

Focus Stratégie d'investissement

Suivi des nouvelles mesures politiques

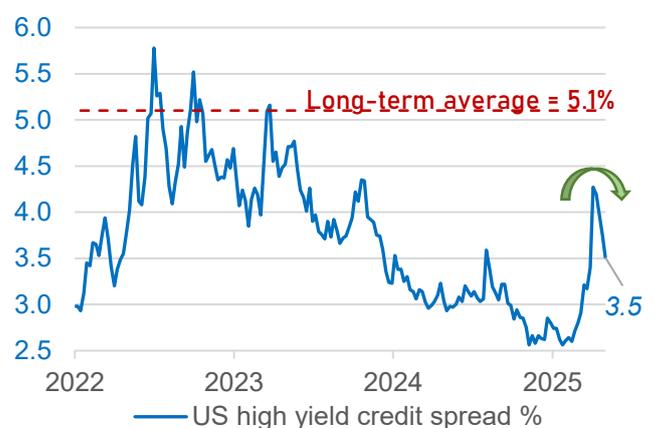
RÉSUMÉ

- 1. Les données économiques américaines sont appelées à se détériorer dans les mois à venir**, en raison des mauvais résultats des récentes enquêtes. Les marchés financiers surveillent de près les orientations politiques et les éventuelles annonces d'accords commerciaux à court terme.
- 2. La BCE continue de réduire ses taux d'intérêt**, d'assouplir les conditions financières de l'euro et de soutenir l'économie. Deux nouvelles baisses sont prévues en juin et juillet, ce qui porterait le taux de dépôt de la BCE à 1,75 %. La Réserve fédérale américaine (Fed) devrait également abaisser ses taux à deux reprises cette année, à partir du troisième trimestre. Les investisseurs en euros devraient se détourner des dépôts à terme au profit de classes d'actifs offrant un rendement plus élevé.
- 3. Le marché des bons du Trésor américain domine** : la hausse du rendement des bons du Trésor américain à 10 ans, passant de 4 % à 4,5 % début avril, a conduit à un changement d'orientation politique du président Trump, en raison de la nécessité de réduire les coûts de refinancement des obligations. Nous prévoyons que les rendements américains à 10 ans atteindront 4 % dans trois mois.
- 4. Un dollar américain plus faible est attendu** : une croissance américaine plus modeste, des taux d'intérêt plus bas et un rééquilibrage des flux de capitaux vers l'Europe soutiennent nos prévisions d'une baisse du dollar américain. Nos nouveaux objectifs pour l'EUR/USD sont de 1,12 USD dans trois mois et de 1,15 USD dans douze mois (pour un euro).
- 5. Gros plan sur la Suisse comme véritable valeur refuge** : le franc suisse et les actifs helvétiques ont enregistré de solides performances du fait de l'augmentation du risque géopolitique. Nos objectifs pour l'EUR/CHF à trois et douze mois restent inchangés à 0,94 (valeur d'un euro), tandis que les actions suisses demeurent un bon indicateur du facteur de qualité européen investi en francs suisses.

SOMMAIRE

Perspectives macroéconomiques	2
Résumé des investissements : mai 2025	3
S'éloigner du bord du gouffre ?	4
Politique monétaire : quand la Fed va-t-elle agir ?	5
Le dollar américain est-il en train de tomber de son piédestal ?	6
La flambée des prix de l'or a-t-elle atteint ses limites ?	7
La Suisse face aux conséquences de l'aversion au risque	8
Revue des risques : ce qu'il faut surveiller	9
Nos principales recommandations	10
Tableaux économiques	11
Avertissement	12

LES SPREADS DE CRÉDIT DES OBLIGATIONS HIGH YIELD AMÉRICAINES ONT AMORCÉ UNE BAISSÉ NOTABLE DEPUIS LEUR PIC RÉCENT.



Source: BNP Paribas, Bloomberg

Edmund Shing, PhD

Global CIO

BNP Paribas Wealth Management



La banque
d'un monde
qui change



Perspectives macroéconomiques et de marché

	Macro		<ul style="list-style-type: none"> – L'incertitude politique croissante et les inquiétudes concernant les droits de douane commencent à peser sur l'investissement domestique et la consommation aux États-Unis. Nous nous attendons à ce que l'activité des petites entreprises et l'emploi soient impactés par l'arrêt des importations et le gel des investissements. – Dans la zone euro, la confiance des consommateurs est soutenue par la poursuite des baisses de taux de la BCE. Le plan de relance allemand annoncé devrait stimuler la croissance potentielle à long terme. Les mesures de relance chinoises pourraient réserver de bonnes surprises.
	Taux	+	<ul style="list-style-type: none"> – Positif sur les obligations « core » de la zone euro et les gilts britanniques – Positif pour les bons du Trésor américain après l'annonce des tarifs douaniers du 2 avril. Notre objectif de rendement à 3 mois des bons du Trésor américain est de 4%. – La Fed et la BCE vont réduire leurs taux directeurs respectivement à 4 % et 1,75 % d'ici la fin 2025. – Selon nous, les rendements américains à 2 et 10 ans devraient s'établir à 4,25% en 12 mois. Notre objectif à 12 mois sur le rendement du bund allemand à 10 ans est de 2,5%.
	Crédit	+	<ul style="list-style-type: none"> – Nous restons Positif compte tenu des solides caractéristiques techniques, du portage élevé et de la faible volatilité. Nous privilégions les maturités allant jusqu'à 10 ans dans la zone euro et jusqu'à 5 ans aux États-Unis. – Nous continuons d'apprécier les obligations d'entreprises IG européennes et restons positifs sur les obligations d'entreprises IG britanniques (qui offrent un rendement moyen de 5,5 %).
	Actions	=	<ul style="list-style-type: none"> – Maintien d'une opinion Neutre sur les actions avec un possible nouveau rebond à court terme dans un contexte de pessimisme excessif et la perspective d'un assouplissement de la politique monétaire américaine. – Nous privilégions le Royaume-Uni, le Japon, la Chine. Nous restons Négatif sur les États-Unis. – Positif sur la santé, les services aux collectivités. En Europe, nous apprécions les secteurs de la finance (banques, assurances), de l'industrie et des matériaux. – Négatif sur le secteur technologique et la consommation discrétionnaire aux États-Unis. – Nous abaissons notre recommandation sur l'industrie américaine de Positif à Neutre.
	Immobilier	=	<ul style="list-style-type: none"> – L'impact décalé de la hausse des taux d'intérêt devrait s'estomper après la stabilisation des rendements de l'immobilier commercial au T2/T3 2024. Les prix de l'immobilier européen se stabilisent lentement et les rendements locatifs sont désormais plus attractifs. – L'exposition à l'immobilier industriel/logistique est privilégiée en raison des rendements sains et de la croissance attendue des loyers sur la base d'une croissance robuste de la demande sous-jacente.
	Matières premières	+/-	<ul style="list-style-type: none"> – Or : opinion tactique Neutre actuellement, Positif sur long terme (acheter sur repli) car les banques centrales des marchés émergents continuent de faire des achats stratégiques et les ménages asiatiques restent acheteurs. L'objectif pour l'or à 12 mois est de 3300 USD/once. – Opinion négative sur le pétrole, avec une fourchette attendue de prix du Brent de 55 à 65 USD en raison d'une demande mondiale de pétrole plus faible, d'une offre potentiellement plus élevée de pétrole et de gaz hors OPEP et d'une réduction attendue des réductions des quotas de production de l'OPEP+ en 2025.
	OPCVM alternatifs/ Actifs privés	=	<ul style="list-style-type: none"> – Nous favorisons les Hedge Funds avec stratégies relative value equity et crédit, convertible arbitrage et event-driven pour leurs rendements robustes ajustés au risque et leur faible volatilité. – Les fonds de private equity buyout constituent une sous-classe d'actifs privés privilégiée, en raison de la robustesse des rendements à long terme et de l'abondance des opportunités offertes par les marchés publics.
	Change		<ul style="list-style-type: none"> – La perspective d'une croissance américaine beaucoup plus faible, d'un taux des fonds fédéraux plus bas et de flux de capitaux des États-Unis vers l'Europe, le Moyen-Orient et l'Asie suggère un dollar américain plus faible. – Nous avons modifié notre objectif à 3 mois de 1,05 USD à 1,12 USD et notre objectif à 12 mois de 1,05 USD à 1,15 USD (valeur d'un euro).

Résumé des investissements : mai 2025

Révision de notre objectif EUR/USD à 12 mois à 1,15 USD. *Guy Ertz, PhD*

Depuis l'annonce des tarifs douaniers, l'EUR/USD a connu des fluctuations importantes, oscillant entre 1,08 et 1,15. La récente faiblesse du dollar a pris les marchés par surprise, car cette devise est généralement perçue comme une monnaie refuge en période d'incertitude. Cependant, d'autres facteurs semblent jouer un rôle dans ce contexte atypique. Le 2 avril, l'annonce de droits de douane réciproques à un niveau inédit depuis près d'un siècle a provoqué un choc parmi les pays et les marchés. Bien que des négociations soient en cours, avec une pause de 90 jours sur ces tarifs, il est peu probable que ceux-ci reviennent à des niveaux comparables à ceux des dernières décennies.

Des droits de douane élevés pourraient freiner le potentiel de croissance des États-Unis dans les années à venir, augmentant le risque de stagflation (faible croissance accompagnée d'une inflation persistante). La deuxième raison de la faiblesse du dollar est liée au financement du déficit courant américain, principalement assuré par les achats étrangers de titres, notamment par des investisseurs européens, japonais et chinois.

L'incertitude accrue concernant les perspectives économiques américaines, combinée à l'amélioration des perspectives de croissance en Europe, incitera probablement ces investisseurs à diversifier leurs portefeuilles en dehors des États-Unis, favorisant ainsi l'Europe.

En tenant compte de ces facteurs, nous avons ajusté notre objectif sur l'EUR/USD à 3 mois de 1,05 USD à 1,12 USD et à 12 mois de 1,05 USD à 1,15 USD (valeur d'un euro). Cela suggère une nouvelle baisse du dollar américain.

Actions américaines : vendre sur rebond, ne pas acheter sur repli

Les investisseurs particuliers américains continuent de profiter des baisses des principaux indices boursiers américains, tels que le S&P 500 et le Nasdaq 100, pour acheter. Cela se reflète dans les importants flux entrants vers les ETF de croissance et du S&P 500 en mars et début avril, alors même que les indices boursiers américains sont tombés en territoire de correction, avec une baisse de 7 % de l'indice S&P 500 depuis le début de l'année.

Nous restons Négatif sur les actions américaines dans l'ensemble. Les investisseurs fortement exposés aux grandes capitalisations technologiques américaines devraient envisager de réduire leurs positions lors de tout rebond du marché boursier. À court terme, les marchés boursiers américains sont fortement survendus et le sentiment des investisseurs est déjà très pessimiste, comme le montrent les enquêtes de sentiment. De plus, l'exposition aux hedge funds a été largement réduite.

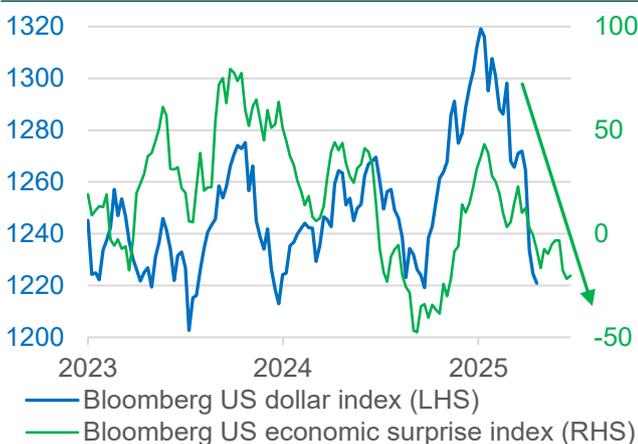
Il existe de bonnes perspectives concernant des accords commerciaux conclus entre les États-Unis et plusieurs pays dans les semaines à venir, ce qui pourrait stimuler un rebond des marchés boursiers.

Si cette tendance se confirme, **nous recommandons de rééquilibrer les portefeuilles en réduisant l'exposition aux actions américaines à grande capitalisation au profit d'actions internationales moins chères et à rendement plus élevé. Le Japon, le Royaume-Uni, la Chine et certains secteurs de la zone euro, tels que les services financiers, offrent des opportunités intéressantes.**

L'or est en tête, mais attention à un rattrapage par l'argent et les actions minières.

Le prix de l'or a été propulsé vers un objectif de 3300 USD/once par les achats continus des banques centrales et une incertitude géopolitique record. Nous voyons un potentiel de rattrapage intéressant chez les mineurs d'argent et d'or, qui sont tous deux en retard comparé au métal jaune physique depuis 2020. Nous maintenons notre objectif à 12 mois de 38 USD/once pour l'argent, offrant un potentiel de hausse de 17 %.

LA RÉVISION À LA BAISSE DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE AUX ÉTATS-UNIS FAIT BAISSER LE BILLET VERT



Source : BNP Paribas, Bloomberg.

Note : indice de surprise économique américain avancé à 2 mois

LES PRODUCTEURS D'OR ET LE MÉTAL ARGENT RESTENT BIEN EN DESSOUS DE LEUR PIC DE 2011



Source : BNP Paribas, Bloomberg



S'éloigner du bord du gouffre ?

Guerre tarifaire contre guerre des capitaux

Depuis l'annonce des droits de douane à l'importation par Donald Trump le 2 avril, les marchés financiers peinent à évaluer les impacts économiques probables à court et à long terme, tant sur les États-Unis que sur les économies mondiales. La volatilité des marchés boursiers, obligataires et des devises a fortement augmenté, tout comme les indices d'incertitude des politiques économiques américaines et mondiales. Cette situation est principalement due à des droits de douane qui pourraient potentiellement atteindre un taux de 28 % (selon le Yale Budget Lab au 15 avril, avant de prendre en compte les changements probables de comportement des consommateurs), contre une moyenne de seulement 2,5 % avant les annonces Trump 2.0.

Même après les changements attendus au niveau de la consommation intérieure américaine pour éviter les biens les plus lourdement taxés, le taux tarifaire moyen devrait se stabiliser à 18 %, le plus élevé depuis 1934. Le Yale Budget Lab estime que cette augmentation des taxes à la consommation représente une perte de pouvoir d'achat d'environ 2 200 USD par ménage américain. La croissance du PIB réel des États-Unis serait alors réduite de 1,1 %, ce qui pourrait pousser le pays vers une récession technique (deux trimestres consécutifs de croissance négative du PIB) plus tard dans l'année, avec une hausse conséquente du chômage. Plusieurs départements de recherche au sein des banques d'investissement américaines ont abaissé leurs prévisions économiques pour 2025 afin de refléter une croissance négative du PIB d'ici le troisième trimestre 2025.

Réaction spectaculaire des marchés obligataires

Entre le 4 et le 11 avril, le marché des bons du Trésor américain a réagi de manière négative à l'annonce de cette charge tarifaire plus importante que prévu. Le rendement à 10 ans est passé de moins de 4 % à 4,5 %, tandis que l'indice MOVE, qui mesure la volatilité des obligations américaines, est passé de 106 le 2 avril à un pic de 140 le 8 avril.

L'administration Trump a réagi

Le gouvernement fédéral doit refinancer une grande partie des bons du Trésor américain arrivant à échéance, tout en finançant le déficit budgétaire de 6 % prévu cette année. Une forte hausse des rendements obligataires n'est donc pas la bienvenue, car elle augmente le coût des intérêts des nouvelles émissions obligataires pour le Trésor.

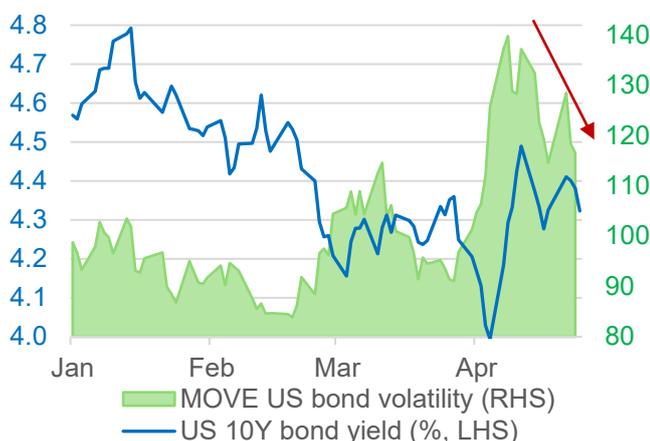
Face à la réaction dramatique du marché obligataire, l'administration Trump a rapidement cherché à atténuer l'impact de l'annonce des tarifs douaniers du « Jour de la Libération ». Une pause de 90 jours dans l'application des tarifs réciproques proposés a été instaurée. De plus, les téléphones mobiles et les ordinateurs portables ont été exemptés des droits de douane supplémentaires de 125 % imposés à la Chine. L'administration s'efforce également d'accélérer la conclusion d'accords commerciaux avec des pays tels que le Japon, la Corée du Sud et l'Inde. En conséquence, les rendements obligataires américains ont commencé à baisser, le rendement de référence à 10 ans retombant à 4,3 % le 5 mai.

Par ailleurs, Trump est revenu sur ses vives critiques à l'égard du président de la Fed, Jerome Powell, et sur sa menace de le remplacer avant la fin de son mandat à la mi-2026.

Nous nous attendons à ce que de nouveaux ajustements des droits de douane proposés par les États-Unis interviennent pour alléger davantage les pressions sur l'économie domestique américaine. Cette mesure est cruciale, compte tenu des risques de faillite généralisée et de chômage de masse dans le secteur des petites entreprises, si l'embargo sur les biens intermédiaires et finaux chinois est pleinement mis en œuvre.

Il est probable que les droits de douane plancher de 10 % soient maintenus, et qu'il y ait des tarifs sectoriels supplémentaires sur les semi-conducteurs, l'automobile et certains produits de base. Cependant, les droits de douane réciproques proposés, notamment ceux visant la Chine, sont susceptibles d'être réduits.

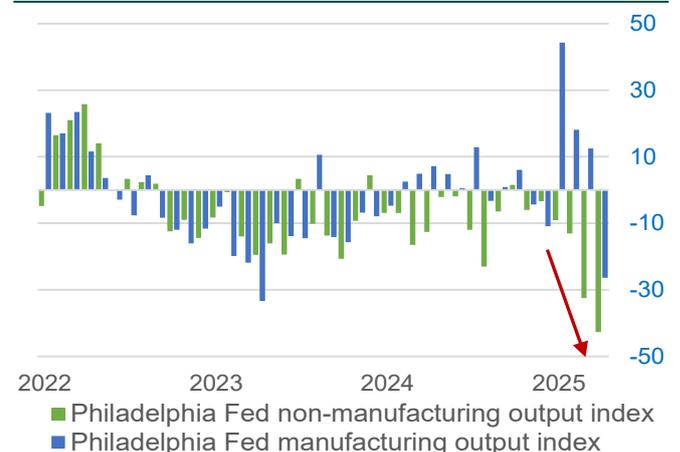
HAUSSE DES RENDEMENTS DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN ET VOLATILITÉ APRÈS LE 2 AVRIL



Source : BNP Paribas, Bloomberg



LA FED DE PHILADELPHIE A PERDU DU TERRAIN EN AVRIL



Source : BNP Paribas, Bloomberg

Politique monétaire : quand la Fed va-t-elle agir ?

Assouplissement de la part de la BCE et nouvelles mesures à venir

Le 17 avril, la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé son taux de dépôt de 0,25 % à 2,25 %, conformément aux prévisions du consensus. Cette décision intervient dans un contexte de baisse de l'inflation sous-jacente dans la zone euro et de l'impact potentiellement négatif à court terme des droits de douane américains sur la croissance. La BCE devrait encore baisser ses taux cette année.

Depuis 2023, l'inflation des biens et de l'énergie a considérablement diminué, se situant aujourd'hui en territoire de désinflation à respectivement 1,1 % et -1 % en glissement annuel.

La seule composante qui reste supérieure à l'objectif d'inflation de 2 % est celle des services, avec un taux d'inflation certes en baisse mais de 3,5 % en glissement annuel en mars. Les salaires, tout comme l'énergie, sont les principaux moteurs des prix des services. Selon une enquête de la BCE, la croissance des salaires devrait tomber à moins de 1,5 % d'ici la fin de l'année, ce qui devrait permettre à l'inflation des services de passer sous la barre des 2 % au cours des prochains mois, surtout si l'inflation de l'énergie reste proche de zéro.

Nous prévoyons un taux final de la BCE de 1,75 % d'ici le troisième trimestre, ce qui laisse présager deux autres baisses de taux au cours des prochains mois. Le marché à terme des taux d'intérêt anticipe des perspectives plus agressives, prévoyant que le taux de dépôt de la BCE tombera à 1,6 % d'ici la fin de 2025.

Actuellement, les conditions financières de la zone euro restent plus souples que la moyenne à long terme, malgré la hausse des rendements obligataires à long terme et l'élargissement des spreads de crédit aux entreprises. La baisse des taux directeurs devrait encore assouplir les conditions, ce qui profiterait à la fois à la croissance économique grâce à l'expansion de l'activité de crédit et à la résilience des marchés boursiers.

La Fed doit trouver un équilibre entre risque de récession et stagflation

La Réserve fédérale (Fed) fait face à une situation plus complexe que les autres banques centrales. Les droits de douane américains à l'importation auront en effet un impact direct sur les prix des biens, tout en agissant comme une taxe à l'importation, nuisant ainsi à la consommation, qui représente 70 % de l'activité économique américaine.

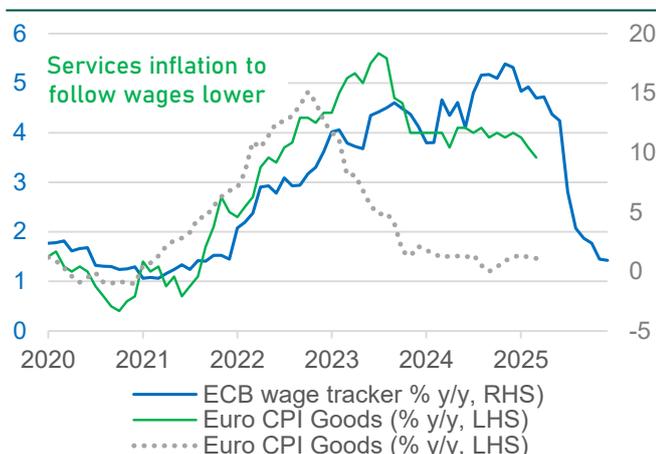
La question cruciale pour la Fed est de déterminer si ces tarifs seront inflationnistes ou déflationnistes. Tout dépendra largement des réactions des entreprises et des ménages. Quelle part du coût des tarifs peut être répercutée sur le consommateur final par le biais de la hausse des prix ? Et dans quelle mesure les ménages ajusteront-ils leurs habitudes de consommation en réponse à ces hausses ?

Actuellement, le marché obligataire anticipe un taux d'inflation implicite de 3,3 % dans 12 mois, reflétant un impact inflationniste à court terme des droits de douane, qui devrait ensuite retomber à 2,3 % sur la base du taux d'inflation des obligations du Trésor américain à 5 ans. Les enquêtes économiques à court terme sont négatives, comme en témoignent les chiffres sur l'activité manufacturière et non manufacturière de la Fed de Philadelphie d'avril, qui sont tombés à des niveaux jamais vus depuis la récession du COVID-19 au milieu de 2020.

Nous pensons que la Fed réagira une fois que les données sur l'emploi se détérioreront, ce qui devrait se produire dans les mois à venir. À titre d'exemple, au 11 avril, le nombre d'offres d'emploi publiées sur le site de recrutement américain indeed.com était inférieur de 10 % à celui d'il y a un an, ce qui reflète un marché du travail américain plus difficile.

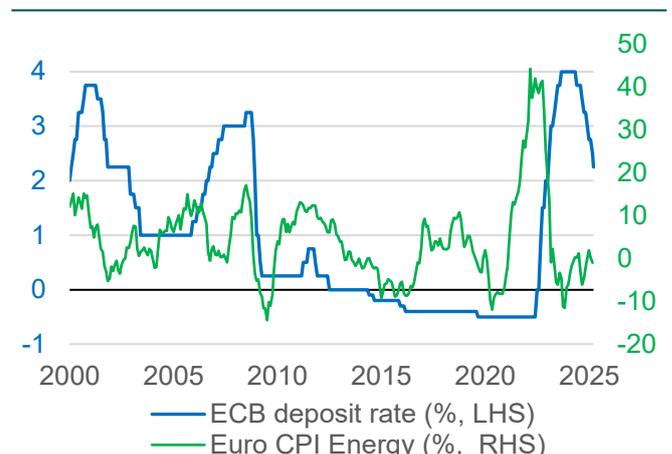
Nous pensons que la Fed réduira le taux des fonds fédéraux à deux reprises cette année, pour atteindre 4 % d'ici la fin de 2025.

L'INFLATION DANS LA ZONE EURO BIENTÔT SOUS LE SEUIL DE 2 %



Source : BNP Paribas, Bloomberg

LES TAUX D'INTÉRÊT DANS LA ZONE EURO ONT TENDANCE À SUIVRE CEUX DE L'INFLATION DE L'ÉNERGIE



Source : BNP Paribas, Bloomberg

Le dollar américain est-il en train de tomber de son piédestal ?

La domination du dollar américain est désormais remise en question

Pendant près d'un siècle, le dollar américain a dominé les transactions financières internationales. Aujourd'hui, il est utilisé dans 90 % des transactions de change en volume et constitue 58 % des réserves officielles de change des banques centrales.

Les bons du Trésor américain ont longtemps servi de réserve de valeur prééminente. Cependant, les mesures tarifaires et autres tactiques de pression de l'administration Trump pourraient menacer cette hégémonie, ou du moins réduire le rôle mondial du dollar dans les années à venir.

Le statut international du dollar est également affaibli par le désir de l'équipe Trump d'encourager l'utilisation des actifs numériques émis par le secteur privé dans le système monétaire mondial, y compris la création d'une réserve stratégique de bitcoins.

Au-delà des droits de douane, l'objectif du président américain de réindustrialiser les États-Unis et de relocaliser les emplois manufacturiers souligne la volonté d'un dollar plus faible au fil du temps pour stimuler la compétitivité des exportations américaines et réduire l'attractivité des importations.

Le dollar américain se désolidarise des taux américains à long terme

Depuis le 4 avril, le rendement des obligations américaines à 10 ans a grimpé de 0,4 %, atteignant 4,3 %, en raison des craintes d'une inflation accrue provoquée par les droits de douane attendus dans les 12 prochains mois. Historiquement, le dollar américain s'appréciait chaque fois que les rendements des bons du Trésor à long terme augmentaient. Mais au cours du mois d'avril, cette tendance s'est inversée : le dollar s'est affaibli par rapport aux rendements à 10 ans, passant de moins de 1,10 USD à plus de 1,13 USD pour 1 euro.

Les flux de capitaux commencent à s'inverser, quittant les États-Unis

La récente volatilité géopolitique déclenchée par Trump depuis janvier, ainsi que la pression exercée sur le président de la Fed, Jerome Powell, ont remis en question le statut des bons du Trésor américain en tant qu'actifs sans risque.

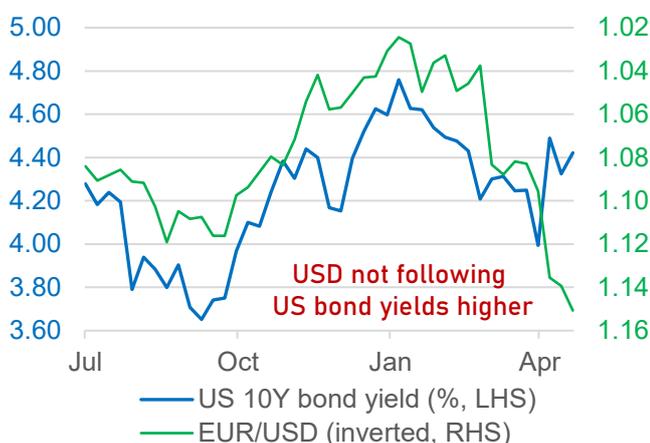
Le rapatriement des capitaux étrangers devrait continuer à exercer une pression sur le dollar américain par rapport aux principales devises, notamment l'euro et le yen. Depuis plus de dix ans, les investisseurs ont massivement investi dans les actifs financiers américains, détenant aujourd'hui 18 % du marché actions américain et 33 % des bons du Trésor américain.

Actuellement, le dollar américain est à son niveau de valorisation le plus élevé depuis 1985. Nous pensons que la combinaison de la sous-performance à court terme de l'économie américaine et de l'assouplissement des politiques budgétaires et monétaires dans la zone euro et en Chine pourrait entraîner une baisse progressive du dollar.

Risques pour les actifs financiers américains, en particulier les actions

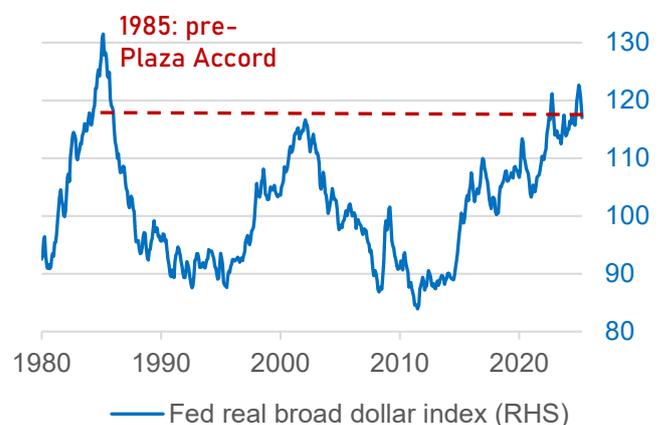
Les investisseurs japonais et européens sont fortement exposés aux actifs financiers américains, avec en zone euro une part significative d'actions américaines. Nous anticipons une poursuite du rapatriement des capitaux des États-Unis vers l'Europe, les investisseurs rééquilibrant leurs portefeuilles en se détournant des actions américaines pour se recentrer sur les actions nationales et internationales. Bien que la récente appréciation de l'euro par rapport au dollar ait été notable, nous pensons qu'il s'agit du début d'un changement stratégique dans l'allocation des actifs à long terme, plutôt que de simples prises de bénéfices à court terme. Ce mouvement pourrait marquer une réorientation des flux d'investissement des États-Unis vers le reste du monde, influençant ainsi la dynamique des marchés financiers globaux.

LA DÉCORRÉLATION ENTRE LE DOLLAR ET LE RENDEMENT DES OBLIGATIONS US SOULIGNE UNE PERTE DE CONFIANCE À L'ÉGARD DES ÉTATS-UNIS.



Source : BNP Paribas, Bloomberg

MAIS LE DOLLAR AMÉRICAIN RESTE FORT À LONG TERME



Source : BNP Paribas, Bloomberg

La flambée des prix de l'or a-t-elle atteint ses limites ?

La tentation de prendre des bénéfices sur l'or est forte

La perte de confiance dans le dollar et les actifs financiers américains a accéléré la transition vers des valeurs refuges alternatives, notamment l'or. Depuis le début de l'année, le prix de l'or a bondi de 28 % alors que le dollar s'est affaibli et que l'incertitude géopolitique a augmenté.

Nous ajustons notre objectif de cours sur l'or à 12 mois à 3300 USD/once.

Au cours des 10 mois entre juin 2024 et le 5 mai 2025, l'or a gagné 44 % en dollars américains, contre un rendement de 7 % pour les obligations mondiales et de 9 % pour les actions mondiales. À court terme, après de telles fluctuations exagérées du dollar américain et du prix de l'or, les investisseurs sont clairement tentés de prendre des bénéfices sur l'or physique.

Les investisseurs se sont rués sur les ETF physiques adossés à l'or depuis décembre, à hauteur de 8,6 milliards de dollars rien qu'en mars, selon le World Gold Council. Cela fait suite au meilleur rendement trimestriel de l'or au T1 2025 depuis 1986. L'incertitude record en matière de commerce et de droits de douane a prolongé cette forte dynamique d'achat en avril, selon State Street.

Les producteurs d'argent et d'or ont suivi le cours de l'or

Lors du précédent marché haussier des métaux précieux qui avait culminé en septembre 2011, l'or avait atteint plus de 1900 USD l'once. Depuis ce sommet, le prix de l'or a gagné 84 % au 22 avril. En revanche, l'argent reste 25 % en dessous de son niveau de septembre 2011 aujourd'hui, tandis que les mines d'or sont toujours 20 % en dessous de leur pic de fin 2011. Au début du mois d'août 2020, l'or a dépassé pour la première fois la barre des USD 2000/once. Depuis, l'or a gagné 70 % à ce jour, contre 16 % pour l'argent et 21 % pour les mineurs d'or.

Des fondamentaux solides soutiennent l'argent

Le ratio des prix de l'or/argent (à 3380 USD / 33,06 USD) est supérieur à 100 aujourd'hui, l'un des niveaux les plus élevés depuis janvier 2000. Au cours des 25 années suivantes, ce ratio or/argent a été en moyenne de 68,5, ne dépassant que très rarement 90.

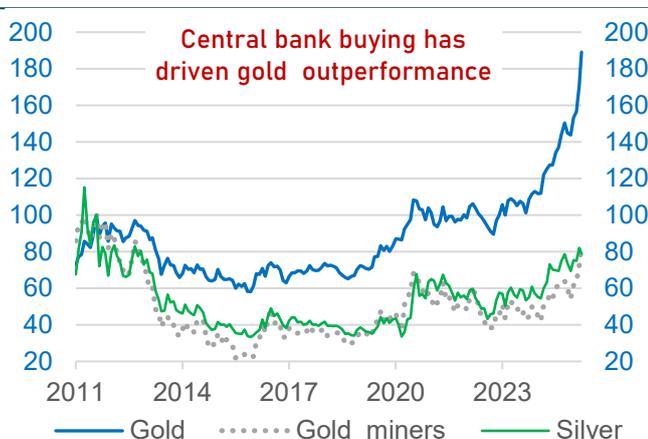
Au prix actuel de l'or et avec un ratio or/argent prévu de 90x, le prix de l'argent devrait augmenter de 11 % à 37,60 USD/once, proche de notre objectif actuel de 38 USD à 12 mois.

La dynamique fondamentale de l'offre et de la demande reste forte pour l'argent. La demande industrielle d'argent a établi un quatrième record consécutif en 2024 selon le Silver Institute, principalement en raison de la demande de panneaux solaires et d'électronique. Le déficit structurel, si l'on compare l'offre et la demande totales, est prévu à 149 millions d'onces pour 2025, la quatrième année consécutive où la demande a dépassé l'offre. De plus, malgré la hausse du prix de l'argent depuis 2020, il y a peu d'augmentation de l'offre de nouvelles mines d'argent étant donné que 77 % de l'offre des mines d'argent provient de mines dont la principale production de métaux n'est pas l'argent, mais plutôt l'or, le cuivre, le plomb ou le zinc.

Les mineurs d'or restent bon marché par rapport au prix de l'or

Même avec des coûts en hausse, les principales sociétés minières aurifères ont un coût de maintien tout compris (AISC) de 1400 à 1600 USD par once produite, ce qui leur permet de générer une marge de flux de trésorerie disponible record estimée à 52 % aux prix actuels de l'or. Une saison de publication des résultats record au T1 2025 pourrait entraîner de nouvelles révisions à la hausse des estimations de bénéfices pour l'ensemble de l'année 2025, alimentant ainsi une dynamique haussière.

L'OR A MASSIVEMENT SURPERFORMÉ L'ARGENT ET LES PRODUCTEURS D'OR DEPUIS 2011



Source : BNP Paribas, Bloomberg

DEPUIS 2000, LE RATIO OR/ARGENT EST EN MOYENNE DE 68 (CONTRE 100 À L'HEURE ACTUELLE)



Source : BNP Paribas, Bloomberg

La Suisse face aux conséquences de l'aversion au risque

Croissance et politique monétaire

Guy Ertz, PhD

Bien que les perspectives économiques intérieures de la Suisse demeurent solides, nous considérons que les facteurs mondiaux constituent le principal frein à la croissance. En effet, la Suisse a été relativement épargnée par les droits de douane, car les augmentations réciproques ont été retardées et les produits pharmaceutiques ont jusqu'à présent été exemptés. Cependant, l'administration américaine a indiqué que ces droits de douane pourraient bientôt être imposés. Si cela se produit, le taux de droit effectif sur les importations suisses, actuellement de 6,4 %, pourrait augmenter considérablement, car les produits pharmaceutiques représentent plus de 30 % des exportations suisses vers les États-Unis.

Nous avons révisé à la baisse nos prévisions de croissance du PIB pour 2025, les passant de 1,3 % à 1,1 %. L'imposition de droits de douane sur les produits pharmaceutiques constituerait un risque supplémentaire pour la croissance suisse. En 2024, les exportations de produits pharmaceutiques vers les États-Unis représentaient environ 2 % du PIB nominal. Toutefois, nous nous attendons à ce que la demande pour ces produits reste relativement inélastique par rapport aux prix, ce qui pourrait atténuer l'impact négatif.

Lors de sa réunion de mars, la Banque nationale suisse (BNS) a abaissé les taux d'intérêt de 25 points de base, les portant à 0,25 %. Cette décision a été motivée par des pressions désinflationnistes persistantes et l'incertitude quant à l'évolution de la situation mondiale. Nous prévoyons que la BNS abaissera encore son taux directeur de 25 points de base en juin, le ramenant ainsi à 0 %. Nous pensons que même quelques mois d'inflation négative ne suffiront pas à pousser la BNS à adopter des taux négatifs.

Le franc suisse (CHF) reste cher et le différentiel de taux d'intérêt n'est pas favorable. Cependant, l'incertitude mondiale devrait rester élevée, limitant ainsi la baisse de la monnaie suisse. **Par conséquent, nos objectifs sur l'EUR/CHF à 3 et 12 mois sont inchangés à 0,94 (valeur d'un EUR).**

Les obligations suisses reflètent la désinflation et le statut de valeur refuge

Edouard Desbonnets

La combinaison d'une inflation modérée, d'attentes monétaires accommodantes, d'une offre limitée de taux AAA et d'afflux de capitaux vers les valeurs refuges en raison des tensions renouvelées sur les tarifs douaniers américains a entraîné une baisse des rendements suisses en avril. Le rendement à 2 ans est passé en territoire négatif, les investisseurs pariant que la Banque nationale suisse (BNS) pourrait abaisser son taux directeur en dessous de zéro pour freiner l'appréciation du franc.

En supposant que la BNS réduise son taux à 0 % d'ici le milieu de l'année, maintienne ce taux tout au long de 2025 et 2026, et s'appuie davantage sur l'intervention sur le marché des changes que sur de nouvelles baisses de taux, **nous voyons le rendement suisse à 10 ans se négocier près de 0,50 % dans 12 mois.** Seule une augmentation marquée de l'aversion globale au risque ou un changement inattendu dans les orientations de la BNS, pourrait pousser les rendements significativement plus bas ou plus hauts.

Actions suisses : suivre le facteur de qualité de l'Europe

Les actions suisses se négocient avec une prime de 22 % par rapport au marché boursier européen au sens large, avec un ratio cours/bénéfice à terme de 17,1x contre 14x. Cette prime reflète le statut de valeur refuge du franc suisse et la qualité relativement élevée des principaux membres de l'indice de référence SMI en termes de rentabilité et de caractéristiques défensives.

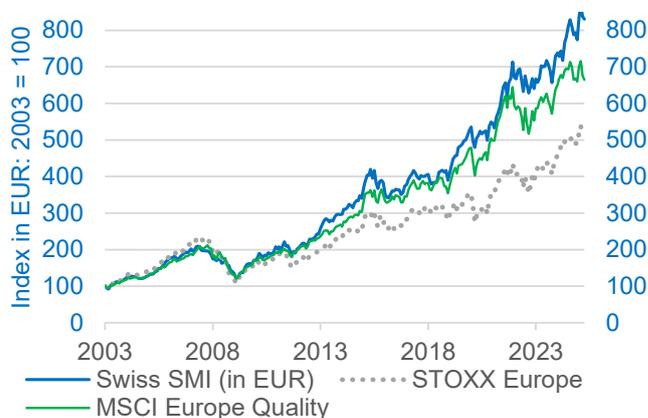
Le marché suisse est composé d'entreprises de marque qui ont su s'adapter au fil du temps à une monnaie nationale forte et qui ont réussi à se développer avec succès à l'échelle mondiale dans les secteurs de l'alimentation et des boissons, des soins de santé, des produits de luxe et des services financiers. La performance du SMI reste fortement corrélée à celle de l'indice MSCI Europe Quality factor, surpassant régulièrement l'indice STOXX Europe depuis 2009.

LE FRANC SUISSE S'EST RÉGULIÈREMENT RENFORCÉ DEPUIS 2018



Source : BNP Paribas, Bloomberg.

LES ACTIONS SUISSES ONT SURPERFORMÉ L'INDICE STOXX EUROPE DEPUIS 2009



Source : BNP Paribas, Bloomberg.



Revue des risques : ce qu'il faut surveiller

Le spread des obligations à haut rendement américaines signale une hausse du risque

L'un de nos indicateurs de risque préférés sur les marchés financiers, le spread de crédit *High Yield* américain, s'est élargi de plus de 0,9 % pour atteindre 3,5 % depuis la mi-février, après avoir culminé à 4,5% le 8 avril. Il y a deux façons d'appréhender cet élargissement du spread.

L'interprétation pessimiste mettrait en évidence que ce spread est maintenant à son plus haut niveau depuis la mi-2024, ce qui indique un risque financier accru. Cela correspond à l'indice d'incertitude de la politique économique américaine, qui a atteint son plus haut niveau depuis 2020.

Mais pas si élevé au regard de l'histoire

Une interprétation optimiste pourrait soutenir que même à 3,7 %, le spread reste très bas par rapport aux normes historiques. En effet, au cours des 25 dernières années, le spread de crédit s'est établi en moyenne à 5 %. Pendant les périodes de stress économique réel, comme à la mi-2022, le spread de crédit *High Yield* américain a souvent dépassé 5 %. Selon ces normes, le spread actuel n'est pas du tout extrême, mais reste bien en dessous de la moyenne à long terme.

D'autres mesures de stress financier, comme l'indice de risque macroéconomique de Citi, ont également augmenté depuis février, mais restent bien en deçà des niveaux que nous considérerions comme alarmants.

Notre radar composite de risque, composé de 9 indicateurs différents des marchés financiers et économiques, ne signale pas encore une combinaison inquiétante de signaux d'alerte à ce stade. Nous surveillerons ces indicateurs de près à l'avenir, mais nous ne signalons pas encore la nécessité de réduire l'exposition aux actifs risqués tels que les actions et les obligations d'entreprise.

Le moral des consommateurs américains est préoccupant...

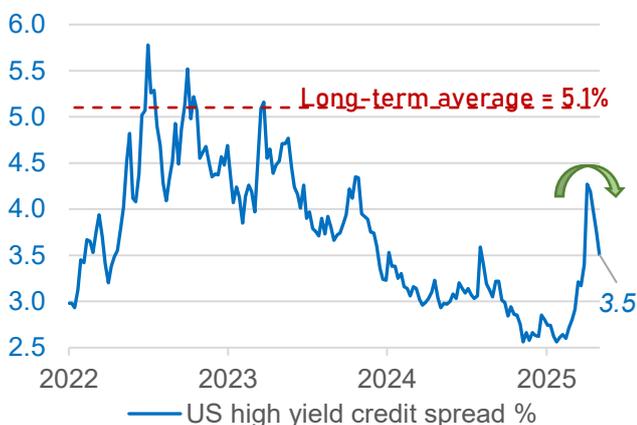
Les résultats de l'enquête sur le sentiment des consommateurs de l'Université du Michigan pour le mois de mars sont préoccupants. Ils atteignent un niveau aussi bas que celui observé lors de la crise financière de 2008 et après le début de la guerre en Ukraine en 2022. Cela reflète le pessimisme de la majorité des ménages américains, qui craignent que l'avalanche de droits de douane n'entraîne une hausse des prix et une érosion du pouvoir d'achat intérieur.

...mais non confirmé par d'autres mesures économiques américaines

En revanche, les mesures composites de la dynamique économique américaine, telles que l'indice Citi US Economic Surprise, sont loin d'être en territoire de récession. Elles indiquent au pire un ralentissement modéré de la croissance du PIB américain, de 1 % à 2 %. Le dernier PMI composite américain (qui combine les chiffres de l'industrie manufacturière et des services) calculé par S&P Global, se trouve en territoire d'expansion sain à 53,5, bien au-dessus du niveau d'équilibre de 50.

Il est crucial de faire la distinction entre les données « soft » provenant des enquêtes et les données économiques « dures » qui mesurent l'activité économique réelle, telles que les ventes au détail. En cas de doute, il est toujours préférable de se fier aux données concrètes plutôt qu'aux lectures des enquêtes. Dans ce cas, les ventes au détail américaines de mars, hors essence, continuent de croître à un rythme sain de +3,1 % en glissement annuel, ce qui ne signale pas un ralentissement inquiétant de la consommation intérieure. De toute évidence, si la confiance des consommateurs devait rester aussi déprimée pendant une période prolongée, cela pourrait bien se traduire par un ralentissement de l'activité économique. Mais ce n'est pas encore le cas.

L'ÉCART DE CRÉDIT À HAUT RENDEMENT SE DÉTEND, MOINS DE STRESS FINANCIER



Source : BNP Paribas, Bloomberg

LE MORAL DES CONSOMMATEURS AMÉRICAINS DUREMENT TOUCHÉ PAR L'INCERTITUDE TARIFAIRE



Source : BNP Paribas, Bloomberg



Résumé de nos principales recommandations, par classe d'actif

	Reco actuelle	Prior Précédente	Segments	Nous aimons	Nous évitons	Commentaires
ACTIONS	=	=	Marchés	Royaume-Uni, Japon, Chine, Singapour et l'Indonésie	États-Unis	Les hausses des droits de douane américains du 2 avril ont fait craindre une récession ou une stagflation aux États-Unis. L'incertitude géopolitique s'accroît fortement, plaidant en faveur de la prudence à court terme. Nous maintenons notre recommandation Actions à Neutre, dans l'attente de signaux plus positifs sur les droits de douane et la liquidité. La recommandation d'actions américaines reste négative.
			Secteurs	Santé, Industrie, Matériaux, Services financiers de l'UE	Pétrole et gaz de l'UE, Biens de consommation de base, Tech US, Consommation discrétionnaire aux États-Unis	Les banques européennes devraient bénéficier de l'amélioration de la demande de prêts, de marges d'intérêt nettes élevées au regard des provisions pour pertes sur prêts. Le secteur de la santé a bénéficié de publications de bénéfices robustes et d'un flux de médicaments prometteurs.
			Styles/ Thèmes	Qualité, Thèmes Méga-tendance		Économie circulaire, électrification, sécurité, thèmes « Deep Value ».
OBLIGATIONS	+	+	Obligations d'état	Privilégier une durée supérieure au benchmark en euro et les bons du Trésor américain jusqu'à 10 ans		Positif sur les obligations core de la zone euro, les obligations d'État britanniques, les bons du Trésor américain jusqu'à 10 ans. L'objectif de rendement US à 10 ans à 12 mois est de 4,25 %, le rendement du Bund allemand à 10 ans 2,5 %.
			Crédit	Crédit Euro IG Royaume-Uni IG		Nous privilégions le crédit « Investment Grade », en nous concentrant sur le crédit de l'UE en raison de rendements élevés au regard de la décennie et de bilans solides. Nous restons positifs sur les obligations d'entreprises IG britanniques.
			Obligations émergentes	USD et devise locale		Neutre sur les obligations émergentes compte tenu des risques à venir (barrières commerciales, renforcement du dollar, rendements américains élevés pendant longtemps et valorisations serrées). Les fondamentaux restent cependant en place.
LIQUIDITÉS	-	-				2 baisses pour porter le taux des Fed Funds à 4 % d'ici fin 2025, 1,75 % pour le taux de dépôt de la BCE.
MATIÈRES PREMIÈRES	+ / = / -	+ / + / -		Or (+) Métaux industriels (=) Pétrole (-)		Pétrole (-) : l'affaiblissement de la demande mondiale de pétrole et la perspective d'une réduction constante de la production de l'OPEP+ poussent les prix du Brent dans la fourchette des 60-70 USD. Métaux de base (=) : les perspectives du secteur manufacturier sont assombries par les hausses de droits de douane. Or (+) : nous sommes tactiquement Neutre, mais Positif sur le long terme (achat sur repli), fourchette à 12 mois = 3300 USD.
CHANGES			EUR/USD			Notre objectif de 12 mois EUR/USD est de 1,15 USD.
IMMOBILIER	=	=		Santé, logistique/entrepôts		La baisse des taux d'intérêt et la lente amélioration des valeurs liquidatives devraient soutenir l'immobilier non coté.
OPCVM ALTERNATIFS				Actions long/short, crédit et relative value, arbitrage convertible		Depuis le début de l'année 2023, les fonds OPCVM alternatifs à valeur relative ont battu les indices obligataires/crédit, offrant des rendements à risque plus faible et à faible volatilité.
INFRA STRUCTURE	+	+		Énergie, transports, eau		D'excellents rendements à long terme sont attendus des infrastructures privées et cotées compte tenu du sous-investissement à long terme.

La banque
d'un monde
qui change



Tableaux de prévisions économiques et de change

BNP Paribas Forecasts			
GDP Growth%	2024	2025	2026
United States	2.8	1.3	1.2
Japan	0.1	0.7	0.2
UK	1.1	1.0	0.8
Switzerland	0.8	1.1	1.3
Eurozone	0.8	1.1	1.2
Germany	-0.2	0.4	1.0
France	1.1	0.6	1.1
Italy	0.5	0.8	1.3
Emerging			
China	5.0	4.5	4.3
India*	8.2	6.2	6.7
Brazil	3.2	2.1	1.0

* Fiscal year
Source : BNP Paribas - 05/05/2025

BNP Paribas Forecasts			
CPI Inflation%	2024	2025	2026
United States	2.9	3.1	3.7
Japan	2.7	3.2	2.0
UK	2.5	3.2	2.5
Switzerland	1.1	0.2	0.7
Eurozone	2.4	2.1	1.9
Germany	2.5	2.3	2.0
France	2.3	0.9	1.2
Italy	1.1	1.7	1.7
Emerging			
China	0.2	0.8	1.0
India*	5.4	4.8	4.2
Brazil	4.4	5.3	4.8

* Fiscal year
Source : BNP Paribas - 05/05/2025

	Country	Spot 04/05/2025	Target 3 months	Target 12 months
Against euro	United States	EUR / USD 1.14	1.12	1.15
	United Kingdom	EUR / GBP 0.85	0.85	0.87
	Switzerland	EUR / CHF 0.94	0.94	0.94
	Japan	EUR / JPY 163.71	157	161
	Sweden	EUR / SEK 10.91	11.00	11.20
	Norway	EUR / NOK 11.77	11.60	11.30
Against dollar	Japan	USD / JPY 144.00	140	140
	Canada	USD / CAD 1.38	1.40	1.40
	Australia	AUD / USD 0.65	0.66	0.64
	New Zealand	NZD / USD 0.60	0.60	0.60
	Brazil	USD / BRL 5.63	5.80	6.00
	India	USD / INR 84.53	88.0	88.0
	China	USD / CNY 7.26	7.30	7.30

Source : BNP Paribas, Refinitiv Datastream au 4 mai 2025

L'ÉQUIPE DE LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

FRANCE**Edmund SHING**

Global Chief Investment Officer

Isabelle ENOS

Senior Investment Advisor

Charles GIROT

Senior Investment Advisor

ITALIE**Luca IANDIMARINO**

Chief Investment Advisor

BELGIQUE**Philippe GIJSELS**

Chief Investment Advisor

Alain GERARD

Senior Investment Advisor, Equities

Patrick CASSELMAN

Senior Investment Strategist, PRB

ALLEMAGNE**Stephan KEMPER**

Chief Investment Strategist

LUXEMBOURG**Guy ERTZ**

Deputy Global Chief Investment Officer

Edouard DESBONNETS

Senior Investment Advisor, Fixed Income

ASIE**Prashant BHAYANI**

Chief Investment Officer, Asia

Grace TAM

Chief Investment Strategist



RETROUVEZ-NOUS SUR LES RÉSEAUX SOCIAUX



wealthmanagement.bnpparibas

AVERTISSEMENT

Le présent document commercial est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme de droit français, Siège social 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris, France, immatriculée sous le numéro 662 042 449 RCS Paris, France, immatriculée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché.

Ce document est confidentiel et destiné exclusivement à l'usage de BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA ou de leurs sociétés affiliées (« BNP Paribas ») et des personnes à qui ce document a été remis. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus.

Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quel que soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures.

L'information contenue dans ce document a été rédigée sans

prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement.

Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit dans le présent document est soumis à la lecture et à la compréhension préalables de la documentation juridique relative au produit, et en particulier de celle qui décrit en détail les droits et obligations des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans le produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions. Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses collaborateurs ou administrateurs peuvent exercer des fonctions sur ces produits ou avoir des relations avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Images de Getty Images.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

**La banque
d'un monde
qui change**