

Vontobel

Investors' Outlook

Évaluation des dégâts
causés par la tempête



Mai 2025

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Des nuages tenaces

6 Points saillants du marché

De «Mar-à-quoi-maintenant?» aux «chefs charismatiques»

10 Gros plan sur les classes d'actifs

14 Prévisions

17 Références

Glossaire et sources

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Auteurs

Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Michaela Huber,
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Clémence Rusek,
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition : le 5 juin 2025)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

7 mai 2025

Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 17

Évaluation des dégâts causés par la tempête



—
Dan Scott
 Head Multi Asset,
 Chief Investment Officer,
 Vontobel

Chers lecteurs,

Les droits de douane constituent l'une des forces les plus déstabilisantes des marchés internationaux et, bien que les vents se soient calmés, nous sommes encore loin de comprendre toute l'étendue des dégâts. Les marchés affichent à présent une tranquillité précaire après le passage de l'œil du cyclone, et laissent planer l'incertitude.

C'est le marché des obligations qui a finalement poussé le président américain Donald Trump à suspendre sa stratégie agressive, une discrète rébellion des investisseurs obligataires dans un contexte de hausse des rendements et de perte de confiance¹. Mais cette pause n'a rien de rassurant. Les incertitudes persistantes ont également ébranlé la confiance dans une autre valeur refuge traditionnelle : le dollar américain. L'or, en revanche, a grimpé en flèche, reflétant la quête de sécurité des investisseurs. Et les marchés continuent d'être très réactifs : si Trump s'en prend au président de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell, les marchés vacillent². S'il fait machine arrière, les marchés rebondissent³. Nous évoluons dans un environnement où le sentiment l'emporte sur la substance, ce qui devrait inciter les investisseurs à la prudence.

Nous maintenons une attitude attentiste et continuons de croire que l'inflation va ralentir, que les taux d'intérêt sont sur le point de baisser et que les rendements suivront vraisemblablement la même tendance. D'un point de vue macroéconomique, nous ne sommes pas bousiers, mais nous restons prudents et conservons des liquidités, scrutant l'horizon dans l'attente d'une meilleure visibilité. Il est peu probable que nous parvenions à y voir plus clair avant la fin du deuxième trimestre, une fois la saison de publication des résultats passée et, espérons-le, en présence de signes de désescalade géopolitique.

Les actions américaines ont perdu de leur valeur, mais elles restent élevées compte tenu du risque de nouvelles révisions à la baisse des bénéfices. Le Comité d'investissement de la Boutique Multi Asset a décidé de s'abstenir d'apporter des modifications à son allocation d'actifs.

À ce stade, nous cherchons à évaluer les dégâts. À quel point les consommateurs et les petites entreprises – deux piliers de l'économie américaine – ont-ils perdu confiance ? Quel message les entreprises envoient-elles à travers leurs plans d'investissement ? Comment les chaînes d'approvisionnement s'adaptent-elles aux tensions actuelles avec la Chine ? Nous estimons qu'il serait prématuré de se prononcer sur l'évolution de la situation avant d'avoir pu répondre clairement à ces questions.

Nous ne pensons pas que le moment soit propice aux initiatives audacieuses. Un virage vers une déréglementation et un allègement fiscal pourrait se profiler à l'horizon, représentant peut-être l'éclaircie que les marchés attendent. Mais pour l'instant, nous misons sur la patience et la diversification. Nous suivons également les prochains pourparlers et accords commerciaux. La Fed a maintenu ses taux d'intérêt inchangés, soulignant qu'il n'y a pas d'urgence à les abaisser en raison de l'incertitude croissante entourant les perspectives économiques.

Dans cette édition de Investors' Outlook, nous décryptons les ambitions de Trump dans le cadre de son projet « Make America Great Again », nous analysons la tendance des marchés obligataires et faisons un gros plan sur la ruée vers l'or.

Le ciel est peut-être en train de se dégager, mais avant de reconstruire, il faut évaluer l'ampleur des dommages.

.....
 → **Webcast**

Pour visionner notre webcast sur les récents développements du marché, cliquez [ici](#).

¹ Voir « Glossaire et sources » à la page 17.



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Des nuages tenaces

Dans le ciel économique des États-Unis, les nuages s'amoncellent alors que consommateurs et entreprises essayent de s'orienter dans les remous de la guerre commerciale. Nous espérons que le pic d'incertitude est derrière nous, mais l'économie a déjà pris du plomb dans l'aile.

Le marché obligataire semble avoir fait douter Donald Trump malgré son discours musclé. Dans une surprenante volte-face, celui-ci a annoncé une pause de 90 jours dans l'application des droits de douane, ramenant la plupart des barrières douanières à «seulement» 10%. Son conseiller en politique commerciale Peter Navarro espère qu'un grand nombre de transactions auront lieu pendant cette période.

Mais sur les marchés, l'ambiance a changé. Après des mois d'optimisme, les craintes de récession refont leur apparition. Près de la moitié des gestionnaires de portefeuilles considèrent maintenant comme très probable une récession mondiale dans les douze prochains mois, selon l'enquête de la Bank of America⁴ auprès de gestionnaires de fonds du monde entier.

Parmi les investisseurs, beaucoup se demandent si nous nous dirigeons tout droit vers une récession. Les données «subjectives» comme celles révélées par les sondages

sur la confiance ont déjà plongé. On s'inquiète maintenant de savoir si les données «objectives» telles que les indicateurs du marché du travail suivront le même chemin. Même si les données de l'emploi ont agréablement surpris en mars et que les demandes initiales d'assurance-chômage, considérées comme un indicateur des licenciements en temps presque réel, tendent à baisser, d'autres indicateurs à haute fréquence tels que les offres d'emploi sur Indeed suggèrent un ralentissement prochain.

Nous pensons qu'il est possible d'éviter une grave récession. Depuis la crise financière, les consommateurs se sont largement désendettés et les bilans des entreprises restent sains. Nous attendons également une relance à court terme. L'inflation s'est largement normalisée, ouvrant la porte à des baisses de taux pour plusieurs banques centrales. Certes, la Réserve fédérale américaine (Fed) est sous pression. Son président, Jerome Powell, a tenu bon face aux demandes de baisse immédiate de Trump, qui l'a publiquement fustigé, faisant craindre une interférence politique et pesant sur les bons du Trésor et sur le dollar. Nous pensons que la Fed devra un jour ou l'autre abaisser les taux si le marché du travail faiblit. Elle fera ainsi passer, s'il le faut, l'emploi devant la stabilité des prix⁵.

	SOUS-PONDÉRATION ⁶		NEUTRE ⁷	SURPONDÉRATION ⁸		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités				→		Nous maintenons notre surpondération des liquidités et nous tenons prêts à agir si des opportunités se présentent.
2 Obligations		→				Les rendements des obligations souveraines, y compris des bons du Trésor US à 10 ans, ont augmenté sur fond d'orientation incertaine de la politique américaine et de récente instabilité provoquée par les droits de douane. Une question se pose donc: peut-on toujours se fier aux obligations – en particulier aux bons du Trésor US à 10 ans – comme valeur refuge fiable? D'autres segments obligataires, comme le crédit investment grade ou obligations à haut rendement n'offrent pas non plus, à nos yeux, une rémunération suffisante pour les risques encourus. Nous conservons notre sous-pondération sur ces deux catégories, tout en conservant une position neutre sur les obligations souveraines et celles des marchés émergents.
3 Actions				→		Nous continuons de privilégier les actions par rapport aux obligations et surpondérons légèrement ces titres, en particulier les actions des marchés émergents. Nous estimons que d'éventuelles réductions des taux d'intérêt aux États-Unis et un affaiblissement du dollar américain (deux hypothèses de notre scénario de référence) devraient soutenir les actions des marchés émergents, comme observé par le passé. Nous pensons également que le « moment DeepSeek ⁹ » du début de l'année 2025 a pu raviver les « esprits animaux » en Chine, ce qui pourrait ouvrir la voie à une réglementation plus favorable aux entreprises et à la technologie. Notre préférence générale pour les actions est motivée par plusieurs facteurs: premièrement, nous considérons que le « pic d'incertitude de la guerre commerciale » est derrière nous, suite à un changement significatif du discours de Donald Trump. Deuxièmement, nous pensons que (trop) d'investisseurs sont désormais baissiers (ce qui peut être interprété comme un signal contrarien). Nous restons neutres sur les actions américaines, suisses, japonaises et européennes.
4 Or			→			Nous réaffirmons notre positionnement neutre sur l'or. Bien que nous jugions le métal jaune structurellement attractif, soutenu par les niveaux élevés d'endettement des gouvernements, une confiance décroissante dans la monnaie fiduciaire et les efforts des banques centrales pour se détourner du dollar américain, nous estimons que l'or a fait l'objet d'un surachat tactique suite à son envolée au-dessus de 3500 USD/once à la fin du mois d'avril.
5 Matières premières			→			Nous restons neutres sur les matières premières. Bien que cette classe d'actifs puisse apporter une diversification intéressante au portefeuille, elle pourrait être mise à mal si la croissance économique venait à ralentir davantage ou si l'Organisation des pays exportateurs de pétrole et ses alliés (OPEP+) décidaient d'inonder le marché pétrolier (des conjectures sur une éventuelle guerre des prix de l'OPEP+ ont refait surface à la fin du mois d'avril).
6 Stratégies alternatives			→			Nous maintenons notre position neutre sur les fonds alternatifs et l'immobilier.

De « Mar-à-quoi-maintenant ? » aux « chefs charismatiques »

L'histoire montre que les dirigeants mondiaux ont le don de sceller les grands accords économiques dans les cadres les plus prestigieux¹⁰ : l'historique Mount Washington Hotel à Bretton Woods (1944), Kingston, capitale jamaïcaine nichée dans les Blue Mountains (1976), ou encore l'emblématique Plaza Hotel de New York (1985). Mar-a-Lago, le domaine privé de Donald Trump, pourrait-il bientôt s'ajouter à cette liste illustre ?





Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

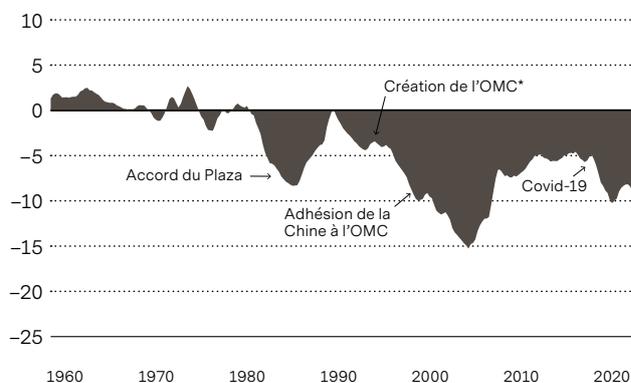
Lorsque Stephen Miran¹¹ a publié son document d'orientation, « A User's Guide to Restructuring the Global Trading System¹² », en novembre 2024, il a provoqué une onde de choc dans le monde de l'économie. Ceux qui ont pris le temps d'analyser le dense document de 40 pages ont découvert une affirmation audacieuse: les déséquilibres commerciaux mondiaux trouvent leur origine dans la surévaluation persistante du dollar américain, un phénomène qui entrave l'équilibre du commerce international. Selon M. Miran, le statut particulier du dollar en tant que monnaie de réserve mondiale est au cœur du problème: il gonfle artificiellement le coût des exportations américaines, abaisse les prix des importations, affaiblit l'industrie américaine et, en fin de compte, nuit à l'emploi aux États-Unis.

Miran a proposé des droits de douane non seulement pour corriger les déséquilibres commerciaux mondiaux, mais aussi pour générer des recettes publiques indispensables. Une approche encore plus efficace, a-t-il écrit, serait que les autres économies apprécient leur propre monnaie et dévaluent le dollar américain, du moins les économies qui veulent continuer à bénéficier de la main protectrice de l'armée américaine et/ou qui souhaitent recevoir des concessions commerciales. Il a également lancé l'idée d'un accord monétaire coordonné, dans le cadre duquel les banques centrales des principaux partenaires commerciaux des États-Unis s'entendraient sur une vente coordonnée du dollar. Autre possibilité: imposer une sorte de « droit d'utilisation » aux détenteurs étrangers de bons du Trésor américain, y compris les fonds souverains et les banques centrales.

Trump a semblé apprécier ce qu'il a lu. Un mois à peine après la publication du document, M. Trump l'a nommé à la tête du Conseil des conseillers économiques de la Maison-Blanche. Dans les mois qui ont suivi, les spéculations se sont multipliées sur le fait que M. Miran était le moteur intellectuel de l'agenda tarifaire de plus en plus agressif de M. Trump et de ses fréquentes récriminations à l'égard du dollar fort. On a commencé à parler d'un éventuel « Accord de Mar-a-Lago¹³ », qui pourrait inclure une dévaluation délibérée du dollar.

Graph. 1 : La mondialisation et le libre-échange ont creusé le déficit commercial américain

En % du Produit Intérieur Brut (PIB)



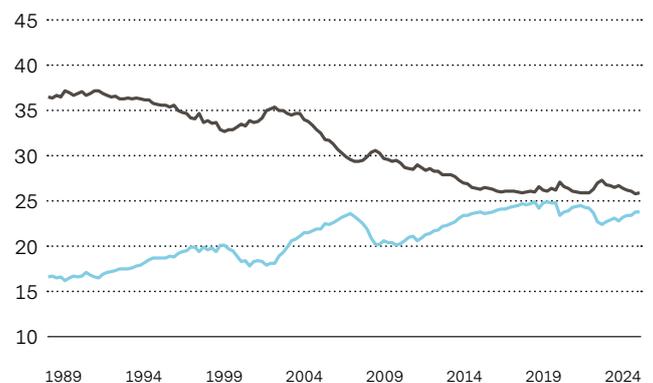
■ Balance courante des États-Unis

*Organisation mondiale du commerce

Source : LSEG, Vontobel ; au 23 avril 2025.

Graph. 2 : L'économie américaine croît, mais la richesse s'accumule en haut

Part de l'ensemble de la richesse des ménages américains, en %



— Salariés de la classe moyenne aux États-Unis*
— Les 1% de personnes les mieux rémunérées aux États-Unis

*20 – 80 percentile de la population américaine en termes de revenus

Source : LSEG, Vontobel ; au 23 avril 2025.

8 Points saillants du marché

À la fin du mois de mars, cependant, Miran était déjà en train de réduire la voile. Lors d'une interview avec Bloomberg¹⁴, répondant à des questions sur les marchés nerveux, il a précisé que l'article avait «pris une vie propre», contre toutes ses intentions. Il s'agissait plutôt d'un «livre de recettes» – un catalogue des options disponibles. Certains plats sont simples, d'autres plus complexes; certains offrent des repas copieux et satisfaisants, tandis que d'autres, plaisantait-il, vous laisseront sur votre faim en à peine une demi-heure. En fin de compte, selon M. Miran, c'est M. Trump qui joue le rôle de «chef», en choisissant les ingrédients qu'il souhaite utiliser.

Le chef cuisine ses propres idées depuis un certain temps déjà

Le secrétaire américain au Trésor, Scott Bessent, a récemment fait remarquer que M. Trump avait senti, il y a 40 ans, que les travailleurs américains ne s'étaient jamais vraiment remis du «choc chinois», c'est-à-dire de l'ascension rapide de la Chine en tant que puissance économique mondiale (graph. 1). Il en résulte, selon lui, un déséquilibre profond et durable des richesses: tandis que certains ont prospéré, d'autres ont été laissés pour compte et vidés de leur substance (graph. 2). La qualité de vie s'est dégradée. Il en va de même pour l'espérance de vie. Et les États-Unis, a-t-il dit, ont cessé de fabriquer des «choses» (graph. 3) – en particulier celles qui sont essentielles à la sécurité nationale. La pandémie de Covid-19 n'a fait qu'enfoncer le clou en montrant à quel point les chaînes d'approvisionnement mondiales étaient devenues fragiles et dépendantes. En bref: après des décennies de domination de Wall Street, c'est maintenant au tour de «Main Street¹⁵» d'avoir le vent en poupe¹⁶.

Mais donner un coup de pouce à Main Street – par le biais de mesures telles que la réduction des taxes sur les pourboires des travailleurs du secteur des services – nécessite de l'argent. De plus, la dette nationale étant

déjà très élevée et les paiements d'intérêts s'envolant, les plans de relance de grande envergure sont difficiles à vendre. C'est là qu'interviennent les droits de douane (graph. 4). Selon M. Bessent, l'administration s'attend à ce que sa nouvelle politique tarifaire lui rapporte entre 300 et 600 milliards de dollars par an.

Quant aux turbulences du marché provoquées par les droits de douane? Bessent ne voit pas de raison de changer de cap. Il a cité comme précédent les premières années Reagan, qu'il a qualifiées de «très agitées». À un moment donné, un agriculteur furieux s'est même présenté à la Réserve fédérale américaine avec un fusil de chasse, menaçant de tuer le président de l'époque, Paul Volcker, pour avoir relevé les taux. Pourtant, selon lui, l'approche rigoureuse a porté ses fruits: Reagan a été réélu haut la main et les marchés ont fini par rebondir (graph. 5).

Pourquoi la recette peut-elle ne pas fonctionner?

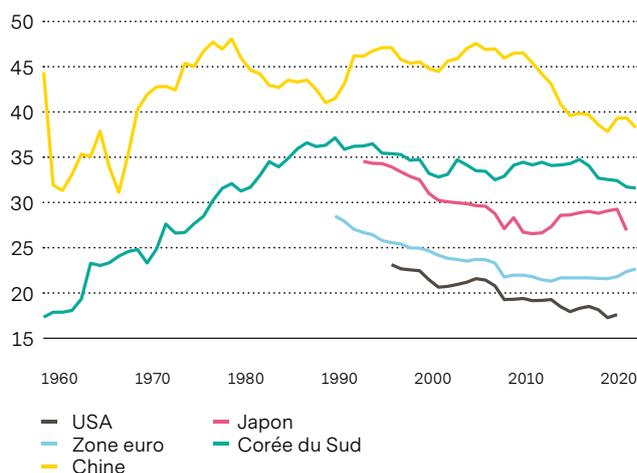
Nous doutons que les plans de M. Trump – ou ceux de ses collègues «chefs» – soient mis en œuvre dans leur intégralité. Le niveau d'incertitude sur de nombreux fronts est tout simplement trop élevé.

Tout d'abord, la politique commerciale imprévisible de Trump est à l'origine d'une extrême volatilité des marchés. En mars, l'indice d'incertitude de la politique commerciale des États-Unis a dépassé les 5700 points, alors qu'il n'était que de 44 points l'année précédente¹⁷. Face à ce type d'imprévisibilité, de nombreuses entreprises choisissent de retarder leurs décisions d'investissement.

Deuxièmement, les attentes des consommateurs américains en matière d'inflation montent en flèche. Selon une enquête de l'université du Michigan, les Américains s'attendent désormais à ce que l'inflation atteigne près de 7% au cours de l'année prochaine, un niveau jamais

Graph. 3 : L'industrie manufacturière américaine et de l'emploi dans les grandes villes

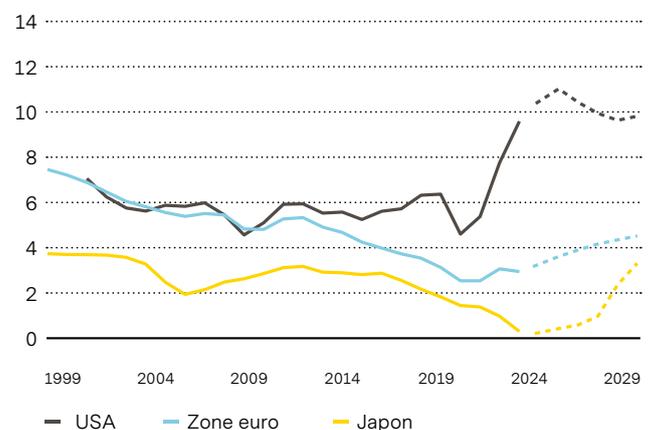
Secteur industriel en % du PIB



Source : LSEG, Vontobel ; au 23 avril 2025.

Graph. 4 : Les mesures de relance budgétaire de grande ampleur pour « Main Street » sont difficiles à mettre en œuvre

Charges d'intérêts nettes publiques, en % des dépenses totales



Remarque : Ligne pointillée = prévisions du Fonds monétaire international

Source : LSEG, Vontobel ; au 23 avril 2025.

atteint depuis les années 1980. En conséquence, les gens se précipitent pour acheter des choses qu'ils craignent de voir bientôt coûter plus cher, tout en remettant à plus tard les achats non essentiels, dans un contexte de malaise économique croissant.

Troisièmement, la Fed se trouve maintenant dans un piège de politique monétaire. Le président Jerome Powell a récemment averti que les États-Unis étaient confrontés à des changements politiques très fondamentaux sans précédent moderne. Selon M. Powell, les droits de douane imposés par M. Trump devraient ralentir la croissance économique et faire augmenter le chômage. Mais en même temps, ils risquent d'attiser l'inflation. Compte tenu de cet équilibre délicat, M. Powell a déclaré qu'il serait préférable de suspendre toute nouvelle réduction des taux d'intérêt jusqu'à ce qu'une plus grande clarté soit obtenue. Le gouverneur de la Fed, Christopher Waller, a adopté un ton similaire, reconnaissant qu'il peine, comme beaucoup d'autres, à reconstituer une image cohérente¹⁸ face à autant de facteurs en constante Produit Intérieur Brut.

Il existe un autre problème en pleine croissance qui ne doit pas être sous-estimé : l'opinion publique se dégrade de manière inquiétante. Les taux de popularité de Trump ont chuté de manière significative depuis le « Jour de la Libération¹⁹ ». Au Canada, affaibli par la guerre commerciale, le Parti libéral, longtemps critique de Trump, a réalisé un retour politique²⁰. Certains cafés ont même cessé de proposer des « Americanos », au profit des désormais populaires « Canadianos²¹ ». De l'autre côté de l'Atlantique, l'enthousiasme pour les voyages aux États-Unis s'estompe. D'après l'Administration du commerce international, le nombre de visiteurs en provenance de l'Europe de l'Ouest a diminué de 17,2% en mars 2025, tandis que le nombre de touristes allemands a enregistré une chute spectaculaire de 28,2%. Cela peut expliquer en partie la récente baisse des prix des vols, des hôtels et des voitures

de location. Bloomberg Intelligence estime que près de 20 milliards de dollars de dépenses touristiques pourraient être menacés.

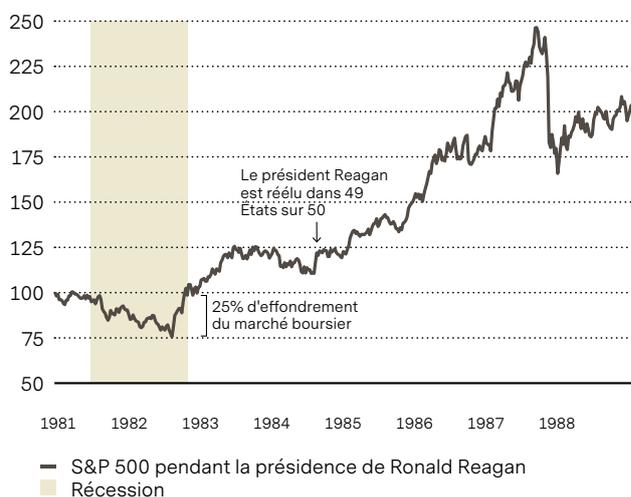
Mais l'argument le plus important ? « Main Street » reste affamée. Depuis le « Jour de la Libération », les rendements des obligations du Trésor américain à long terme – et par conséquent, les taux hypothécaires – ont fortement grimpé, en raison de la vente massive d'obligations américaines par les investisseurs étrangers. Cela rend les emprunts plus coûteux pour le gouvernement. La vente massive des titres du Trésor, habituellement perçus comme des investissements « sûrs », est particulièrement frappante, d'autant plus que les inquiétudes concernant une récession sont en forte hausse (graph. 6).

Que pourrait-il se passer ensuite ?

Il semble que le marché obligataire ait finalement forcé Trump à reconsidérer sa position. Quelques heures après avoir annoncé ses nouvelles taxes réciproques, le chef a fait machine arrière en accordant un moratoire de 90 jours sur la plupart d'entre elles. L'un de ses chefs adjoints, le conseiller commercial Peter Navarro, a rapidement réagi en fixant un nouvel objectif : 90 accords commerciaux en 90 jours. Espérons que le plus grand nombre possible de ces « accords » se concrétiseront rapidement. Sinon, selon nous, Trump et ses commis risquent de gâcher la recette, et le « grand plan » pourrait très vite déboucher sur une récession.

Graph. 5 : Le « grand plan » de Trump : Douleur à court terme, gain à long terme ?

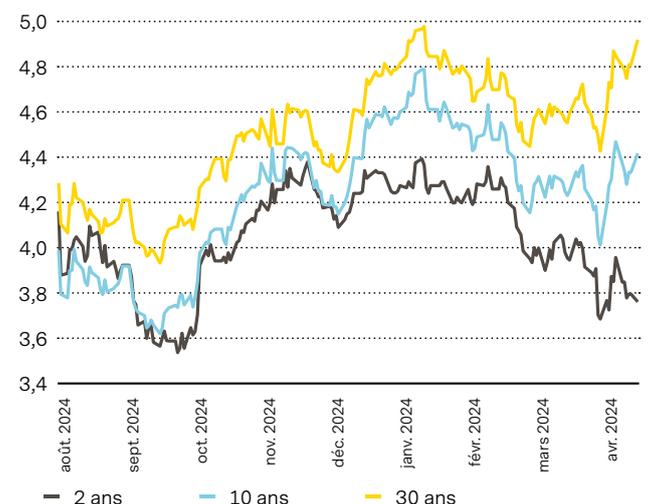
Rendement total en USD (base 100 = 1981)



Source : LSEG, Vontobel ; au 23 avril 2025.

Graph. 6 : Les rendements obligataires à long terme ne baissent pas malgré les craintes accrues de récession

Rendements du Trésor américain, en %



Source : LSEG, Vontobel ; au 23 avril 2025.

Emportés par le courant



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Avec l'aide de
Clémence Rusek
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

La guerre commerciale du président Donald Trump se poursuit, jalonnée d'événements inattendus au gré d'une rhétorique changeante. Un droit de douane universel de 10% a été appliqué à la plupart des importations vers les États-Unis, avec des taxes plus élevées à l'encontre de la Chine. Cette décision aura un impact sur l'économie et pourrait inciter la Fed à adopter une approche plus nuancée en matière de réduction des taux d'intérêt, afin de trouver un équilibre entre les inquiétudes liées à l'inflation et la stabilité économique globale.

Après son annonce fracassante du 2 avril dans la roseraie de la Maison-Blanche, Donald Trump a abaissé certains des tarifs douaniers réciproques proposés. Néanmoins, les États-Unis maintiennent des droits de douane de 10% sur la quasi-totalité de leurs importations, tandis qu'une escalade tarifaire a porté à 145% les droits appliqués à la plupart des marchandises chinoises. S'ils ne sont pas fortement abaissés, ces tarifs douaniers risquent de peser lourdement sur la croissance économique, alors que l'incertitude entame déjà le moral des consommateurs et des entreprises. Les taux d'intérêt américains ont enregistré une forte volatilité, sous l'effet conjugué d'un

affaiblissement de la demande d'actifs américains et de signes indiquant que les investisseurs se défaisaient de leurs positions sur les obligations avec effet de levier (graph. 1). Les marchés obligataires ne se sont stabilisés qu'après l'annonce d'un répit tarifaire.

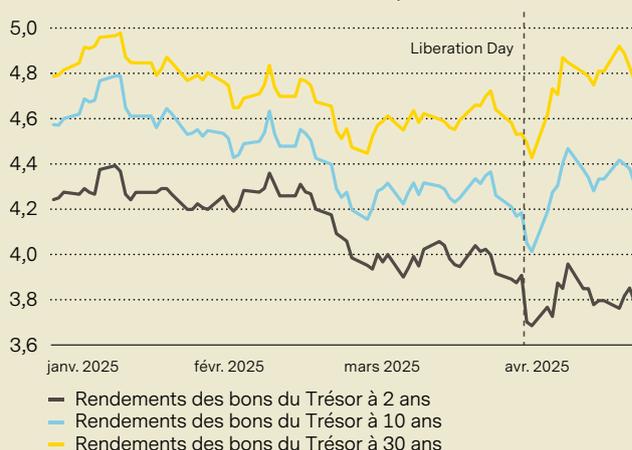
Selon un modèle de la Fed, les tarifs douaniers provoquent d'abord une forte hausse de l'inflation sous-jacente, avant une baisse sous les niveaux initiaux – suggérant un effet transitoire.

La Fed fait face à un dilemme : réagir à une inflation passagère ou l'ignorer ? En effet, les modèles indiquent qu'elle devrait diminuer. Elle pourrait limiter les baisses de taux pour freiner l'inflation, au risque d'augmenter le chômage et de provoquer une récession. L'autre scénario consiste à ne pas tenir compte du pic d'inflation temporaire et à poursuivre, voire à accélérer, les réductions de taux pour soutenir l'emploi et la stabilité économique. Ce dernier cas de figure est conforme aux anticipations du marché (graph. 2).

Au bout du compte, la Fed adoptera probablement une stratégie de compromis : un report des baisses immédiates, suivi de baisses plus substantielles si l'économie montre des signes d'affaiblissement et si le marché du travail se détériore. Cette approche du juste milieu devrait permettre de gérer l'inflation temporaire sans étouffer l'activité économique et le marché de l'emploi.

Graph. 1 : Les rendements des bons du Trésor américain à long terme ont bondi après le « Liberation Day »

Rendements des bons du Trésor américain, en %



Source : LSEG, Vontobel ; au 24 avril 2025.

Graph. 2 : Le marché anticipe plus de trois baisses de taux d'ici la fin de l'année

Prévisions de baisses des taux, en points de base



Source : LSEG, Vontobel ; au 25 avril 2025.

Le calme après la tempête



— **Mario Montagnani**
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Les marchés ont connu des turbulences historiques le 2 avril, «Jour de la libération», lorsque Donald Trump a annoncé des droits de douane généralisés: un taux de base de 10% sur toutes les importations et des taxes plus importantes pour plus de 90 pays. L'annonce a provoqué le chaos sur les marchés du monde entier, incitant Trump à faire machine arrière moins d'une semaine plus tard.

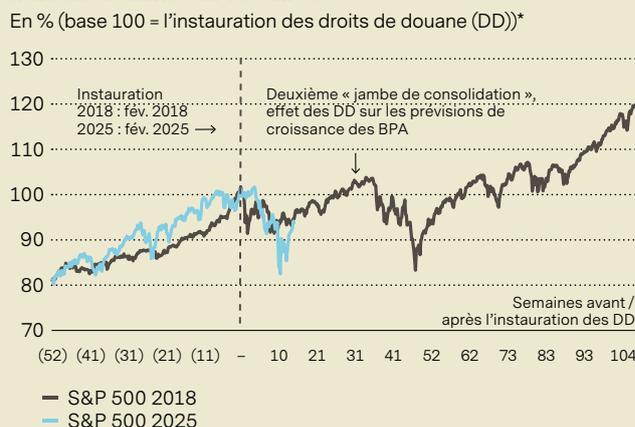
Les marchés ont d'abord réagi le 2 avril par des ventes massives et brutales, effaçant en deux jours 5000 milliards USD de capitalisation boursière sur le S&P 500, alors la hantise d'une récession mondiale saisissait les investisseurs. Bien que présentés comme une mesure destinée à préserver la domination économique des États-Unis et assurer des échanges équitables, ces droits de douane ont détruit la confiance des marchés. Le VIX²² a culminé à 55, un niveau inédit depuis la crise du Covid. La pause inattendue de 90 jours sur les droits de douane annoncée le 9 avril (qui exclut la Chine) a induit un rebond massif. Le secrétaire au Trésor américain Scott Bessent a qualifié la pause d'initiative destinée à obtenir «un maximum de pouvoir de négociation», laissant entrevoir une désescalade. Le 25 avril, où Trump a laissé entendre

un possible dégel des relations avec la Chine, les marchés ont connu une nouvelle hausse. Les résultats du premier trimestre dépassent les attentes, probablement grâce au stockage anticipé face aux hausses de taxes et à des chaînes d'approvisionnement encore intactes.

Alors, tout est bien qui finit bien? Pas vraiment, selon nous. Les actions restent partagées entre facteurs favorables et défavorables. Les craintes de récession semblent déjà intégrées, surtout aux États-Unis, où la faiblesse des techs tient plus à l'épisode DeepSeek de janvier qu'aux droits de douane. Le VIX envoie un signal d'achat ambigu, Trump a adouci son ton, et des négociations avec la Chine débiteront bientôt. Les données économiques restent solides pour l'instant.

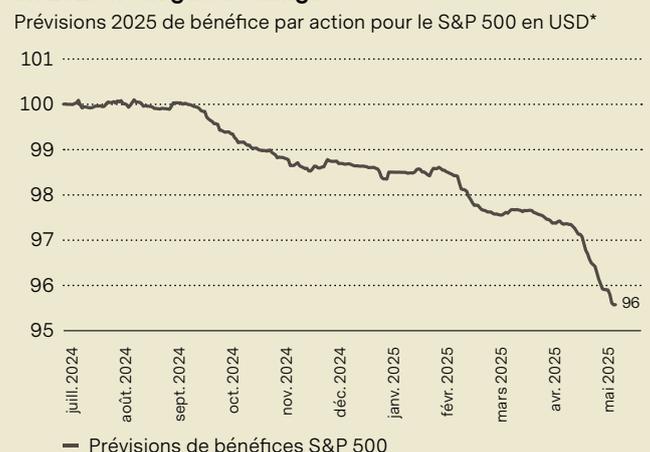
Malgré tout, des risques se profilent à l'horizon. Les effets d'une guerre commerciale sont souvent décalés dans le temps (graph. 1). Lors du conflit de 2018 entre les États-Unis et la Chine, les prévisions de bénéfice à deux trimestres avaient chuté de plus de 10%, atteignant même zéro. Le conflit avait concerné environ 400 milliards USD d'importations, la plupart en provenance de Chine. Les droits de douane actuels concernent 10 fois plus d'importations en volume, davantage de pays, à des taux plus élevés et via des chaînes d'approvisionnement plus complexes, ce qui amplifie le risque de dommage. L'absence, jusqu'à présent, de révision à la baisse des bénéfices peut témoigner d'un report, mais ne garantit pas l'immunité (graph. 2). La morosité des enquêtes de confiance, le soutien limité de la Fed qui craint une hausse de l'inflation et la fragilité des marchés indiquent que la prudence reste de mise.

Graph. 1 : En 2018, après le choc initial, effet décalé des frais de douane sur le S&P 500



Source : Bloomberg, Vontobel ; au 6 mai 2025.

Graph. 2 : Les prévisions de bénéfices pour le S&P 500 en 2025 n'ont guère changé



*Base 100 = juillet 2024

Source : Bloomberg, Vontobel ; au 25 avril 2025.

Un jour sans fin pour l'or



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Dans le film Un jour sans fin, un présentateur météo bloqué dans une boucle temporelle couvre les mêmes événements jour après jour. C'est un peu l'impression que nous avons actuellement lorsque nous rédigeons des commentaires sur les prix de l'or. L'exercice est répétitif, mais la performance exceptionnelle de l'or le rend moins routinier.

L'or a, une fois de plus, dépassé les prévisions les plus optimistes de l'année. La forte demande émanant des banques centrales, combinée à la montée des tensions géopolitiques, soutient les cours depuis quelque temps maintenant. Après la réélection de Donald Trump, les incertitudes entourant la politique commerciale, puis la croissance économique, se sont ajoutées aux raisons favorisant sa progression.

Cela pourrait aussi expliquer la forte hausse, ces derniers mois, des entrées de capitaux dans les fonds indiciels cotés (ETF) adossés à l'or (graph. 1). Selon les données du Conseil mondial de l'or, ces ETF ont attiré 226,5 tonnes d'or au premier trimestre, soit plus de 21 milliards USD. Les investissements dans les ETF étaient restés en retrait depuis un certain temps.

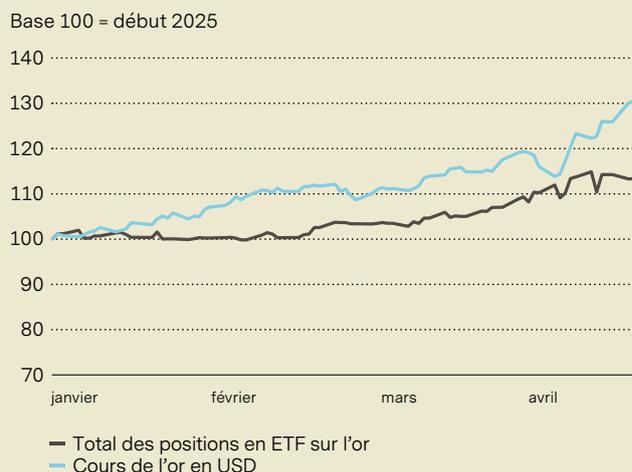
Durant les quelques jours qui ont précédé le fameux « Jour de la libération » du 2 avril, l'or a gagné plus de 100 USD l'once (et a cédé ces gains peu de temps après). Une vague de panique a submergé les marchés²³, et pour répondre aux appels de marge, certains investisseurs en actions ont été contraints de liquider leurs positions sur l'or.

Le métal jaune a encore grimpé lorsque Trump a publiquement critiqué Jerome Powell, le président de la Fed, le traitant de « loser²⁴ » et exigeant des baisses de taux d'intérêts immédiates. L'agressivité de ces propos a suscité des inquiétudes quant à l'indépendance de la Fed et sapé la confiance des investisseurs dans les bons du Trésor américain et le dollar, considérés comme des valeurs refuges. L'or a dépassé 3500 USD l'once, soit une hausse de 30% en dollars depuis le début de l'année.

À ces niveaux, l'or cote-t-il à sa juste valeur? Les indicateurs techniques suggèrent le contraire. Le Relative Strength Index²⁵ se situait à 80 à la fin du mois d'avril (les valeurs supérieures à 70 sont considérées comme surachetées). Par moments, l'or s'est également négocié à plus de 30% au-dessus de sa moyenne mobile sur 250 jours (graph. 2). Les données historiques montrent que des niveaux aussi élevés ont parfois été suivis de reculs à deux chiffres.

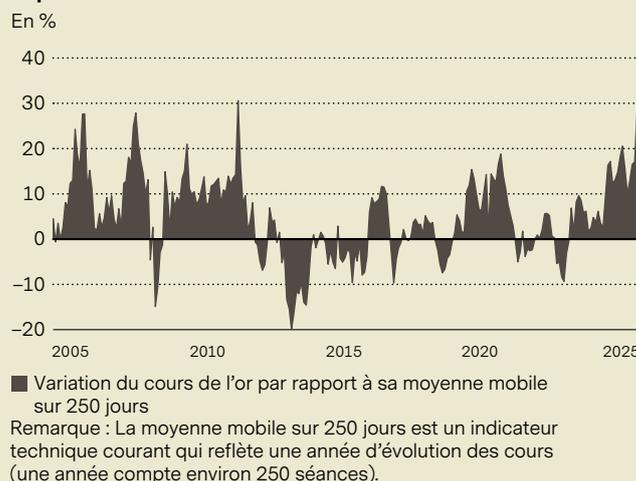
Nous pensons que l'or a encore une marge de progression dans la conjoncture actuelle, mais que des corrections sont possibles à court terme. Nos prévisions pour le métal jaune? Grand soleil, avec quelques averses occasionnelles.

Graph. 1 : Entrées de capitaux dans les ETF sur l'or



Source : LSEG, Vontobel ; au 23 avril 2025.

Graph. 2 : Les indicateurs techniques incitent à la prudence



Source : LSEG, Vontobel ; au 23 avril 2025.

Sous pression



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income &
FX Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Avec l'aide de
Clémence Rusek
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

L'incertitude politique aux États-Unis et les inquiétudes concernant un ralentissement économique ont entraîné une baisse du dollar américain, qui atteint son niveau le plus bas depuis 2022. Les traders conservent une perspective baissière, tandis que l'euro progresse, soutenu par le rétrécissement des écarts de croissance et le renforcement des mesures de relance budgétaire en Europe par rapport aux États-Unis.

Le dollar a nettement reculé après les droits de douane de Trump, qui ont ébranlé les marchés mondiaux. La monnaie de réserve mondiale s'est affaiblie, tout comme les actions et obligations américaines, alors que le ralentissement économique et la politique commerciale agressive suscitent des doutes sur la trajectoire des États-Unis. Autrefois considérée comme la monnaie de référence, le dollar perd désormais de son attrait – un retournement marqué par rapport au début de l'année, lorsque les propositions de réductions d'impôts et de tarifs douaniers de Trump avaient alimenté des attentes d'un rallye du dollar. Les perspectives s'orientent désormais à la baisse, surtout si les inquiétudes concernant un ralentissement économique aux États-Unis, provoqué par des mesures politiques, persistent.

L'euro a progressé de façon inattendue après l'annonce des droits de douane américains (graph. 1), les craintes de ralentissement aux États-Unis l'emportant sur les attentes de baisses de taux de la BCE. Il est aussi soutenu par des mesures budgétaires européennes, comme la hausse des dépenses en Allemagne et les investissements de l'UE dans la défense et les infrastructures, qui pourraient atténuer l'effet des tarifs. Ce revirement se reflète dans les marchés d'options, où les paris haussiers sur l'euro augmentent. Malgré les doutes sur la politique européenne, le scepticisme croissant envers les choix américains affaiblit la confiance dans le dollar. Sa corrélation habituelle avec la volatilité des actifs s'est rompue, remettant en cause son statut de valeur refuge.

Tandis que l'attention se portait sur les projets tarifaires de Trump, la Suisse a discrètement annoncé une inflation de 0,3% en mars, bien en dessous des attentes. Elle devrait rester sous l'objectif jusqu'à fin d'année. L'incertitude liée aux droits de douane a entraîné un afflux vers les valeurs refuges, renforçant nettement le franc suisse (graph. 2). Cela pourrait exercer une pression déflationniste en Suisse. Compte tenu d'une inflation faible et d'un franc fort, une intervention de la Banque nationale suisse (BNS) serait généralement anticipée. Mais la surveillance des pratiques monétaires par les États-Unis pourrait limiter cette option. Au lieu de cela, la BNS pourrait d'abord intensifier ses déclarations concernant une baisse des taux d'intérêt, les amenant vers zéro voire en dessous, afin de freiner la vigueur du franc.

Graph. 1 : Les turbulences liées aux droits de douane ont alimenté la force de l'euro



Source : LSEG, Vontobel ; au 24 avril 2025.

Graph. 2 : Les flux de capitaux vers les valeurs refuges ont considérablement renforcé le franc suisse



Source : LSEG, Vontobel ; au 25 avril 2025.

Conjoncture et marchés financiers 2024 – 2026

La liste suivante présente les valeurs réelles, les taux de change et les prix de 2024, ainsi que les prévisions consensuelles pour 2025 et 2026 concernant le produit intérieur brut (PIB), l'inflation/ les anticipations d'inflation, les taux d'intérêt clés des banques centrales, les obligations gouvernementales à 10 ans, les taux de change et les matières premières.

PIB (EN%)	2024 ¹	ACTUEL ²	CONSENSUS		PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 2025 ⁶
			2025	2026	
Mondial (G20)	3,0	3,0	2,3	2,5	
Zone euro	0,9	0,9	0,8	1,2	
États-Unis	2,8	2,5	1,7	1,9	
Japon	0,1	1,1	1,0	0,8	
R.-U.	0,9	1,5	0,9	1,2	
Suisse	1,3	1,6	1,1	1,5	
Australie	1,0	1,3	1,9	2,3	
Chine	5,0	5,4	4,2	4,2	

INFLATION	2024 ³	ACTUEL ⁴	CONSENSUS		PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 2025 ⁶
			2025	2026	
Zone euro	2,4	2,2	2,1	1,9	↓
États-Unis	3,0	2,4	3,0	2,7	↓
Suisse	1,1	0,3	0,4	0,7	↓

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2024	ACTUEL	CONSENSUS		PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS ⁶
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	
EUR (taux de dépôt)	3,00	2,25	1,91	1,87	→
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	4,50	4,50	4,20	3,70	→
CHF	0,50	0,25	0,15	0,15	↓

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2024	ACTUEL	CONSENSUS		PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS ⁶
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	
EUR (Allemagne)	2,37	2,47	2,63	2,77	→
USD	4,57	4,28	4,24	4,16	↓
CHF	0,33	0,42	0,53	0,62	↓

TAUX DE CHANGE	2024	ACTUEL	CONSENSUS		PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS ⁶
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	
CHF / EUR	0,94	0,94	0,95	0,96	↑
CHF / USD	0,91	0,83	0,86	0,86	↓
USD / EUR	1,04	1,14	1,10	1,12	↑

MATIÈRES PREMIÈRES	2024	ACTUEL	CONSENSUS		PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS ⁶
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	
Pétrole brut Brent, USD par baril	75	66	70	70	→
Or, USD par once troy	2625	3293	2950	2950	↑
Cuivre, USD par tonne métrique	8768	9393	9200	9600	↓

¹ Sous réserve de révisions (par exemple, révisions potentielles des données du T4)

² Dernier trimestre disponible

³ Sous réserve de révisions

⁴ Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

⁶ ↑ au-dessus du consensus, → conforme au consensus, ↓ en dessous du consensus

Remarques juridiques

Annexe à la publication et mentions légales

1. Disclaimer et mention des sources

Ce document commercial a été produit par une ou plusieurs sociétés du Groupe Vontobel (collectivement «Vontobel») pour des clients privés et institutionnels.

Le présent document a été conçu uniquement à des fins d'information et ne constitue ni une incitation à l'achat ou à la vente de titres, ni une incitation à la remise d'une offre d'achat ou de souscription.

Ce document peut contenir des déclarations prospectives, soumises à des incertitudes et à des éventualités échappant au contrôle de Vontobel. Les destinataires ne doivent pas accorder une confiance excessive à ces déclarations prospectives. Il convient de noter qu'il existe un risque que les prévisions, projections, estimations et résultats décrits ou sous-entendus dans les déclarations prospectives s'avèrent incorrects.

La performance historique ne saurait préjuger des résultats actuels ou futurs. Le rendement peut augmenter ou diminuer, par exemple en fonction des fluctuations monétaires. La valeur des devises d'investissement peut augmenter ou diminuer et il n'y a aucune garantie de remboursement de l'intégralité ou d'une partie du capital investi.

Bien que Vontobel soit d'avis que les informations figurant dans le présent document s'appuient sur des sources fiables, Vontobel décline toute responsabilité quant à la qualité, l'exactitude, l'actualité et l'exhaustivité desdites informations. Sauf autorisation émanant des lois de droits d'auteur, aucune de ces informations ne pourra être reproduite, adaptée, téléchargée pour une tierce partie, reliée, mise en exergue, publiée, distribuée ou transmise sous quelque forme que ce soit par quelque processus que ce soit sans le consentement écrit spécifique de Vontobel. Dans toute la mesure permise par la législation applicable, Vontobel décline toute responsabilité résultant de toute perte ou de tout dommage que vous encourez occasionné(e) par l'utilisation ou l'accès aux présentes informations, ou de son incapacité à fournir les présentes informations. Notre responsabilité pour négligence, violation contractuelle ou contravention à la loi résultant de notre incapacité à fournir les présentes informations dans leur intégralité ou en partie, ou pour tout problème posé par ces informations, qui ne peut être licitement exclu, se limite à la retransmission des présentes informations en intégralité ou en partie ou au paiement pour assurer cette retransmission, à notre gré et dans la mesure autorisée par la loi en vigueur. Aucun exemplaire du présent document ni aucune copie de celui-ci ne peuvent être distribués dans toute juridiction où sa distribution est limitée par la loi. Les personnes recevant le présent document doivent être conscientes de ces restrictions et les accepter. Ce document en particulier ne doit être ni distribué ni remis à des personnes américaines ni être distribué aux Etats-Unis.

16 Informations légales

2. Directives et informations propres à certains pays

La diffusion et la publication du présent document, ainsi que les placements évoqués, peuvent être soumis dans certaines juridictions à des restrictions en vertu des lois et prescriptions locales. La diffusion du présent document et des informations qu'il contient n'est autorisée que dans les pays où la banque qui en est l'auteur, ou le diffuseur, dispose des licences correspondantes. Sauf indication contraire dans le présent document, on ne saurait présumer que la banque qui en est l'auteur, ou le diffuseur, dispose desdites licences dans un pays donné. Veuillez noter les informations ci-dessous, propres à certains pays, qui doivent être strictement respectées. À l'exception des canaux de diffusion spécifiques décrits ci-après, le présent rapport est considéré comme diffusé par la société indiquée en page de couverture.

Additional information for UK clients

This communication is issued and approved by Vontobel Asset Management S.A. London Branch which has its registered office at 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") with Firm Reference Number 966651. Details of its regulatory permissions are available on the FCA Register and can also be obtained upon request from Vontobel Asset Management S.A., London Branch. Vontobel Asset Management S.A. London Branch is an overseas branch of Vontobel Asset Management S.A. ("Vontobel") public limited company registered in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") with reference number A00001304 and S00001011.

Information for German clients

This publication prepared by Bank Vontobel AG is distributed by Bank Vontobel Europe AG, Munich.

Information for Italian clients

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Glossaire et sources

- ¹ Source : Article de CNN, publié le 9 avril 2025. edition.cnn.com/2025/04/09/politics/trump-tariffs-retreat-bond-market/index.html
- ² Source : Article de Bloomberg, publié le 21 avril 2025. www.bloomberg.com/news/articles/2025-04-21/us-stocks-tumble-as-trump-s-threat-to-fire-powell-adds-pressure
- ³ Source : Article de Reuters, publié le 23 avril 2025. www.reuters.com/world/us/trump-no-plans-fire-fed-chair-powell-wants-lower-rates-2025-04-22/
- ⁴ Source : Article Sharecast, publié le 16 avril 2025. www.sharecast.com/news/international-economic/fund-managers-recession-expectations-rise-amid-tariff-war---bofa-19368233.html
- ⁵ La Fed a une double mission : le quasi plein-emploi et la stabilité des prix (inflation à 2%).
- ⁶ Sous-pondération signifie que le Comité d'investissement de la Boutique Multi Asset de Vontobel a une préférence moindre pour une classe ou sous-classe d'actifs.
- ⁷ Neutre signifie que le Comité d'investissement de la Boutique Multi Asset de Vontobel n'a ni préférence accrue ni réduite pour une classe ou sous-classe d'actifs.
- ⁸ Surpondération signifie que le Comité d'investissement de la Boutique Multi Asset de Vontobel a une préférence plus forte pour une classe ou sous-classe d'actifs.
- ⁹ Fait référence à la sortie de l'entreprise chinoise d'IA DeepSeek au début de l'année 2025, qui obtient des résultats similaires avec une bien plus faible intensité d'utilisation des données et à une fraction du coût, déstabilisant ainsi les marchés.
- ¹⁰ Note : La Conférence de Bretton Woods (1944), a établi les règles du système monétaire international de l'après-guerre et a jeté les bases d'institutions majeures telles que le Fonds monétaire international (FMI). L'Accord de la Jamaïque (1976) a marqué une série d'accords qui ont officiellement entériné la fin du système de Bretton Woods. L'Accord du Plaza, signé en 1985 à l'hôtel Plaza de New York par les États-Unis, le Japon, l'Allemagne de l'Ouest, le Royaume-Uni et la France, visait à coordonner une dépréciation du dollar américain afin de renforcer la compétitivité industrielle des États-Unis.
- ¹¹ Économiste américain occupant actuellement le poste de 32e président du Conseil des conseillers économiques (CEA) sous la présidence de Donald Trump.
- ¹² Source : Document d'orientation de Stephen Miran pour Hudson Bay Capital, publié en novembre 2024 : www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf
- ¹³ Stratégie économique proposée (et spéculée) visant à dévaluer le dollar américain afin de stimuler l'industrie manufacturière des États-Unis et de réduire les déficits commerciaux. Elle s'inspire de l'Accord du Plaza de 1985, où les grandes économies se sont coordonnées pour affaiblir le dollar.
- ¹⁴ Source : Entretien de Bloomberg avec Stephen Miran, publié le 24 mars 2025. www.bloomberg.com/news/articles/2025-03-24/how-trump-economic-adviser-miran-thinks-about-tariffs-big-take-dc-podcast
- ¹⁵ « Main street » est une métaphore qui représente les gens ordinaires, les petites entreprises et les communautés locales.
- ¹⁶ Source : Département du Trésor américain, transcription de l'entretien de Scott Bessent avec Tucker Carlson, publiée le 7 avril 2025. home.treasury.gov/news/press-releases/sb0073
- ¹⁷ Source : Incertitude de la politique économique, policyuncertainty.com/trade_uncertainty.html
- ¹⁸ Source : Transcription du discours de Christopher Waller par la Banque des règlements internationaux, publiée le 17 avril 2025. www.bis.org/review/r250416a.htm
- ¹⁹ Source : Article de The Economist, publié le 16 avril 2025. www.economist.com/interactive/trump-approval-tracker
- ²⁰ Source : Article de Politico, publié le 14 avril 2025. www.politico.com/news/magazine/2025/04/14/canada-election-trump-polls-00286002
- ²¹ Source : Article de CBC, publié le 9 mars 2025. www.cbc.ca/news/canada/british-columbia/canadians-tariff-war-1.7478043
- ²² Le VIX, ou indice de la volatilité, mesure les attentes du marché concernant la volatilité à court terme, à l'aune des options sur le S&P 500. On l'appelle aussi souvent « l'indice de la peur », car il grimpe lorsque les investisseurs anticipent une vague de turbulences et baisse en période de calme sur le marché.
- ²³ Lorsque le compte d'un investisseur passe en dessous d'un certain seuil, cela déclenche un appel de marge. Son courtier lui demande alors, soit de déposer des fonds sur le compte, soit de vendre des actifs pour couvrir les pertes.
- ²⁴ « Perdant », source : article du Guardian, publié le 23 avril 2025. www.theguardian.com/us-news/2025/apr/22/trump-jerome-powell-fed
- ²⁵ Cet Indicateur technique, qui va de 0 à 100, mesure la vitesse et l'ampleur de la variation d'un prix afin de déterminer si l'actif est suracheté ou survendu. Les valeurs supérieures à 70 indiquent que l'actif est suracheté, les valeurs inférieures à 30 qu'il est survendu.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

