



Vontobel

Investors' Outlook

Secoué, pas remué

Avril 2025

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Permis de relance

6 Points saillants du marché

Vers un cessez-le-feu

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 8 mai 2025)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

3 avril 2025

Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 17

Secoué, pas remué



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Chers lecteurs,

Les marchés ont été secoués le 2 avril, lorsque le président américain Donald Trump a annoncé des droits de douane réciproques plus élevés qu'attendu, y compris 10 % sur tous les partenaires commerciaux et 25 % sur les voitures étrangères. Une nouvelle escalade dans sa guerre commerciale. Si cette annonce a apporté des précisions attendues, elle n'a guère rassuré les investisseurs. Volatilité et incertitude devraient rester présentes, avec des négociations et mesures de rétorsion en perspective.

Les investisseurs évoluaient déjà dans un climat d'incertitude à l'approche de ce que Trump a appelé le "Liberation Day". L'indice S&P 500 est tombé en phase de correction à la mi-mars, effaçant des milliers de milliards de dollars de capitalisation boursière, tandis que les craintes de récession refaisaient surface et que les acteurs du marché spéculaient sur l'impact potentiel des mesures de Trump sur l'économie réelle, la croissance, les anticipations d'inflation et les bénéfices des entreprises. L'OCDE¹ a déjà revu à la baisse la croissance du PIB mondial, évoquant les guerres commerciales comme un frein majeur. Les entreprises ont hésité à passer des commandes en raison de l'incertitude concernant les tarifs, tandis que l'optimisme économique et celui des petites entreprises, qui avait initialement été stimulé par l'élection de Trump, a diminué.

Les marchés ont également observé une « Grande Rotation » vers les actifs européens et asiatiques, les investisseurs recherchant des opportunités au-delà des États-Unis. Les marchés européens ont été renforcés par un regain d'enthousiasme, stimulé par les projets gouvernementaux d'augmentation des dépenses en défense et en infrastructures. Toutefois, nous pensons que la croissance à long terme demeure limitée par des problèmes structurels. Bien que les mesures de relance apportent un soutien

à court terme, le potentiel de croissance durable dépend davantage de réformes structurelles profondes, telles que celles visant à réduire les coûts de main-d'œuvre, plutôt que de dépenses financées par la dette. De manière similaire, la Chine déploie des efforts soutenus pour relancer les dépenses de consommation et stabiliser son marché immobilier, où près de 60 % de la richesse des ménages serait investie dans l'immobilier². Une reprise du marché immobilier est donc essentielle pour une reprise substantielle de la consommation, à notre avis.

La volatilité ne devrait pas disparaître cette année. Les marchés devraient demeurer extrêmement sensibles, réagissant de manière nerveuse à la moindre évolution des données économiques ou des déclarations politiques. Même si nous voyons dans ces droits de douane une tactique de négociation, le manque de visibilité a conduit le Comité d'investissement de la Multi Asset Boutique à adopter une position neutre sur les actions américaines et à renforcer la part de liquidités, anticipant au moins deux trimestres de remise en question économique.

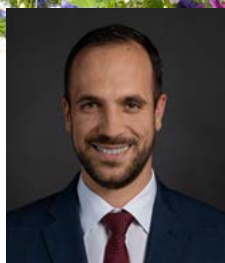
Dans cet Investors' Outlook, nous examinons les scénarios potentiels d'un cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine, surveillons les prix de l'or et décryptons les tendances du marché.

Secoués ? Oui. Mais nous pensons que pour ceux qui diversifient activement leurs investissements et adoptent une vision à long terme, il n'y a aucune raison d'être remués.

→ 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

Permis de relance

La politique commerciale de Donald Trump a ébranlé la confiance des entreprises et des ménages américains. Son approche conflictuelle envers l'Europe, illustrée par sa gestion de la «question ukrainienne», a servi d'électrochoc pour les décideurs européens. En réponse, ils ont mis en place des mesures de relance historiques, attirant l'attention des marchés financiers et incitant les investisseurs à se tourner vers d'autres marchés d'actions ces dernières semaines.

D'un point de vue macroéconomique, les conditions se sont détériorées depuis février. Les perspectives de croissance aux États-Unis se dégradent, en raison de l'incertitude grandissante qui pèse sur l'industrie et la consommation. Pour autant, les craintes de récession nous semblent exagérées. Les fondamentaux sous-jacents – comme le marché du travail et la consommation aux États-Unis, ou la situation financière des ménages – restent solides, et la plupart des nouveaux droits de douane imposés devraient être temporaires.

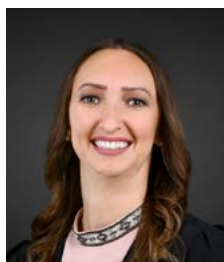
En dehors des États-Unis, plusieurs économies bénéficient d'une nouvelle vague de mesures de relance monétaire et budgétaire, mises en œuvre ou annoncées. L'Allemagne, autrefois le fléau budgétaire de l'Europe, a accepté de réformer son frein constitutionnel à l'endettement, ouvrant la voie à une frénésie de dépenses se chiffrant en milliards d'euros. La Chine a également annoncé des plans de relance ambitieux. Cependant, plus l'incertitude commerciale perdure, plus elle risque de causer de dommages, non seulement aux États-Unis, mais aussi à l'économie mondiale. Il existe un risque grandissant, en particulier pour la Fed, qu'elles réagissent trop tard. Comme le marché, nous pensons que la Fed fera abstraction des craintes inflationnistes et procédera à au moins deux baisses de taux attendues en 2025, d'autant plus que les inquiétudes entourant la croissance du fait des droits de douane s'intensifient.

Notre Comité d'investissement continue de privilégier les actions aux obligations, mais a fermé sa surpondération en actions américaines.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités						Nous avons augmenté notre position en liquidités face à l'incertitude politique et sommes prêts à l'investir dès que des opportunités se présentent.
2 Obligations						Notre opinion générale négative sur les obligations reste inchangée. Nous demeurons sous-pondérés ³ sur les obligations à haut rendement car leurs valorisations nous semblent élevées et les spreads actuels ne nous offrent pas, selon nous, une compensation suffisante pour les risques encourus. Nos autres opinions relatives aux obligations sont les suivantes: nous maintenons notre opinion neutre sur les emprunts d'État et les obligations des marchés émergents et notre opinion négative vis-à-vis des obligations investment grade du fait de spreads peu attractifs.
3 Actions						Nous maintenons notre surpondération en actions, mais avons mis fin à celle sur les actions américaines. La stratégie de « pression maximale » de Donald Trump a jusqu'ici surtout pénalisé l'économie américaine. Les valeurs technologiques, pourtant aux résultats stables, ont particulièrement souffert en raison de valorisations élevées. Celles-ci ont certes reculé, mais restent vulnérables à l'instabilité politique et économique. Nous restons surpondérés en actions des marchés émergents : les valorisations relatives sont plus attractives, elles profitent d'un dollar plus faible, et le sentiment envers la Chine s'est amélioré après le « moment DeepSeek ». Nous restons neutres sur les actions suisses, japonaises et européennes.
4 Or						L'or a évolué en phase avec les actifs risqués, comme les actions américaines, la majeure partie de 2024, puis l'année 2025 est arrivée. L'or a franchi le seuil des 3 000 USD l'once à la mi-mars, probablement en grande partie du fait de l'incertitude entourant la situation (géo)politique et la guerre commerciale. Le repli du billet vert a peut-être aussi joué un rôle, bien que la relation de l'or avec les facteurs macroéconomiques traditionnels devienne moins prévisible. L'une des questions centrales consiste à savoir si les banques centrales continueront à acheter de l'or après leur frénésie d'achat de 2024. Pour l'heure, les dernières données disponibles dénotent une demande toujours solide des banques centrales, bien que certaines semblent ralentir leurs achats. Nous maintenons notre opinion neutre.
5 Matières premières						Le secteur manufacturier mondial a poursuivi son essor le mois dernier, les grandes économies ayant annoncé de nouveaux trains de mesures de relance et le dollar s'étant déprécié. Allié aux inquiétudes liées aux tarifs douaniers, le contexte devient plutôt prometteur pour cette classe d'actifs cyclique. Pour que les matières premières continuent de progresser, les réalités de la demande doivent rattraper les craintes entourant l'offre. Cela suppose que l'économie poursuive sa croissance et que les politiques de Trump ne conduisent pas à une récession. Nous conservons un positionnement neutre sur les matières premières.
6 Stratégies alternatives						Nous maintenons notre opinion neutre sur les fonds alternatifs et l'immobilier.

Vers un cessez-le-feu

Après trois ans de conflit, un cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine se dessine comme une option de plus en plus probable après le retour au pouvoir du président américain Donald Trump. Les marchés boursiers européens ont réagi positivement, commençant à intégrer des perspectives plus optimistes. Mais que signifierait un cessez-le-feu pour l'Europe ? Nous examinons les potentielles implications pour l'économie européenne et les marchés actions de cette région.



—
Clémence Rusek
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel



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

«Je vais empêcher, sans grand effort, la troisième guerre mondiale [...]. Je vais régler cette guerre désastreuse entre la Russie et l'Ukraine. Et cela ne me prendra pas plus d'une journée.»⁴ Tout au long de sa campagne présidentielle, Donald Trump n'a eu de cesse d'affirmer qu'il pourrait mettre fin à la guerre entre la Russie et l'Ukraine en 24 heures. Toutefois, il a depuis reconnu que la résolution du conflit pourrait être plus complexe que ce qu'il avait initialement suggéré. Bien que le calendrier reste incertain, nous pensons que les parties parviendront finalement à un cessez-le-feu.

Pour évaluer l'impact économique potentiel, il est important de faire la distinction entre un cessez-le-feu et un accord de paix. Un cessez-le-feu n'est pas une résolution finale, mais plutôt une première étape qui met fin aux combats, ouvrant ainsi la voie à des négociations en vue d'un accord de paix. Les efforts diplomatiques actuels visent principalement à franchir ce premier pas.

Un cessez-le-feu permettrait une résolution partielle du conflit, mais sans éliminer certaines incertitudes. Le scénario le plus optimiste serait la signature d'un accord de paix global garantissant une stabilité à long terme, ce qui

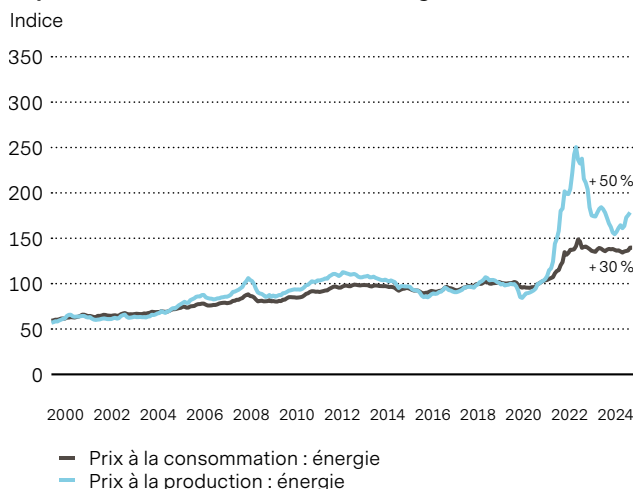
entraînerait de plus grands avantages économiques pour l'Europe. Toutefois, un tel accord pourrait prendre du temps à se concrétiser.

Qu'est-ce qui nous incite à penser qu'un cessez-le-feu pourrait être conclu dans les mois à venir ? Outre la lassitude suscitée par la guerre, toutes les parties ont de bonnes raisons de rétablir la paix dans la région. Pour les États-Unis, réduire l'aide militaire à l'Ukraine permettrait de diminuer un peu la pression budgétaire et de libérer des ressources au profit d'autres priorités. Sur le plan politique, un cessez-le-feu permettrait à Donald Trump de se poser en artisan de la paix, ce qui pourrait renforcer sa popularité dans son pays. En outre, le rétablissement de l'approvisionnement en matières premières – en particulier l'énergie – pourrait contribuer à faire baisser les prix, ce qui constitue un objectif clé de l'administration actuelle.

En Europe, le soutien public à l'aide militaire pour l'Ukraine s'essouffle⁵, face à une pression croissante pour réorienter les ressources. Bien que les États européens restent stratégiquement alignés sur l'Ukraine, nombre d'entre eux considèrent qu'une désescalade est nécessaire pour répondre aux défis politiques et économiques internes.

Pour la Russie, les choses pourraient être plus compliquées. L'approche adoptée récemment par le président Vladimir Poutine suggère que la Russie pourrait tenter de prolonger les négociations tout en cherchant à gagner de nouveaux territoires et des concessions de la part des États-Unis et de l'Ukraine⁶. Toutefois, divers facteurs internes entrent également en ligne de compte. La guerre est de plus en plus impopulaire dans le pays⁷ et, après un premier boom économique dû au conflit, la Russie est aujourd'hui aux prises avec une inflation élevée et des taux d'intérêt supérieurs à 20 %. Un cessez-le-feu pourrait contribuer à préserver les ressources financières tout en laissant à Poutine la possibilité de qualifier le dénouement du conflit de victoire stratégique.

Graph. 1 : Les prix européens ont baissé mais restent supérieurs à leurs niveaux d'avant la guerre



Source : LSEG, Vontobel ; 19 mars 2025.

Nous avons identifié cinq grands facteurs économiques qui pourraient avoir un impact sur l'Europe en cas de résolution du conflit :

1. Énergie – baisse des prix

La baisse des prix de l'énergie est sans doute le principal avantage économique qui pourrait résulter d'un cessez-le-feu. Après l'invasion, les prix de l'énergie ont grimpé en Europe suite aux perturbations de l'approvisionnement et à la hausse de la prime de risque géopolitique. Bien que les prix se soient stabilisés depuis, ils restent nettement supérieurs à leur moyenne antérieure à l'invasion, tant au niveau de la consommation que de la production (graph. 1).

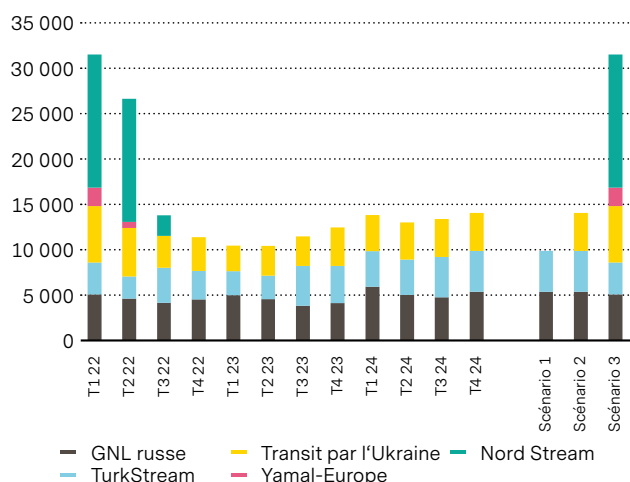
La reprise des échanges directs entre la Russie et l'Europe pourrait entraîner une baisse des prix de l'énergie et stimuler les dépenses de consommation et la croissance économique. Toutefois, l'ampleur des réductions de prix dépend de la dynamique de l'offre, ce qui soulève une question essentielle : dans quelle mesure les flux directs en provenance de Russie pourraient-ils reprendre et à quel point les prix pourraient-ils baisser ?

Dans le cas du pétrole brut russe, les exportateurs avaient déjà pu rediriger leurs pétroliers vers des raffineries situées dans des pays asiatiques qui ne reconnaissent pas les sanctions occidentales. Par conséquent, le prix du pétrole brut avait déjà absorbé la prime de risque géopolitique liée à la guerre entre la Russie et l'Ukraine.

Et si l'Union européenne a imposé des sanctions sur le pétrole brut russe, elle s'est gardée de le faire sur le gaz russe. En revanche, l'Europe a pris des mesures importantes pour réduire sa dépendance à l'égard de ce dernier. Sur les cinq gazoducs qui approvisionnaient autrefois l'Europe, un seul est encore opérationnel aujourd'hui, celui qui passe par la Turquie. Pour compenser, l'Europe a eu recours à l'achat de gaz naturel liquéfié (GNL) auprès de fournisseurs tels que les États-Unis, la Norvège et le Qatar.

Graph. 2 : À quoi ressembleront les futures relations entre l'UE et la Russie sur le plan de l'énergie ?

Importations trimestrielles de l'UE via la Russie (en millions de m³)



Source : Entsog, GIE, Bloomberg, Bruegel, Vontobel ; 4e trimestre 2024.

Toutefois, elle a également continué à acheter du GNL russe, à un prix beaucoup plus élevé⁸.

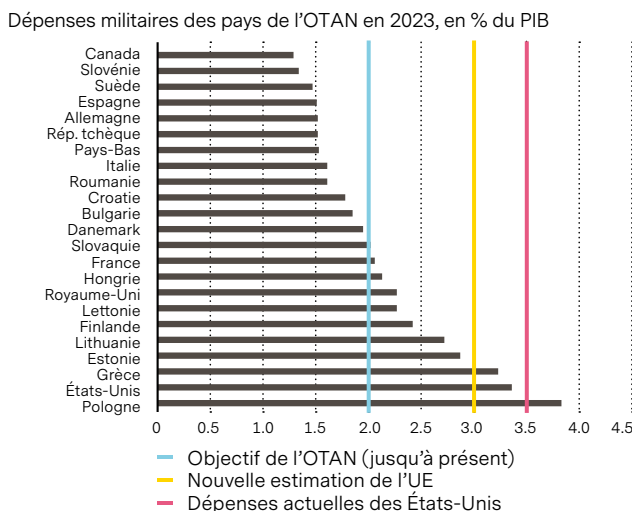
Bien qu'il puisse être tentant de calculer les prix en cas de rétablissement des flux des gazoducs, nous estimons qu'il s'agit d'un exercice politiquement et économiquement délicat. Certains gazoducs ont été endommagés et la plupart des dirigeants européens ont exprimé leur réticence à dépendre à nouveau des importations russes. Trump est favorable à une augmentation des achats européens de GNL américain, ce qui pourrait constituer un levier dans les futures négociations commerciales. D'un point de vue économique, la Russie pourrait également préférer le GNL aux gazoducs, car il offre des revenus plus élevés.

Nous avons tracé trois scénarios possibles concernant l'avenir des flux de gaz russe vers l'Europe (graph. 2). Dans le scénario 1, le statu quo est maintenu et les niveaux actuels des flux de gaz restent inchangés. Le scénario 2 prévoit une reprise partielle, avec un retour aux niveaux de 2024 des flux de gazoducs passant par l'Ukraine. Le scénario 3 est le plus optimiste : une reprise totale impliquant le rétablissement des flux de gaz via l'Ukraine et la réparation des infrastructures endommagées, telles que le Nord Stream 1 et le gazoduc Yamal-Europe.

Seul le scénario 3 pourrait exercer une pression à la baisse suffisante sur les prix du gaz en Europe pour les ramener aux niveaux observés avant la guerre. Mais qui profiterait le plus de cette baisse des prix du gaz ? Ce sont les consommateurs, ainsi que les secteurs cycliques et les pays tels que l'Allemagne ou la France, qui bénéficieraient le plus de cette évolution, tandis que les marchés défensifs tels que la Suisse et les producteurs d'énergie en profiteraient moins. Toutefois, dans l'état actuel des choses, nous doutons que les responsables politiques européens soient disposés à revenir de sitôt à la situation qui prévalait avant la guerre.

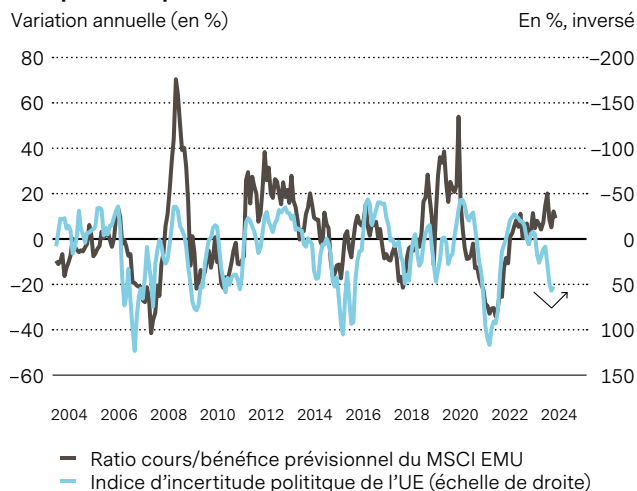
8 Points saillants du marché

Graph. 3 : L'Europe augmente ses dépenses de défense



Source : LSEG, Vontobel ; 31 décembre 2023.

Graph. 4 : La réduction des incertitudes politiques européennes pourrait valoriser les actions de l'UEM



Source : LSEG, Vontobel ; 19 mars 2025.

2. Reconstruction – investissement dans la remise en état de l'Ukraine

Après l'énergie, la reconstruction de l'Ukraine est un objectif majeur. La réhabilitation des zones dévastées par la guerre nécessitera des investissements considérables, estimés entre 155⁹ et 486¹⁰ milliards USD sur dix ans. Le coût total dépendra de l'étendue finale du territoire conservé par l'Ukraine, étant donné qu'une grande partie des dégâts ont été causés dans des régions occupées par la Russie. En outre, de nombreuses industries existant avant la guerre risquent de ne jamais redevenir pleinement opérationnelles.

Par conséquent, la plupart des analystes estiment que les dépenses annuelles de reconstruction devraient se situer entre 10 et 20 milliards USD¹¹, ce qui équivaut à environ 0,5 % à 1 % des dépenses annuelles actuelles de l'UE consacrées à la construction. Un autre point essentiel est de savoir si les parties parviendront à un accord garantissant le libre passage par les ports ukrainiens de la mer Noire, qui est une voie commerciale de premier plan. Une restriction des accès pourrait avoir un effet dissuasif sur les investissements européens.

3. La défense – évolution des dépenses militaires européennes

Un autre secteur qui suscite un intérêt croissant est celui de la défense. Le récent désengagement des États-Unis de la scène militaire européenne a incité les dirigeants européens à augmenter leurs propres dépenses en matière de défense. Début mars, l'UE a proposé un plan d'assouplissement des règles budgétaires, dévoilant une initiative de 800 milliards EUR destinée à renforcer les capacités militaires de l'Europe. Peu après, l'Allemagne a annoncé un plan de 500 milliards EUR visant à développer les infrastructures et les dépenses militaires. Dans l'hypothèse d'une mise en œuvre progressive de ces mesures,

les dépenses de défense européennes pourraient augmenter de 3 % au cours des deux ou trois prochaines années (graph. 3). Si ces dépenses d'investissement en matière de défense sont affectées à la production militaire nationale, elles pourraient stimuler la croissance économique européenne, en particulier dans les pays dont les déficits budgétaires sont moins élevés, comme l'Allemagne. En fin de compte, ces changements géopolitiques pourraient marquer le début d'un renforcement de l'intégration européenne.

4. Confiance – amélioration du sentiment

Le déclenchement de la guerre début 2022 a entraîné une forte baisse de la confiance des consommateurs de la zone euro, coïncidant avec une incertitude géopolitique accrue et une montée des pressions inflationnistes. Si la confiance et l'Indice de Risque Géopolitique lié à l'Ukraine ont depuis remonté, ils restent inférieurs aux niveaux enregistrés avant la guerre, avec des taux d'épargne élevés. Cela donne à penser que, si un cessez-le-feu était conclu, il pourrait conduire à une légère augmentation de la confiance, ce qui pourrait soutenir les dépenses de consommation.

5. Tendances migratoires – le retour des réfugiés ukrainiens

En janvier 2025, environ 4,3 millions de réfugiés ukrainiens étaient enregistrés dans le cadre du mécanisme de protection temporaire de l'UE, la majorité d'entre eux résidant en Allemagne et en Pologne¹². Des études indiquent que leur présence a légèrement augmenté l'offre de main-d'œuvre et la production économique potentielle de l'UE de 0,2–0,3 % jusqu'à présent, tout en entraînant l'augmentation des dépenses publiques¹³. Si les réfugiés retournent en Ukraine, cette tendance pourrait s'inverser, bien que les futurs mouvements migratoires dépendront probablement des conditions d'un éventuel accord de paix



et de la façon dont il sera perçu. En outre, de nombreux Ukrainiens ont désormais refait leur vie dans leurs pays d'accueil. Les données de l'enquête indiquent qu'environ 11 % d'entre eux sont déjà retournés en Ukraine et que 35 % prévoient de le faire si la guerre prend fin¹⁴.

L'impact potentiel sur les actions européennes

Concernant les implications potentielles pour les marchés et les actions européennes, un examen de la corrélation entre les différents segments du marché et la probabilité d'un cessez-le-feu¹⁵ révèle que ce sont les secteurs de la construction et des matériaux qui affichent la plus forte relation positive. En outre, les secteurs cycliques tels que les compagnies aériennes et les services financiers affichent également des corrélations positives, tandis que les segments défensifs tels que la santé et les télécommunications présentent plutôt des corrélations négatives. Bien qu'historiquement il existe une corrélation négative entre les probabilités d'un cessez-le-feu et le secteur de la défense, ce dernier devrait continuer à bénéficier des nouvelles orientations en matière de dépenses militaires en Europe.

En termes de valorisation, les actions de l'Union monétaire européenne (UME) ont fortement progressé et se négocient désormais au-dessus de leur ratio cours/bénéfice antérieur à la guerre. Toutefois, en termes relatifs par rapport aux actions américaines, elles se négocient toujours avec une décote, bien que l'écart de valorisation se soit considérablement réduit depuis le début de l'année. Si l'on analyse les performances en cumul annuel, le rebond du marché ne peut pas être entièrement attribué à l'amélioration des fondamentaux, tels que la hausse des indices des directeurs d'achat (PMI)¹⁶ en Europe et dans le monde ou une solide saison de résultats au quatrième trimestre. Nous pensons qu'une grande partie des gains semble provenir d'un optimisme accru quant à la crois-

sance européenne, alimenté par l'augmentation des dépenses militaires, les initiatives budgétaires et l'espoir d'un cessez-le-feu.

Cela suggère qu'une grande partie de l'optimisme lié au cessez-le-feu est déjà intégré dans les cours des actions européennes, surtout dans les secteurs directement concernés. À notre avis, l'impact attendu d'un éventuel accord de paix sur les bénéfices agrégés reste relativement faible, du moins pour 2025.

La poursuite de la surperformance des actions européennes pourrait résulter d'une revalorisation et d'une amélioration du sentiment, plutôt que d'une forte croissance des bénéfices. Comme le montre le graphique 4, les incertitudes liées à la politique économique en Europe pourraient se dissiper, ce qui a toujours entraîné une hausse des valorisations. Toutefois, les inquiétudes liées à la politique commerciale des États-Unis restent élevées et pourraient également peser sur les prix des actifs européennes.

En conclusion, un cessez-le-feu pourrait avoir un impact positif limité sur l'économie européenne, mais à notre avis seul un accord de paix global offrirait une base solide pour les investissements. Un accord durable permettrait probablement de relancer les dépenses d'investissement, de rouvrir les routes commerciales, de normaliser l'approvisionnement en énergie et de stimuler efficacement la croissance économique. L'impact global dépendra partie des conditions de l'accord. Les effets secondaires, tels que l'amélioration du sentiment et la réduction de l'incertitude, pourraient soutenir les actions européennes. L'augmentation des dépenses budgétaires devrait contribuer à la croissance de l'Europe à l'avenir, mais il faudra également suivre de près l'évolution des droits de douane américains.

La confiance en chute libre



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

Les droits de douane sont désormais la principale source d'incertitude économique. Les tensions commerciales pèsent sur le climat des affaires et la confiance des ménages. Contrairement à 2017, les taxes douanières sont désormais la priorité. Quant aux décisions politiques à venir, le flou perdure. Les marchés s'attendent à un ralentissement de la croissance et à plusieurs baisses de taux de la Fed, avec un niveau final pronostiqué juste au-dessous de 3,75% (graph. 1).

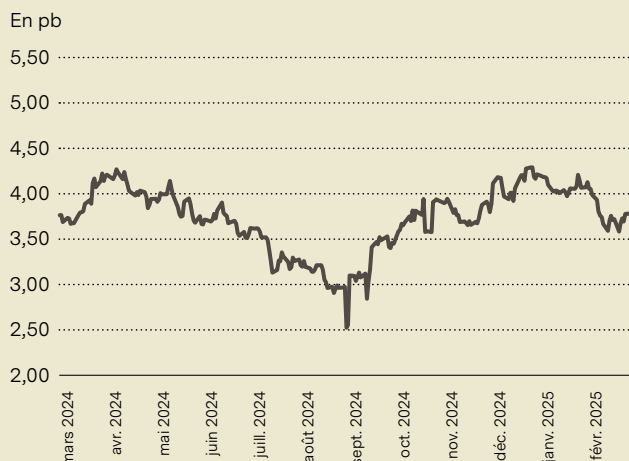
Pour l'heure, les droits de douane restent la principale inconnue, notamment. Leur ampleur et leurs taux. La situation se complique chaque jour, aggravant l'incertitude dans un environnement économique déjà instable. Le Trade Policy Uncertainty Index, indice d'incertitude relative à la politique commerciale, qui recense les occurrences des termes « incertitude » et « politique commerciale » dans les actualités, montre que la confusion règne. Les niveaux actuels dépassent ceux observés lors du premier mandat de Trump¹⁷. L'incertitude économique globale est quatre fois plus présente que d'habitude, et l'incertitude commerciale est 25 fois supérieure, ce qui est considérable. Malheureusement, on ne peut guère s'attendre à y voir plus clair dans un avenir proche. La guerre commerciale semble bien partie pour s'aggraver et perdurer, ce

qui va encore ternir le climat des affaires et la confiance des ménages. Les entreprises risquent de différer leurs investissements et les ménages pourraient renoncer à certaines dépenses – freinant encore la croissance.

Au-delà des effets immédiats des taxes douanières, l'incertitude menace de perturber l'économie américaine. Pour ne rien arranger, le changement de ton de l'administration Trump suggère qu'elle tolérera davantage les perturbations économiques passagères si elles lui permettent d'atteindre ses objectifs à long terme. Contrairement à 2017, où la déréglementation et des réductions d'impôts avaient précédé l'application de taxes douanières, la stratégie actuelle inverse la séquence : d'abord les droits de douane, puis de futures réformes incertaines.

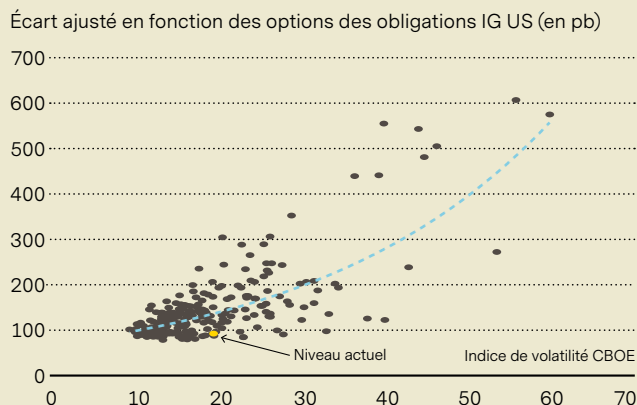
Malgré la volatilité des marchés actions et la politique incertaine, les spreads des obligations d'entreprise investment grade restent exceptionnellement serrés, flirtant avec des plus bas historiques (graph. 2). Voilà qui remet en question la théorie de Merton¹⁸, qui veut qu'un regain de volatilité s'accompagne d'un creusement des spreads. Dans cet environnement de risque de crédit structurel, une obligation d'entreprise peut être vue comme un emprunt d'État assorti de la vente d'une option put sur les actifs de l'émetteur. Théoriquement, cela veut dire que la volatilité devrait stimuler la valeur de cette option put, réduisant le prix de l'obligation et creusant les spreads parallèlement à l'accroissement du risque de défaut. En période de tension sur le marché, la baisse des actions associée à un accès de volatilité met généralement les obligations d'entreprise sous pression. Mais jusqu'à présent, les spreads ont à peine bougé.

Graph. 1 : Les attentes du marché concernant le taux terminal de la Fed ont diminué



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 mars 2025.

Graph. 2 : Les primes de risque de crédit sont inférieures aux attentes



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 mars 2025.

L'exceptionnalisme américain en pause



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

Les marchés s'inquiètent de plus en plus des politiques de Donald Trump, à peine 10 semaines après son arrivée, avec un changement rapide du sentiment. L'annonce du 2 avril sur les droits de douane a dépassé les attentes en ampleur et en portée. Bien que certains effets aient été anticipés dès février, l'incertitude persiste quant à la durée, aux représailles et à l'impact économique. Anticipant une volatilité à moyen terme, nous avons adopté une position plus prudente, abaissant les actions américaines de surpondérer à neutre.

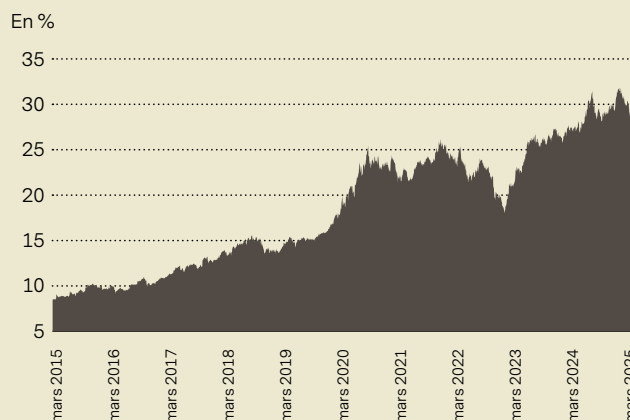
En mars, l'écart de performance entre les actions américaines et les marchés mondiaux s'est creusé, porté par trois facteurs clés. Premièrement, après l'optimisme post-électoral, les marchés se concentrent désormais sur les risques potentiels des politiques de l'administration Trump – notamment les droits de douane. Parmi les inquiétudes: une confiance des consommateurs affaiblie, une inflation en hausse (limitant les baisses de taux de la Fed) et un report des investissements des entreprises – autant de facteurs qui renforcent les risques de récession ou de stagflation. Les tensions se sont accrues le 2 avril, les propositions de Trump pouvant faire passer le droit de douane moyen pondéré sur les importations américaines de 2,5% fin 2024 à 24%, un niveau inédit depuis

les années 1920. Deuxièmement, la performance des actions liées à la technologie américaine et à l'intelligence artificielle (IA), moteurs du marché ces dernières années (graph. 1), s'est affaiblie. Les avancées chinoises en IA ont ébranlé la confiance dans la domination technologique des États-Unis, notamment quant à la monétisation des investissements massifs (graph. 2). Associées à des prévisions de bénéfices revues à la baisse et à des valorisations élevées, ces inquiétudes ont entraîné une compression des multiples. Troisièmement, les plans de dépenses de défense en Europe et les mesures de relance en Chine ont favorisé une rotation régionale au profit des actions européennes et chinoises.

L'exceptionnalisme américain est-il terminé ? Nous ne le pensons pas, mais ces incertitudes l'ont mis en pause. Les prévisions de bénéfices pour 2025 ont peu évolué depuis novembre, laissant place à des révisions avec la saison des résultats. Les investisseurs se concentreront sur la pression sur les marges liée aux droits de douane et la capacité des entreprises à répercuter les coûts. Cela pourrait encore peser sur les valorisations, qui restent au-dessus des moyennes historiques malgré la correction de mars.

Malgré une posture plus prudente sur les actions américaines, nous pensons qu'elles restent solides. Une fois l'incertitude commerciale dissipée, l'élan pourrait revenir. Nous voyons actuellement davantage d'opportunités sur les marchés émergents, et restons surpondérés, en particulier sur la Chine. Malgré les vents contraires liés aux droits de douane, un dollar affaibli, les mesures de relance et des valorisations attractives pourraient soutenir les actions chinoises.

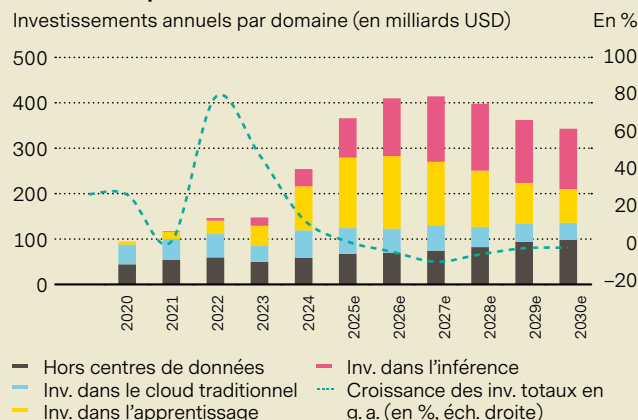
Graph. 1 : Part des Magnificent 7* dans la capitalisation boursière totale du S&P 500



*Apple, Microsoft, Nvidia, Amazon, Tesla, Alphabet and Meta.

Source : Bloomberg, Vontobel ; au 21 mars 2025.

Graph. 2 : Investissements des principaux hyperscalers mondiaux* : priorité aux centres de données d'inférence**



*Microsoft, Meta, Alphabet, Amazon, Oracle, Apple, Alibaba, Tencent

**Les centres de données d'inférence se concentrent sur les prédictions en temps réel basées sur des modèles entraînés, tandis que ceux d'apprentissage sont dédiés à la création et mise à jour de ces modèles, nécessitant de fortes puissances de calcul.

Source : Vontobel, Bloomberg ; au 21 mars 2025.

Dr Demande



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

Le mois dernier, le secteur manufacturier mondial a poursuivi son essor, les grandes économies du globe ont annoncé des mesures de relance et le dollar s'est affaibli. Si l'on ajoute à cela les craintes que les tarifs douaniers font peser sur l'offre, n'obtient-on pas des conditions favorables à la catégorie d'actifs cycliques que sont les matières premières ?

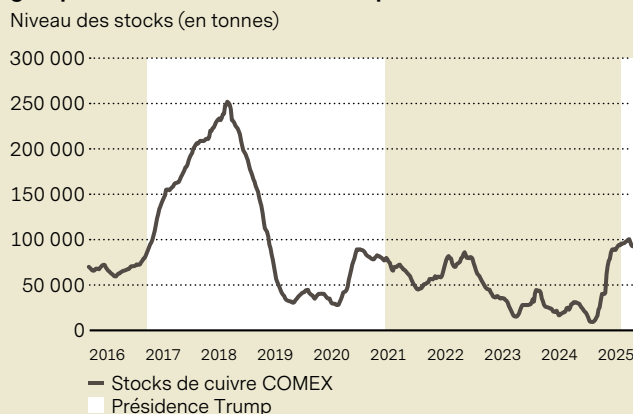
En fait, les performances ont été contrastées. L'OPEP+, formée de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et d'autres pays producteurs, a annoncé qu'elle allait graduellement rouvrir les vannes en avril, ce qui a fait baisser les cours du pétrole de 5 % supplémentaires. Cette perspective de hausse de l'offre s'est ajoutée aux craintes que la demande soit plus faible que prévu en 2025, principalement du fait de la guerre commerciale et de ses conséquences négatives sur la croissance mondiale. L'augmentation de la production de l'OPEP+ et les risques de baisse de la demande devraient maintenir le prix du brut dans une fourchette allant d'environ 65 à moins de 75 dollars le baril. Le risque principal réside dans la stratégie que Donald Trump adoptera vis-à-vis de l'Iran. Ayant réussi à «faire baisser les prix du pétrole», il pourrait, comme en 2018, adopter une politique plus belliqueuse

à l'encontre de l'Iran. Cependant, notre scénario de référence n'anticipe pas une confrontation ouverte, qui irait à l'encontre de l'objectif du président des États-Unis de ramener le baril de brut à 50 USD voire moins.

Les métaux industriels et précieux ont été très performants. La remontée des métaux industriels est plutôt due à l'imposition et aux menaces de droits de douane (acier, aluminium, cuivre) qu'à la demande réelle. D'où une décorrélation de nombreux marchés, les négociants s'empresant d'expédier des métaux à destination des entrepôts des États-Unis (graph. 1). La Chine, a annoncé de nouvelles mesures de relance axées sur la reprise de la consommation des ménages (hors marché du logement, secteur clé dans la demande de métaux). Le programme de relance de l'Europe (infrastructures, défense) pourrait stimuler la demande de métaux, mais ses retombées prendront plusieurs années pour se manifester.

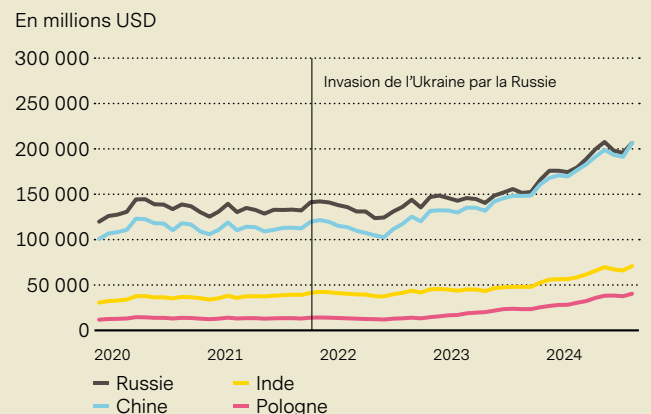
L'or est nettement sorti du lot. Porté par les incertitudes (géo)politiques et commerciales, et par la baisse du dollar, franchissant les 3 000 USD l'once mi-mars. Un certain nombre de nos hypothèses (dépréciation du billet vert, rendements réels et possibilité que la Fed doive abaisser ses taux davantage que ne l'anticipent les marchés) nous amènent à penser que l'or recèle encore un potentiel de hausse. Dans ce contexte, l'action des banques centrales sera déterminante : conserveront-elles les volumes d'or colossaux qu'elles ont acquis en 2024 ? Les données les plus récentes indiquent que, pour le moment, la demande reste positive (graph. 2). La demande provenant des fonds indiciels (ETF) pourrait, le cas échéant, compenser partiellement le ralentissement des achats d'or des banques centrales.

Graph. 1 : Les craintes d'une guerre commerciale font grimper les stocks dans les entrepôts des États-Unis



Source : LSEG, Vontobel ; mars 2025.

Graph. 2 : Achats d'or des banques centrales



Source : LSEG, Vontobel ; janvier 2025.

Le dollar ne suffit pas



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

Quarante ans après les accords du Plaza, l'idée d'un «accord de Mar-a-Lago» refait surface pour affaiblir le dollar US afin de relancer l'industrie manufacturière américaine et de freiner les dérapages budgétaires. Ses opposants avertissent qu'il risquerait de perturber les marchés mondiaux, miner la confiance dans les bons du Trésor américain et tendre les alliances. Une réforme budgétaire responsable serait-elle une solution plus sûre ?

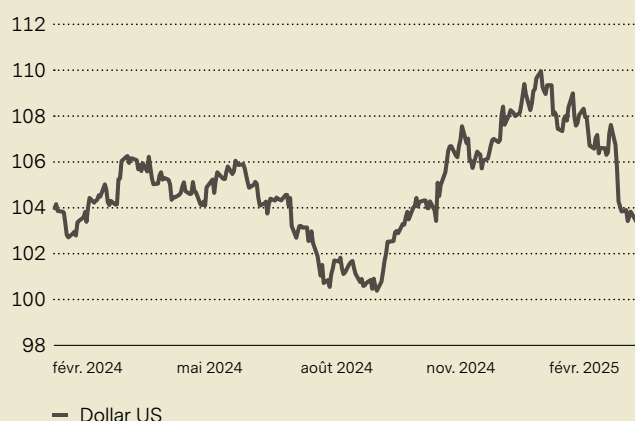
Les accords du Plaza de 1985, conclus à l'hôtel Plaza de New York, ont marqué un tournant dans la coopération économique. Les grandes économies avaient alors convenu d'affaiblir le dollar pour relancer la compétitivité des États-Unis. Les rumeurs d'un accord de Mar-a-Lago évoquent aujourd'hui la possibilité d'un plan similaire pour dévaluer le billet vert dans l'espoir de relancer l'industrie manufacturière américaine. Dans le cadre du plan proposé, les États-Unis inciteraient leurs partenaires à affaiblir le billet vert en vendant des dollars et des bons du Trésor américain, et en transformant le reliquat en obligations à long terme, voire à très long terme. En contrepartie, les États-Unis baisseraient les droits de douane. Le non-respect de l'accord entraînerait la réduction de leur aide militaire. Cette approche donne lieu à un certain nombre de

questions cruciales. Les États-Unis peuvent-ils relancer leur industrie manufacturière sans perturber l'économie ? Freiner la mondialisation attiserait-il l'inflation en faisant grimper les coûts à l'échelle nationale ? D'autres pays, sous pression, diminueraient-ils leurs liens économiques avec les États-Unis, ébranlant la viabilité de l'accord ? Selon les opposants, un dollar fort peut avoir des avantages : il réduit les coûts de l'emprunt et renforce la stature internationale. Les déficits commerciaux peuvent contribuer à éviter les surchauffes économiques. Affaiblir le dollar nécessiterait des changements de politiques radicaux. Enfin, l'accord envisagé risquerait de déstabiliser le dollar et les bons du Trésor américain. Une réforme budgétaire pourrait donc constituer une solution plus sage et plus stable que l'adoption de politiques commerciales offensives.

La paire euro-dollar n'a pas affiché de momentum pendant un certain temps. Ce n'est plus le cas aujourd'hui. Le ralentissement de l'économie américaine a entraîné une appréciation de 6 % de l'euro par rapport aux bas niveaux de début d'année (graph. 1). Parallèlement, l'Europe ajuste sa politique budgétaire pour stimuler la croissance. Ces mesures visent à donner à l'euro la relance cyclique dont il a besoin et à renforcer son attrait à long terme. Conjuguées au ralentissement de la croissance américaine, ces mesures modifient les perspectives pour la paire euro-dollar. Les ajustements budgétaires de l'Allemagne et l'affaiblissement de l'économie des États-Unis redonnent de l'élan à l'euro et affaiblissent le dollar US (graph. 2), bénéficiant au franc suisse. La vigueur du franc avait permis de limiter l'inflation grâce à des importations moins chères, mais les conditions sont désormais plus subtiles et l'inflation stabilisée. La Banque nationale suisse pourrait donc revoir sa stratégie.

Graph. 1 : Le dollar US s'est affaibli de presque 6 % depuis son pic de janvier

Taux de change



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 mars, 2025.

Graph. 2 : L'euro s'est apprécié de plus de 6 % depuis son creux de janvier

Taux de change



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 mars, 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	CONSENSUS	
			2025	2026	
Mondial (G20)	3,0	2,9	2,6	2,6	
Zone euro	0,9	0,9	0,9	1,2	
États-Unis	2,8	2,5	2,2	2,0	
Japon	0,1	1,1	1,2	0,9	
R.-U.	0,9	1,4	1,0	1,4	
Suisse	1,3	1,6	1,3	1,5	
Australie	1,0	1,3	1,9	2,4	
Chine	5,0	5,4	4,5	4,2	

INFLATION	2024 ³	ACTUEL ⁴	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			2025	2026	VONTOBEL DANS 2025 ⁵
Zone euro	2,4	2,3	2,2	1,9	↓
États-Unis	3,0	2,8	2,9	2,6	↓
Suisse	1,1	0,3	0,5	0,8	→

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2024	ACTUEL	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	VONTOBEL DANS 12 MOIS ⁵
EUR (taux de dépôt)	3,00	2,50	1,97	1,88	→
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	4,50	4,50	4,40	3,90	↓
CHF	0,50	0,25	0,20	0,20	→

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2024	ACTUEL	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	VONTOBEL DANS 12 MOIS ⁵
EUR (Allemagne)	2,37	2,79	2,67	2,75	↑
USD	4,57	4,23	4,37	4,31	↓
CHF	0,33	0,72	0,52	0,56	→

TAUX DE CHANGE	2024	ACTUEL	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	VONTOBEL DANS 12 MOIS ⁵
CHF / EUR	0,94	0,96	0,95	0,97	↑
CHF / USD	0,91	0,88	0,89	0,89	↓
USD / EUR	1,04	1,08	1,06	1,10	↑

MATIÈRES PREMIÈRES	2024	ACTUEL	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	VONTOBEL DANS 12 MOIS ⁵
Pétrole brut Brent, USD par baril	75	72	73	72	↓
Or, USD par once troy	2625	3042	2800	2710	↑
Cuivre, USD par tonne métrique	8768	9988	9400	9700	↓

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
⁵ ↑ 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.

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 L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est une organisation intergouvernementale qui œuvre à l'amélioration du bien-être économique et social en favorisant la recherche, la collaboration et en formulant des recommandations de politiques publiques parmi ses 38 pays membres.
- ² Source : Article du Forum économique mondial, publié le 14 septembre 2023. www.weforum.org/stories/2023/09/china-real-estate-slump/
- ³ Sous-pondération signifie que le Comité d'investissement de Vontobel a une préférence moindre pour une classe d'actifs ou une sous-classe d'actifs.
- ⁴ Source : Commentaires [Trad.] de Donald Trump prononcés dans le Maryland le 4 mars 2023, enregistrés et partiellement retranscrits par Reuters : reuters.screenocean.com/record/1714188
- ⁵ Source : Article du Guardian, publié le 26 décembre 2024. www.theguardian.com/world/2024/dec/26/support-for-ukraine-russia-war-yougov-poll-survey
- ⁶ Source : Article de Chatham House, publié le 19 mars 2025. www.chathamhouse.org/2025/03/putins-negotiation-strategy-predictable-move-slowly-keep-trump-interested-and-reset
- ⁷ Source : Article de l'Atlantic Council, publié le 9 janvier 2025. www.atlanticcouncil.org/blogs/ukrainealert/how-strong-is-russian-public-support-for-the-invasion-of-ukraine-2/
- ⁸ Source : Eurostat, février 2025. ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=EU_trade_with_Russia_-_latest_developments&action=statexp-seat&lang=fr
- ⁹ Source : Kyiv School of Economics, publié le 12 février 2024. kse.ua/about-the-school/news/155-billion-the-total-amount-of-damages-caused-to-ukraine-s-infrastructure-due-to-the-war-as-of-january-2024/
- ¹⁰ Source : Banque mondiale, publié le 15 février 2024. www.banquemondiale.org/fr/news/press-release/2024/02/15/updated-ukraine-recovery-and-reconstruction-needs-assessment-released
- ¹¹ Source : estimations de Goldman Sachs. publishing.gs.com/content/research/en/reports/2025/02/13/ee6a5151-45a7-478d-9075-7f373d1befb6.html (connexion requise)
- ¹² Source : Eurostat, mars 2025. ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Temporary_protection_for_persons_fleeing_Ukraine_-_monthly_statistics&action=statexp-seat&lang=fr
- ¹³ Source : The Centre for Economic Policy Research (CEPR), publié le 14 octobre 2024. cepr.org/voxeu/columns/macroeconomic-implications-recent-surge-immigration-eu
- ¹⁴ Source : The Ifo Institute, publié le 18 octobre 2024. www.ifo.de/en/press-release/2024-10-18/quarter-ukrainian-refugees-want-settle-abroad-permanently
- ¹⁵ Source : Recherche de Goldman Sachs publishing.gs.com/content/research/en/reports/2025/02/13/ee6a5151-45a7-478d-9075-7f373d1befb6.html (connexion requise)
- ¹⁶ Les indices PMI sont des indicateurs économiques qui mesurent la santé des secteurs de l'industrie manufacturière et des services sur la base d'enquêtes menées auprès de dirigeants d'entreprises. Un PMI supérieur à 50 indique une expansion, un PMI inférieur à 50 une contraction.
- ¹⁷ Source : Article Morningstar, publié le 26 mars 2025. www.morningstar.com/news/marketwatch/20250326113/these-currencies-stand-to-lose-the-most-from-trumps-tariff-threats-and-other-countries-countermeasures
- ¹⁸ Robert Merton était un économiste américain célèbre pour ses travaux en économie financière. Il a notamment travaillé sur la formation du prix des options et la modélisation des risques de crédit.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

