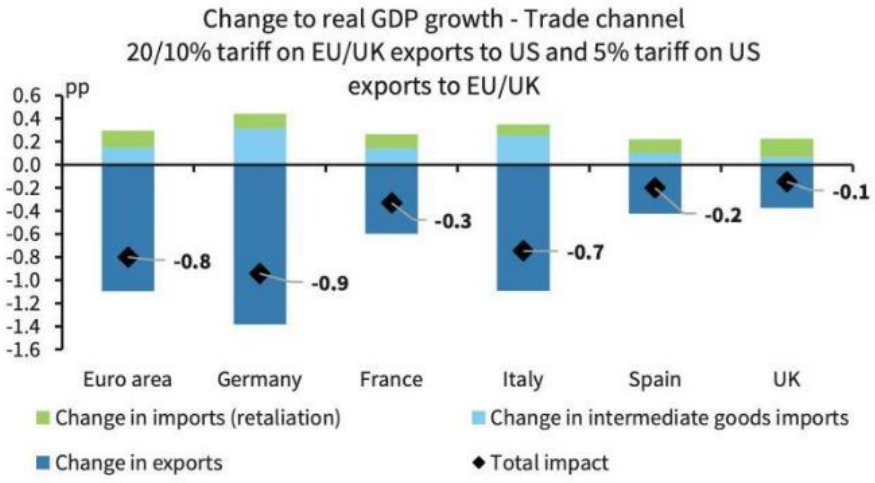
Weisshorn Asset Management SA - 7, rue des Alpes, Case Postale 1800. CH - 1211 Geneva 1
+41 22 316 03 30 info@weisshorn-am.com www.weisshorn-am.com

Parce que parfois des images valent mieux que des mots, nous avons décidé de ne pas trop palabrer et de vous exposer des graphiques/tableaux explicites qui ont attiré notre attention durant le mois et qui, selon nous, résument bien la situation.

Tout en vous souhaitant un beau mois de mai, nous demeurons à votre disposition pour commenter les graphiques ci-dessous si besoin.



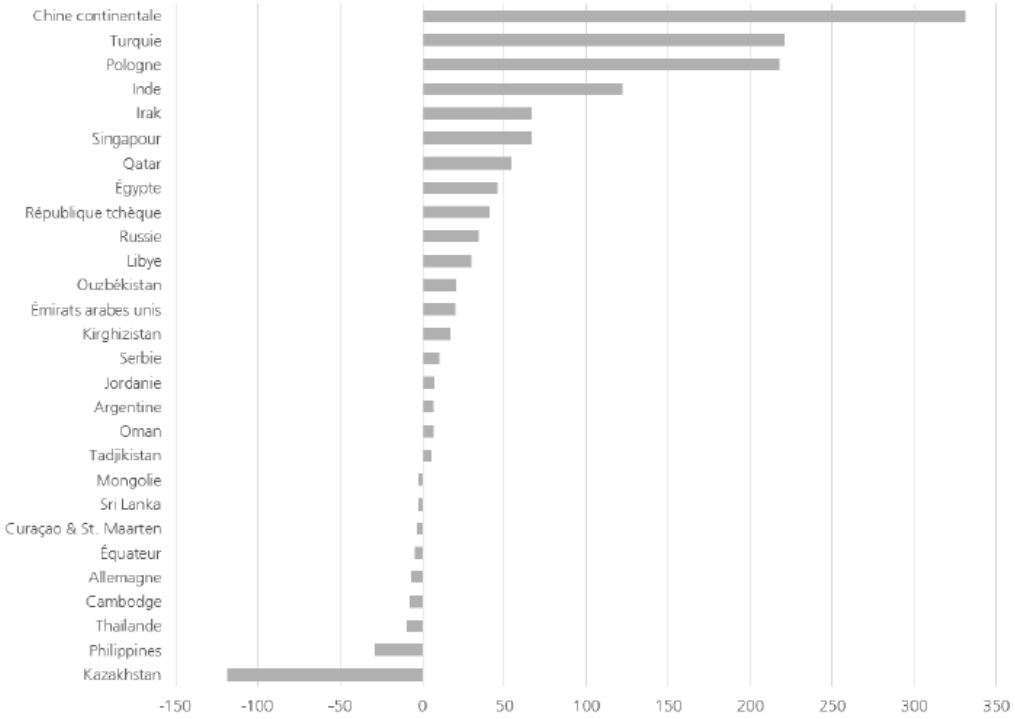
Weisshorn Asset Management SA - 7, rue des Alpes, Case Postale 1800. CH - 1211 Geneva 1
+41 22 316 03 30 info@weisshorn-am.com www.weisshorn-am.com



Source: Barclays Research

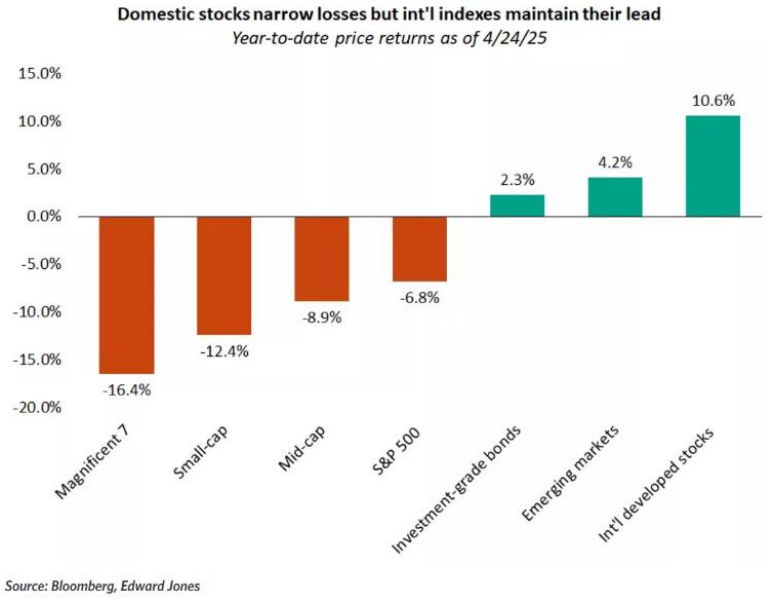
Figures 5: Principaux acheteurs/vendeurs d'or

Activité cumulée depuis 2022, en tonnes

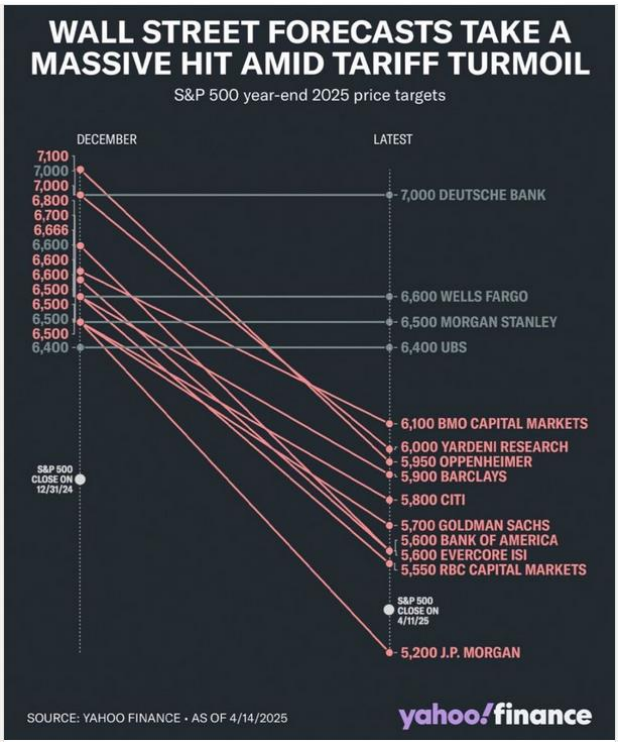


Source: Metals Focus, Refinitiv GFMS, WGC, UBS

Weisshorn Asset Management SA - 7, rue des Alpes, Case Postale 1800. CH - 1211 Geneva 1
+41 22 316 03 30 info@weisshorn-am.com www.weisshorn-am.com



Source: Bloomberg, Edward Jones



Legal Notice:
These documents are intended exclusively for clients of Weisshorn Asset Management who have signed a management mandate and have expressed their wish to receive such information and documents (such as financial analyses, research notes, market reports and commentaries and/or factsheets). These documents may not be communicated to third parties. The information and opinions (including positions) they contain are for information purposes only and may not be considered as a solicitation, offer or recommendation to sell or buy securities, to influence a transaction or to enter into any contractual relationship. In particular, no information, document or opinion (including positioning) indicated on this Web site concerning services or products may constitute or be considered as an offer or solicitation to sell or buy securities or any other financial instrument in any jurisdiction where such offer or solicitation is prohibited by law or where the person making the offer or solicitation does not possess a license or regulatory authorization to do so or where any offer or solicitation contravenes local regulations. Any such prohibited offer or solicitation will be considered null and void, and Weisshorn Asset Management will disregard any communication received in this regard. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of current or future performance, and no representation or warranty, expressed or implied, is made regarding future performance. Clients are advised to seek professional advice to assess the opportunities and risks associated with any financial operation before committing to any investment or transaction.

Weisshorn Asset Management SA - 7, rue des Alpes, Case Postale 1800. CH - 1211 Geneva 1
+41 22 316 03 30 info@weisshorn-am.com www.weisshorn-am.com