

Vontobel

Investors' Outlook

Rafistoler l'étoffe
économique

Jun 2025

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Enfiler l'aiguille

6 Points saillants du marché

La couronne du roi dollar vacille

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 Prévisions

19 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
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition: le 3 juillet 2025)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

4 juin 2025

Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 17

Rafistoler l'étoffe économique



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

Chers lecteurs,

Les marchés ont surpris en défiant des perspectives économiques qui semblaient s'effiloche. Un compromis temporaire entre les États-Unis et la Chine (une trêve commerciale de 90 jours dans l'application des nouveaux droits de douane) a permis d'apaiser les tensions immédiates. Washington a temporairement réduit les droits de douane sur les produits chinois, passant d'un niveau record de 145% à 30%, tandis que Pékin les abaissait à 10%. Peu après, le président américain Donald Trump se posait en négociateur en chef, signant des contrats d'envergure au Moyen-Orient.

Voilà qui a dépassé les attentes des investisseurs et leur a rendu le sourire. Les marchés ont réagi avec optimisme, estimant que le gros des dommages douaniers pouvait être réparé et ravivant l'espoir que l'économie américaine retrouve son entrain après un début d'année poussif, plombé par la forte hausse des importations à l'approche du «Liberation Day». Entre les négociations commerciales et la guerre en Ukraine, les initiatives diplomatiques portent leurs fruits, sans toutefois signifier un réel retour à la stabilité, et restent selon nous exposées aux tensions. Néanmoins, nous pensons que les marchés ont anticipé un peu vite ces éléments positifs. Et quand l'optimisme devient consensus, il laisse peu de marge pour une nouvelle progression.

Une question essentielle se pose : un simple répit de politique économique suffit-il à restaurer la confiance avant que des déchirures plus profondes n'apparaissent dans le tissu conjoncturel ? Aux États-Unis, les embauches et les dépenses de consommation ont ralenti et le marché de l'emploi semble être à un point de bascule : les entreprises ne recrutent pas à tout va, mais elles n'ont pas non plus commencé à licencier en masse.

.....
→ **Webcast**

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

La Réserve fédérale américaine se trouve dans le même genre de statu quo. Contrairement aux cycles passés ayant nécessité des mesures d'urgence, la tension sur les marchés qui a fait suite au Liberation Day n'a pas atteint ce niveau. Et la Fed ne semble pas pressée d'abaisser ses taux d'intérêt, préférant attendre que le tableau s'éclaircisse et pointant le risque d'inflation persistante et de chômage accru provoqués par la politique douanière de Trump. Il nous semble que les investisseurs aient encore à patienter pour la prochaine réduction des taux de la Fed.

Parallèlement, la dégradation de la note souveraine des États-Unis par Moody's a déplacé l'attention sur d'autres sujets d'inquiétude tels que l'aggravation du déficit budgétaire, en partie dû à la perspective de financement insuffisant des baisses d'impôts et aux effets du projet de loi budgétaire de Trump.

Les derniers mois ont mis en lumière l'importance de diversifier ses placements entre plusieurs régions et catégories d'actifs. Et malgré l'affaiblissement du billet vert et la tendance de plus en plus marquée à la dédollarisation, notons que tous les actifs libellés en dollars n'ont pas été impactés dans la même mesure. Alors que les bons du Trésor américain ont subi des ventes massives, les actions et les obligations d'entreprise américaines ont plutôt bien résisté.

Dans cet Investors' Outlook, nous passons à la loupe le dollar et sa tendance baissière, étudions l'environnement macroéconomique actuel et partageons nos réflexions sur les classes d'actifs.

La route à venir ne sera sans doute pas sans accrocs. Mais en tant que gestionnaires actifs, nous ne tirons pas sur chaque fil qui dépasse.



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

Enfiler l'aiguille

Après que les gros titres d'avril liés aux tensions commerciales ont effiloché la confiance du marché, déclenchant des ventes massives d'actions et d'obligations, mai a aidé à rétablir la situation. Le flux d'informations plus favorables et les progrès accomplis dans les négociations commerciales avec les États-Unis ont favorisé un rebond des marchés, tandis que les données sur l'inflation et le marché de l'emploi sont restées stables, du moins pour l'instant.

Nous estimons que la phase la plus perturbatrice de la guerre commerciale est probablement derrière nous. Le soulagement s'est rapidement reflété dans les enquêtes. La Global Fund Manager Survey de Bank of America¹ a révélé que les anticipations d'un atterrissage brutal² ont chuté à 26% en mai, contre près de 50% en avril. Mais les entreprises comme les consommateurs peinent toujours à évaluer l'ampleur des dommages économiques que les tensions commerciales ont pu infliger. Il est essentiel que l'incertitude se dissipe davantage pour empêcher que les données subjectives (p. ex. enquêtes sur le moral des consommateurs et des entreprises) ne se transforment en données objectives (p. ex. marché de l'emploi américain).

Avril et mai nous ont rappelé avec force que les actions politiques de Donald Trump se heurtent à des contraintes, ses décisions rencontrant des résistances non seulement à Wall Street mais aussi à l'international. En mai, le ministre des Finances du Japon, Katsunobu Kato, a déclaré que les bons du Trésor détenus par le pays «étaient un atout» dans les négociations commerciales. Il a ensuite adouci son propos³, mais les investisseurs ont interprété cette simple reconnaissance comme un changement subtil mais significatif dans la communication. Le Japon est le plus gros détenteur étranger de bons du Trésor américain.

Plus tard dans le mois, Moody's a abaissé la note de crédit des États-Unis de «Aaa» à «Aa1», pointant les inquiétudes entourant l'envolée de la dette publique et à la hausse du coût de son financement. Dernière des trois grandes agences de notation à agir (après S&P en 2011 et Fitch en 2023), cette rétrogradation a eu peu d'effet sur les actions – mais a fait grimper les rendements obligataires américains à long terme.

Le Comité d'investissement de l'équipe Multi Asset a décidé de ne pas modifier son allocation d'actifs. Voir page 5 pour des détails.

¹ Voir «Glossaire et sources» à la page 19.

	SOUS-PONDÉRATION ⁴		NEUTRE ⁵	SURPONDÉRATION ⁶		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités				→		Nous maintenons une surpondération en liquidités et restons prêts à les réallouer dès que des opportunités se présenteront.
2 Obligations		→				Nous restons négatifs sur le segment obligataire. Les rendements obligataires américains continuent à évoluer dans un environnement complexe, marqué par les inquiétudes entourant la soutenabilité des finances publiques et de l'endettement des États-Unis. En conséquence, les rendements des bons du Trésor ont augmenté, les hausses les plus marquées se manifestant sur les échéances les plus longues. S'il est vrai que l'attrait des titres du Trésor américain en tant que « valeur refuge » a diminué, nous pensons qu'ils resteront fondamentalement soutenus (en raison de l'absence d'alternatives crédibles au marché actif et liquide des obligations gouvernementales des États-Unis et du rôle du dollar en tant que monnaie de réserve mondiale). Nous maintenons une sous-pondération des obligations d'entreprise investment grade (IG). Après le resserrement des spreads lié aux annonces positives sur le commerce, les rendements ne nous offrent pas de rémunération suffisante par rapport aux moyennes historiques, compte tenu des risques élevés et de la volatilité du marché. Il en va de même pour les obligations à haut rendement, sur lesquelles nous maintenons notre sous-pondération. Nous restons neutres sur les obligations des marchés émergents (ME) en devises fortes.
3 Actions				→		Nous surpondérons légèrement les actions, en privilégiant celles des ME. Les nouvelles positives concernant le conflit commercial ont favorisé un net rebond des actions mondiales. Les craintes de récession se sont atténuées mais les risques persistants liés aux droits de douane et au déficit américain subsistent, tandis que les valorisations ont déjà retrouvé des niveaux tendus. Les marchés sont vulnérables à de nouveaux replis, et nous estimons que le manque de visibilité général incite encore à la prudence dans la prise de risque. Dès lors, nous restons neutres sur les actions américaines. Nous maintenons notre surpondération des actions des ME. La réduction de l'exposition des investisseurs aux actifs américains et la faiblesse du dollar pourraient également être les catalyseurs d'une amélioration de la performance des actions des ME.
4 Or			→			Nous maintenons notre position neutre sur l'or. Le métal jaune a atteint un sommet historique de 3500 USD l'once à la fin du mois d'avril, avant que le retour de la propension au risque et l'amélioration du sentiment de marché ne le fasse replonger temporairement sous le seuil des 3200 USD. Bien que l'or nous semble structurellement attractif, les évolutions du mois de mai nous rendent un peu plus prudents à court terme.
5 Matières premières			→			Nous restons neutres sur les matières premières. Bien que cette classe d'actifs puisse apporter une diversification intéressante aux portefeuilles, elle pourrait être subie des pressions en cas de nouveau ralentissement de la croissance économique ou si l'Organisation des pays exportateurs de pétrole et ses alliés (OPEP+) ⁷ décident d'inonder le marché de pétrole (les conjectures sur une éventuelle guerre des prix de l'OPEP+ ont resurgi à la fin du mois de mai).
6 Stratégies alternatives			→			Nous restons neutres sur les fonds alternatifs et l'immobilier.

Remarque : Les opinions sont à jour en mai 2025. Sous réserve de modifications sans préavis.

Évolution par rapport au mois précédent: identique → augmentation ↗ réduction ↘



La couronne du roi dollar vacille

Pourquoi la récente faiblesse du dollar pourrait n'être qu'un début et ce que cela signifie pour les investisseurs.



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



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



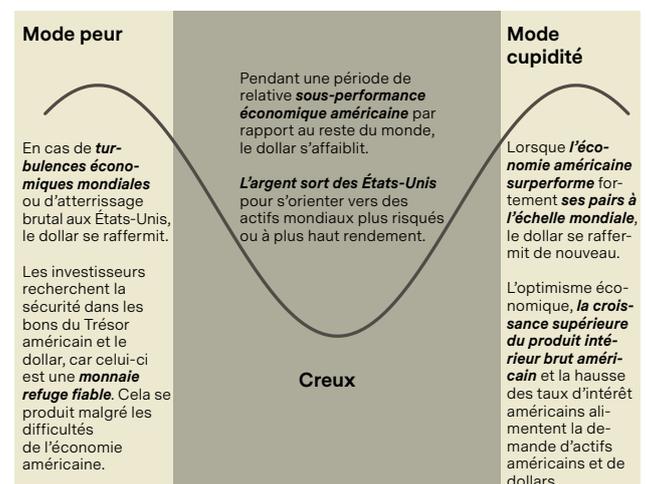
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Tout investisseur familier du marché des changes (FX) le sait: au royaume des monnaies, le dollar est roi. Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, le billet vert⁸ règne en maître comme monnaie de réserve du monde. Cela signifie que les institutions étrangères (p. ex. les gouvernements, les banques centrales) détiennent des actifs libellés en dollars (notamment des bons du Trésor américain) pour gérer la valeur de leur monnaie sur le marché des changes, emprunter de l'argent en dollars afin d'assurer leurs créanciers contre le risque de change, ou simplement utiliser le billet vert pour les paiements internationaux ou les transactions commerciales. Cette domination a été un «privilege exorbitant⁹» pour les États-Unis, car «cela ne coûte que quelques centimes au Bureau of Engraving and Printing pour produire un billet de 100 dollars tandis que d'autres pays ont dû déboursier 100 dollars de biens réels pour en obtenir un seul¹⁰».

La théorie du «sourire» du dollar

Toutefois, le système de taux de change flottant¹¹ utilisé dans de nombreuses économies signifie que même le roi des monnaies n'est pas à l'abri des fluctuations de l'offre et de la demande. C'est de là que vient la théorie du sourire du dollar. Élaborée il y a une vingtaine d'années par l'économiste Stephen Jen, elle décrit la manière dont le comportement du dollar a tendance à suivre la santé de l'économie américaine. Visuellement représentée comme un

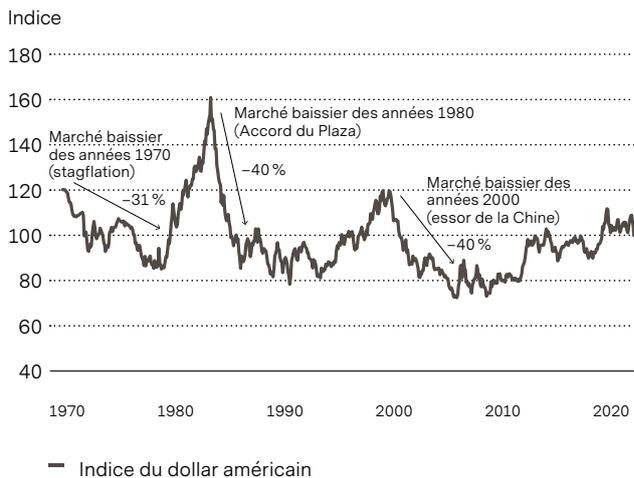
Graph. 1 : La théorie simplifiée explique la relation entre les conditions économiques et la valeur du dollar



Source : Stephen Jen, version simplifiée par Vontobel.

8 Points saillants du marché

Graph. 2 : Il y a eu trois grands marchés baissiers du dollar après Bretton Woods



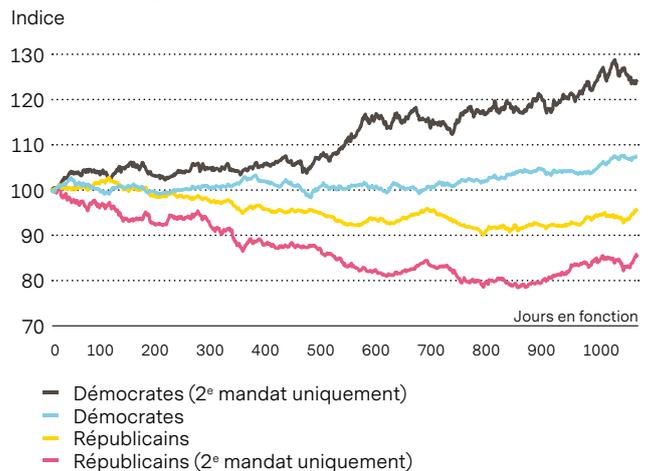
Source : LSEG, Vontobel ; au 16 mai 2025.

sourire, cette théorie suggère que le dollar tend à se renforcer dans deux scénarios : en période d'expansion économique et en période de crise économique mondiale. Le côté gauche du sourire représente un environnement en « mode peur », dans lequel les difficultés économiques mondiales poussent les investisseurs à se précipiter vers le dollar en tant que monnaie refuge. Le côté droit reflète le « mode cupidité », lorsqu'une économie américaine vigoureuse attire les investissements et stimule le dollar. Toutefois, le milieu du sourire, lorsque l'économie mondiale est stable, mais que la conjoncture américaine n'est pas nécessairement excellente, correspond souvent à un dollar plus faible, ou « dans le creux » (graph. 1).

Les marchés baissiers du dollar et leur origine

Lorsque le dollar est coincé trop longtemps « dans le creux », il peut glisser dans un marché baissier. Il y a eu trois de ces marchés baissiers dans l'histoire moderne (graph. 2). Le premier a été déclenché par l'effondrement du système de Bretton Woods. Ce système avait été instauré en 1944 lors de la conférence de Bretton Woods, lorsque les représentants de 44 nations alliées sont convenus de lier la valeur du dollar à l'or et d'arrimer les autres monnaies au dollar. Au début, le système a bien fonctionné. Mais au fil du temps, les États-Unis ont été confrontés à des problèmes économiques croissants (comme l'augmentation de la pression fiscale à cause de la guerre du Vietnam et du programme de « Grande Société¹² » du président Lyndon B. Johnson et une forte inflation). Parallèlement, des pays comme l'Allemagne

Graph. 3 : Les républicains ont tendance à avoir une influence négative sur le dollar



Performance moyenne de l'indice du dollar américain sous divers présidents (recalculée en base 100).

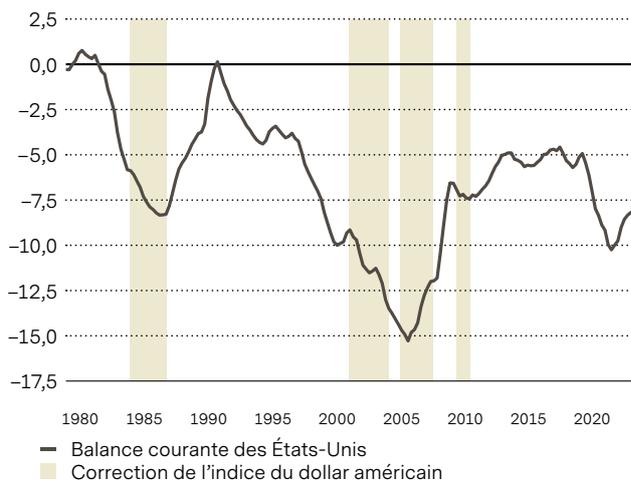
Source : LSEG, Vontobel ; au 16 mai 2025. Données depuis 1970.

et le Japon connaissaient une croissance économique rapide. Dans les années 1960, le dollar était devenu fortement surévalué. D'autres pays, inquiets de la valeur élevée du dollar et du déficit américain grandissant, ont commencé à demander de plus en plus d'or comme « couverture¹³ » de leurs actifs en dollars. Mais à ce stade, le volume de dollars en circulation dépassait de loin la réserve d'or américaine. De fait, en 1971, le président Richard Nixon a mis fin à la convertibilité du dollar en or (événement connu comme le « choc Nixon »). Le marché baissier du dollar qui a suivi a duré jusqu'au début des années 1980, lorsque le président de la Réserve fédérale (Fed), Paul Volcker, a fortement relevé les taux d'intérêt.

Le deuxième grand marché baissier a eu lieu de 1985 à 1995. La politique monétaire restrictive de Paul Volcker, allée à la politique budgétaire expansionniste du président Ronald Reagan, ont conduit à une nouvelle appréciation du dollar. En outre, les États-Unis accusaient un lourd déficit commercial, leurs principaux partenaires commerciaux (Japon, Allemagne) affichant d'importants excédents commerciaux¹⁴. La surévaluation du dollar rendait les exportations américaines coûteuses et les importations bon marché, ce qui aggravait le déséquilibre commercial. Pour remédier à ce problème, l'Accord du Plaza a été signé en 1985 entre les États-Unis, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne de l'Ouest et le Japon afin de dévaluer le dollar par rapport au yen japonais et au deutsche mark allemand.

Graph. 4 : Détérioration du déficit commercial US, souvent suivie d'un affaiblissement du dollar

En % du produit intérieur brut (PIB)



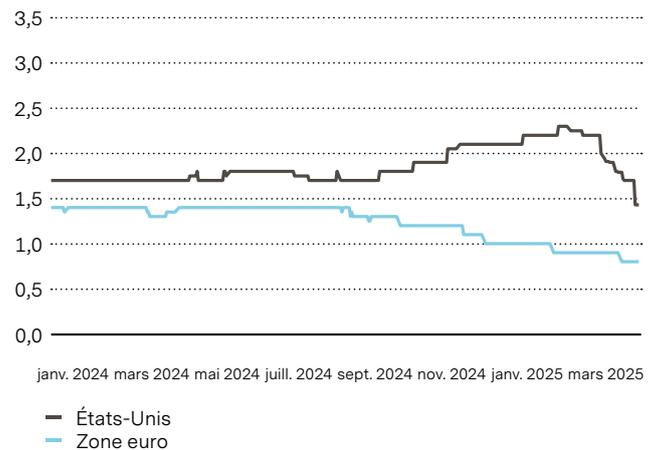
Source : LSEG, Vontobel ; au 16 mai 2025.

Le troisième grand marché baissier a duré de 2002 à 2008. Durant cette période, les États-Unis ont non seulement affiché un lourd déficit commercial, mais ils ont aussi augmenté leurs emprunts pour financer les réductions d'impôts et les dépenses militaires. Pendant ce temps, d'autres économies (en particulier la Chine) se développaient plus rapidement que les États-Unis, poussant les investisseurs à rechercher des rendements plus élevés sur les marchés non américains. Parmi une série de chocs, dont l'éclatement de la bulle Internet, les attentats du 11 septembre et les prémices de la crise financière mondiale, la Fed a réduit les taux d'intérêt pour tenter de soutenir l'économie américaine et de restaurer la confiance des investisseurs envers les actifs américains¹⁵.

Vous voyez se dessiner un schéma? Les marchés baissiers du dollar se produisent typiquement lorsque l'une ou plusieurs des conditions suivantes existent: la valorisation du dollar est chère, les déficits commercial et budgétaire américains sont élevés (et doivent être réduits), la surperformance de la croissance économique américaine a atteint un sommet, les investisseurs se tournent vers des actifs non américains, la Fed a plus de marge de manœuvre que les autres banques centrales pour réduire les taux d'intérêt ou les risques géopolitiques sont au plus haut. Il est intéressant de noter que les trois grands marchés baissiers du dollar se sont tous produits sous la présidence d'un républicain.

Graph. 5 : La fin probable de l'« exceptionnalisme » américain avec la politique de Trump

Prévision du PIB en 2025, en %



Source : LSEG, Vontobel ; au 16 mai 2025.

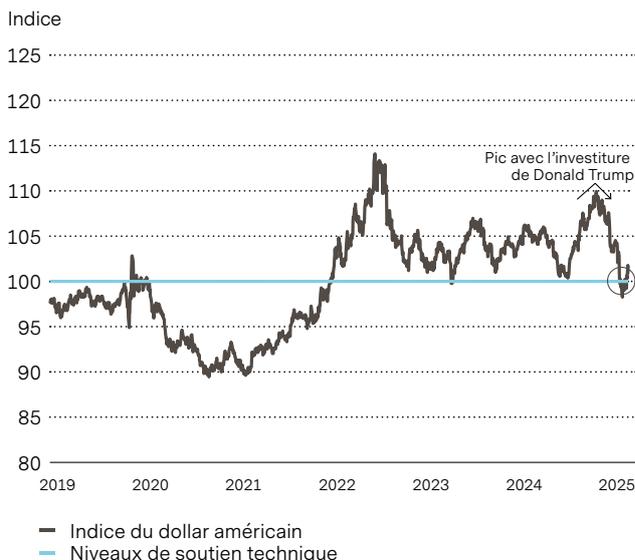
Pourquoi nous pensons que nous en sommes déjà aux premiers stades d'un nouveau marché baissier du dollar

Si l'on regarde le monde actuel, il est difficile de ne pas se demander si nous ne sommes pas à l'aube d'un autre marché baissier du dollar. Nous pensons que la réponse est oui. Pour commencer, il y a une fois encore un président républicain à la Maison-Blanche (qui a ouvertement déclaré sa préférence pour un dollar plus faible¹⁶ (graph. 3)). Au-delà de la politique, le billet vert apparaît aussi trop cher du point de vue de la parité de pouvoir d'achat¹⁷, ce qui a généralement été un prélude à une dévaluation.

Troisièmement, l'économie américaine est confrontée à d'importants déficits commerciaux. D'après le Bureau of Economic Analysis américain, le déficit du pays en biens et en services était de 140,5 milliards USD en mars 2025. Un billet vert plus faible pourrait aider à rééquilibrer le commerce américain en rendant les exportations américaines meilleur marché pour les acheteurs étrangers et les importations plus chères pour les consommateurs américains (graph. 4). Quatrièmement, les États-Unis vivent encore au-dessus de leurs moyens. Le Congressional Budget Office estime que le déficit du budget fédéral a atteint 1,1 billion USD au cours des sept premiers mois de l'exercice 2025 (soit 196 milliards de plus que sur la même période de l'année précédente). Par conséquent, les États-Unis dépensent actuellement plus pour le service de leur dette que pour la défense, une situation difficilement tenable. Cinquièmement, de plus en plus de signes

10 Points saillants du marché

Graph. 6 : Les investisseurs se détournent du billet vert



Source : LSEG, Vontobel ; au 16 mai 2025.

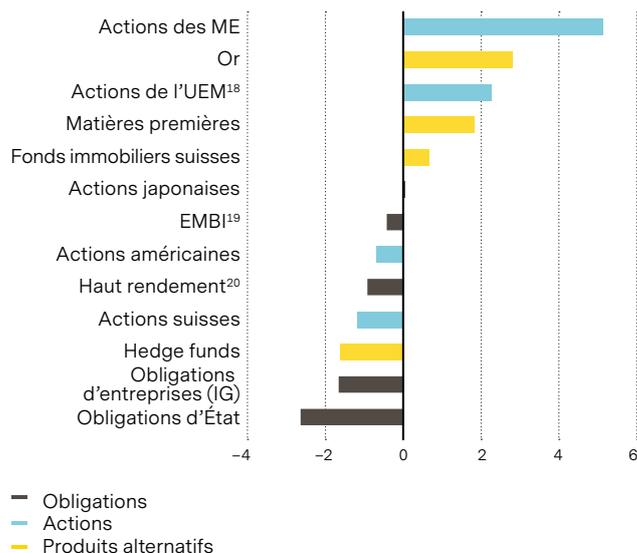
indiquent que l'ère de l'«exceptionnalisme» de la croissance américaine à laquelle nous nous sommes tant habitués, en particulier au lendemain de la pandémie de Covid-19, pourrait être en train de disparaître, en partie à cause de l'approche politique du président Donald Trump, qui a fortement sapé la confiance des entreprises et des consommateurs américains, et en partie pour d'autres raisons propres à d'autres pays (p. ex. la réforme inattendue du frein à l'endettement en Allemagne). Une enquête de Bloomberg montre que les économistes ont nettement réduit leurs prévisions relatives au produit intérieur brut (PIB) américain (graph. 5). Une surperformance moindre de la croissance américaine pourrait permettre à la Fed d'abaisser davantage les taux d'intérêt que d'autres banques centrales et de réduire l'avantage de rendement du dollar. Enfin, le sentiment des investisseurs envers les États-Unis semble s'être aigri. L'attitude de Donald Trump consistant à exercer une «pression maximale» sur le commerce et la politique étrangère a déclenché des ventes d'actifs libellés en dollars et a contribué à affaiblir le billet vert (graph. 6).

Risques pesant sur notre scénario d'un marché baissier du dollar

Si nous pensons qu'un marché baissier du dollar est probable, certains risques pourraient temporairement remettre en question ce scénario. Bien que l'attrait du

Graph. 7 : Multi-actifs – qu'est-ce qui marche le mieux lorsque le dollar est en baisse ?

Score basé sur les corrélations historiques du dollar



Source : LSEG, Vontobel ; au 16 mai 2025. Données 2008 – 2025.

Les rendements peuvent augmenter ou diminuer en raison des fluctuations des devises.

dollar en tant que valeur refuge ait peut-être perdu un peu de son lustre, il pourrait recommencer à briller, par exemple si la Fed décidait de resserrer fortement les cordons de la bourse ou en cas de récession profonde.

Qu'est-ce que cela signifie pour nous en tant qu'investisseurs multi-actifs ? Dans une perspective historique, les marchés baissiers du dollar que nous avons connus par le passé ont produit quelques gagnants et perdants (évidents). Les actions européennes et des ME, l'or et les matières premières s'en sont le mieux tirés, tandis que les emprunts d'État et les obligations d'entreprises s'en sont le plus mal sortis (graph. 7). Pourquoi ces résultats étaient-ils «évidents» ? Premièrement, beaucoup de ME empruntent en dollar. Un dollar plus faible rend le service de la dette moins coûteux pour ces pays, libérant davantage de capital pour la croissance et l'investissement. Deuxièmement, une baisse du dollar rend aussi les biens et les services des ME plus abordables pour les acheteurs internationaux, ce qui stimule les exportations et renforce ces économies. Troisièmement, une dépréciation du dollar incite généralement les investisseurs à rechercher des rendements supérieurs ailleurs (p. ex. sur les ME ou en Europe). Quatrièmement, beaucoup de ME dépendent fortement des exportations de matières premières. Le prix des matières premières étant généralement fixé en dollars, un dollar plus faible peut entraîner

Graph. 8 : Le statut de monnaie de réserve du dollar n'est pas encore remis en question

Fonctions des principales monnaies et alternatives

FONCTIONS D'UNE MONNAIE	USD*	EUR*	CNY*	JPY*	GBP*	INR*	BTC*	OR
Réserve de valeur	■	■	■	■	■	■	■	■
Intermédiaire dans les échanges	■	■	■	■	■	■	■	■
Unité de compte	■	■	■	■	■	■	■	■
FACTEURS ÉCONOMIQUES								
Compte de capital ouvert	■	■	■	■	■	■	■	■
Peut supporter politiquement un déficit de la balance courante	■	■	■	■	■	■	■	■
Économie importante	■	■	■	■	■	■	■	■
Part du commerce mondial	■	■	■	■	■	■	■	■
Marchés financiers: taille, profondeur et ouverture	■	■	■	■	■	■	■	■
Utilisation de la monnaie comme arrimage/ ancrage	■	■	■	■	■	■	■	■
Économie stable	■	■	■	■	■	■	■	■
FACTEURS GÉOPOLITIQUES								
Système d'alliances géopolitiques solide	■	■	■	■	■	■	■	■
Puissance navale, aérienne et cybernétique dominante	■	■	■	■	■	■	■	■

■ Élevé ■ Moyen ■ Faible

*USD = Dollar US, EUR = Euro, CNY = Yuan chinois, JPY = Yen japonais, GBP = Livre britannique, INR = Roupie indienne, BTC = Bitcoin

Source : Atlantic Council's Dollar Dominance Monitor, Alpine Macro, Vontobel ; mai 2025.

une hausse du prix des matières premières, ce qui profite à ces économies.

Le trône est contesté, mais pas vacant

Les prédictions selon lesquelles le dollar pourrait perdre son statut de monnaie de réserve du monde n'ont rien de nouveau. Pendant des années, les pays du BRICS²¹ ont discuté de la possibilité de créer une alternative au dollar adossée à leurs propres monnaies. L'initiative « Ceinture et Route²² » lancée par la Chine en 2013 a aussi été largement considérée comme une tentative de réduire la dépendance de la Chine au dollar et de promouvoir le commerce et les investissements en yuans. Plus récemment, la guerre entre la Russie et l'Ukraine et le gel, par les pays occidentaux, des réserves de change de la banque centrale russe qui a suivi ont ravivé les efforts de dédollarisation. Lors du sommet des BRICS qui s'est tenu à Kazan, en Russie, en 2024, les participants ont revisité l'idée d'une monnaie de réserve (appelée « l'unité »), qui serait potentiellement adossée à l'or. Le président russe Vladimir Poutine a même présenté ce qui a semblé être un prototype de billet des BRICS.

Si nous nous attendons à un billet vert structurellement plus faible, nous ne pensons pas que son statut de monnaie de réserve soit actuellement sérieusement menacé, parce que toute monnaie qui aspire à assumer ce rôle doit

répondre à plusieurs critères importants. Avant tout, elle doit incarner les trois fonctions clés d'une monnaie (c.-à-d. servir de réserve de valeur fiable, être largement acceptée comme intermédiaire des échanges et être une unité de compte). Deuxièmement, le pays qui émet cette monnaie doit aussi remplir plusieurs conditions. Bien qu'il n'existe pas de liste définitive, un analyste du Département du Trésor américain fournit un bon point de départ : 1) la taille de l'économie nationale, 2) l'importance de l'économie dans le commerce international, 3) la taille, la profondeur et l'ouverture des marchés financiers, 4) la convertibilité de la monnaie, 5) l'utilisation de la monnaie comme monnaie d'arrimage, et 6) les politiques macro-économiques nationales²³. Dans l'idéal, la monnaie de réserve du monde devrait aussi satisfaire à plusieurs « critères géopolitiques ». Cela signifie que le pays qui émet la monnaie doit pouvoir s'appuyer sur un système d'alliances géopolitiques solide et être la puissance navale, aérienne et cybernétique dominante. Un coup d'œil au graphique 8 montre que, s'il existe des prétendants potentiels, le dollar l'emporte toujours clairement sur ses rivaux concernant les critères clés à remplir pour bénéficier du statut de monnaie de réserve²⁴.

Tensions à l'horizon



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

La récente rétrogradation de la note de crédit des États-Unis par Moody's a davantage confirmé qu'elle n'a surpris mais elle souligne le problème de déficit croissant auquel Washington est confronté alors que les investisseurs s'attendent à une déferlante de nouvelles émissions de bons du Trésor. Sans substitut réel pour la dette américaine, les rendements pourraient rester instables mais les fondements du marché semblent solides.

La décision prise par Moody's de retirer aux États-Unis leur dernière note la plus haute relève davantage du symbole que d'un impact réel sur les marchés. Lorsque S&P a décidé de cette première rétrogradation en 2011, le choc fut réel. Quand Fitch lui a emboîté le pas des années plus tard, la rétrogradation n'a guère fait sourciller. Dans le cas présent, la décision de Moody's confirme surtout ce que les marchés ont déjà intégré, à savoir que la trajectoire budgétaire américaine suscite des inquiétudes et que le système politique n'est guère rassurant.

La question essentielle consiste à savoir si cela va devenir le catalyseur que le marché obligataire attendait. Les investisseurs sont nerveux alors que le gonflement des déficits et le flot de nouvelles émissions font grimper

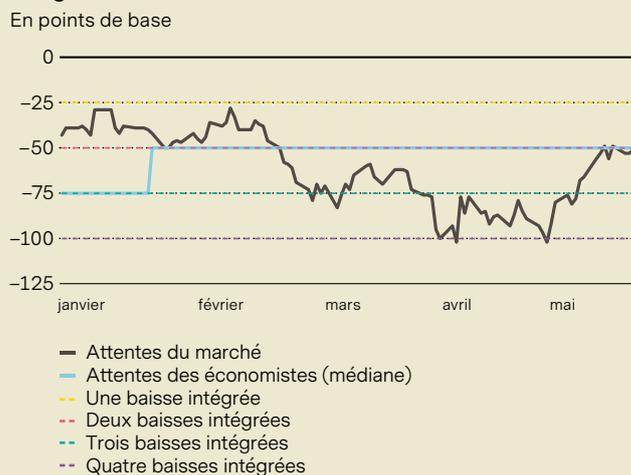
les rendements. La décision de Moody's ne suffira sans doute pas à secouer le marché à elle seule, mais elle braque les projecteurs sur le refus (ou l'incapacité) de Washington de freiner ses dépenses. Les propositions visant à prolonger les baisses d'impôts décidées sous Trump, par exemple, ajouteraient plus de 3500 milliards USD au déficit au cours de la prochaine décennie²⁵. Si ces mesures devenaient permanentes, elles feraient grimper le ratio dette-PIB américain à près de 200% en une génération²⁶ (graph. 1), niveau seulement dépassé par le Japon et le Soudan. L'absence d'alternatives sérieuses au marché actif et liquide de la dette publique américaine signifie que si le creusement du déficit budgétaire risque de maintenir les primes de terme et la volatilité du marché à des niveaux élevés, le soutien global au marché des bons du Trésor reste intact néanmoins.

Les traders s'attendent toujours à un assouplissement des taux de la Fed avant la fin de l'année. La logique est simple : si les données confirment que l'inflation reflue, que la croissance ralentit et que les embauches fléchissent, la Fed agira rapidement. Ses responsables n'ont cessé de répéter le même message : patience tout d'abord, action plus tard. Certains estiment qu'il faudra davantage de données avant que des baisses ne soient envisagées, pointant du doigt les tensions commerciales et les perspectives de croissance hétérogènes. Les traders ont donc réduit de moitié leurs anticipations de baisse des taux en quelques semaines seulement (graph 2). Pour l'heure, la position de la Fed est claire : rester en veille, analyser les données et réévaluer la situation en septembre.

Graph. 1 : Effets de la loi budgétaire de mai 2025



Graph. 2 : Que croit le marché ? Baisses des taux intégrées d'ici décembre 2025



Retour à la case départ: quelle est la suite après le «relief rally» ?



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

Le discours sur les droits de douane s’est nettement inversé, culminant dans la trêve entre la Chine et les États-Unis déclarée mi-mai. Les marchés ont ainsi pu gommer l’essentiel de leurs pertes, la hausse étant encore stimulée par les solides résultats du premier trimestre. La question à présent est de savoir quel sera le prochain fil conducteur des marchés ?

Les rendements totaux ont été robustes sur la plupart des marchés depuis la trêve du 9 mai, en particulier pour les mégacapitalisations technologiques américaines, notamment celles liées à l’IA (graph. 1). Celles-ci représentent plus de 40% de la capitalisation de l’indice S&P 500 et plus du tiers de ses bénéfices, ce qui en fait toujours un élément central de la tendance plus générale des actions américaines.

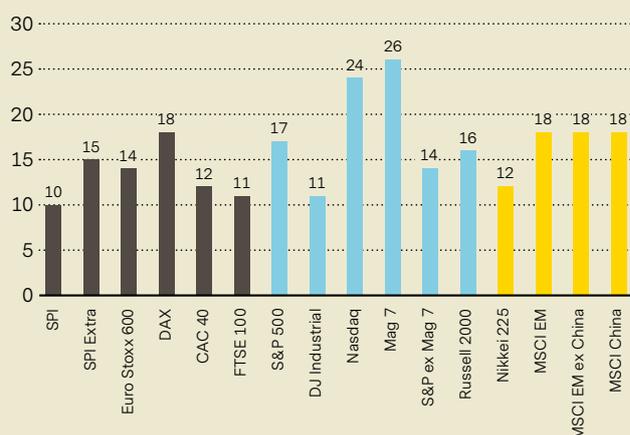
Toutefois, les prévisions des bénéfices annuels pour les places boursières en général restent orientées à la baisse, sauf dans le cas des ME. Avec la hausse d’après-avril, les valorisations ont rebondi pour atteindre un niveau proche des pics du début de l’année. Le S&P 500 présente désormais un ratio cours-bénéfice²⁷ à 12 mois supérieur à 20x hors actions technologiques, notamment

celles du groupe des «7 Magnifiques²⁸», et d’environ 22x globalement – très au-dessus de la moyenne à dix ans dans les deux cas. L’Europe et les ME affichent des tendances similaires, bien que les extrêmes soient moins prononcés (graph. 2).

Le risque lié aux tarifs douaniers est-il entièrement pris en compte ? Nous ne le pensons pas. Trois risques clés subsistent. Premièrement, les tensions commerciales pourraient s’enflammer cet été, rappelant la volatilité qui a suivi la trêve commerciale de 2018. Deuxièmement, malgré des réductions, les tarifs douaniers moyens restent élevés (entre 15 et 18%), bien supérieurs aux niveaux de fin 2024. Ils touchent à présent plus de 150 pays et 3000 milliards USD d’importations américaines. Partir du principe qu’il n’y aura aucun impact sur la croissance semble excessivement optimiste. Troisièmement, les rendements des bons du Trésor américain à dix ans sont récemment remontés à plus de 4,5%, en partie du fait des anticipations de hausse de l’inflation, historiquement défavorable aux actions. Cela dit, nous pensons que l’impact de l’inflation sera probablement limité et de courte durée. Contrairement à la situation observée durant la pandémie, il ne s’agit pas d’un choc d’offre: il n’y a pas d’importantes mesures de relance budgétaire et les stocks de biens durables restent élevés. Si ce ralentissement est d’origine politique, nous sommes d’avis qu’il devrait être bref. Des prévisions de bénéfices plus faibles en 2025 pourraient préparer le terrain à un puissant rebond en 2026, aidé par des effets de base favorables. Sauf chocs graves et en supposant une inflation modérée, la Fed devrait opérer un virage et abaisser ses taux, ce qui pourrait favoriser la hausse des multiples.

Graph. 1 : Que s’est-il passé sur les marchés boursiers après l’annonce de la trêve de 90 jours, le 9 avril ?

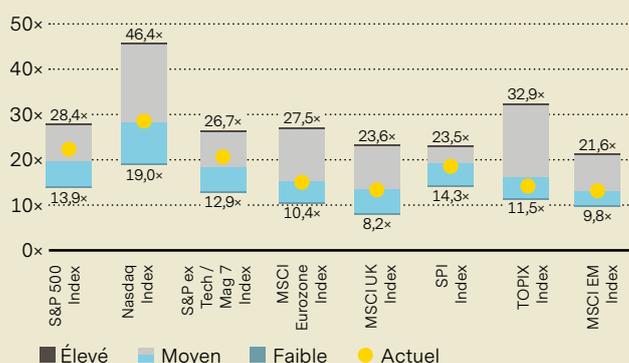
Rendement total en monnaies locales, en %



Source : LSEG, Vontobel ; au 22 mai 2025.
Les rendements peuvent augmenter ou diminuer en raison des fluctuations des devises.

Graph. 2 : Comparaison du ratio cours-bénéfices à 12 mois* en 2025 par rapport aux 10 dernières années

Estimations du PER pour 2025



*Le ratio cours / bénéfices (PER) à 12 mois est un indicateur de valorisation utilisé pour évaluer la valeur relative des actions d’une entreprise par rapport au potentiel de bénéfices futurs

Source : LSEG, Vontobel ; au 22 mai 2025.

Quand le pétrole brut imite la Joconde



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

Depuis que Léonard de Vinci a peint le sourire énigmatique de la Joconde sur une toile il y a plus de 500 ans, le monde s'interroge sur sa signification. Aujourd'hui, la courbe du pétrole brut esquisse elle aussi un sourire. Mais, contrairement à celui de la Joconde, sa signification est moins mystérieuse²⁹.

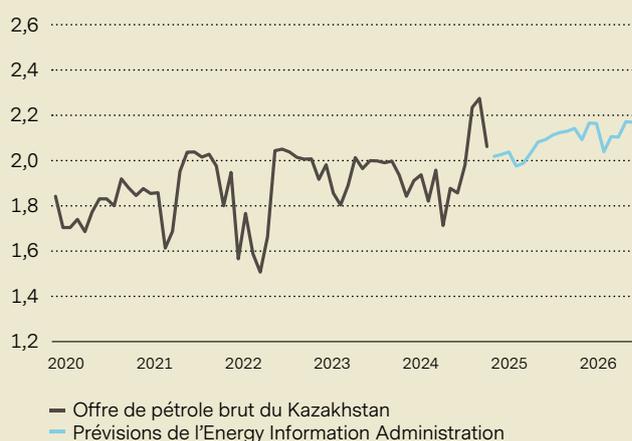
Quiconque observe la courbe actuelle des futures sur le pétrole brut est confronté à une forme engageante. La courbe semble «sourire», c'est-à-dire qu'elle descend («en backwardation») puis remonte³⁰ («en contango»). Cette configuration peu habituelle signale des tensions à court terme, mais une offre excédentaire à long terme.

Par exemple, en 2014, le Brent se négociait à 115 USD le baril en juin, pour ensuite chuter en dessous de 60 USD à la fin de l'année. Cette dégringolade s'explique par plusieurs facteurs : l'offre excédentaire due au boom du pétrole de schiste aux États-Unis, la baisse de la demande liée au ralentissement économique en Europe et en Chine, et la politique de production (le refus de l'OPEP+ de réduire sa propre production malgré l'offre excédentaire). Des facteurs similaires ont conduit à la courbe «souriante» actuelle.

Bien que le marché devrait bénéficier d'un soutien saisonnier (déplacements estivaux aux États-Unis) à court terme, il est probable que l'offre soit excédentaire à long terme. La guerre commerciale, ainsi que les craintes connexes entourant la croissance économique, freinent la demande de pétrole. Par ailleurs, l'OPEP+ n'essaie plus de maintenir l'offre à un niveau artificiellement bas : elle a annoncé des augmentations de production plus importantes que prévu pour avril, mai et juin – près d'un million de barils par jour. Plusieurs explications sont possibles à cet égard : la volonté de plaire à Donald Trump (qui a appelé à une baisse des cours du pétrole) ou une tentative de punir les surproducteurs au sein du groupe (qui sont eux-mêmes pénalisés par la baisse des prix). Quelle que soit sa motivation, l'Arabie saoudite, le pilier de l'OPEP+, semble avoir fait d'une pierre deux coups. Premièrement, le Kazakhstan, surproducteur notoire, est revenu dans le droit chemin – du moins pour l'instant (graph. 1). Deuxièmement, elle a également mis à mal des producteurs non membres de l'OPEP+³¹ (graph. 2). Reste à savoir si le Kazakhstan réduira effectivement sa production de pétrole. Par le passé, le pays a souvent affiché une coopération de façade, tout en dépassant régulièrement son quota. Si la production du Kazakhstan dépasse à nouveau les attentes, de nouvelles augmentations de la production de l'OPEP+ (et une pression baissière supplémentaire sur les prix) sont probables, selon nous. Cette combinaison de facteurs explique pourquoi nos perspectives pour le pétrole sont structurellement baissières – à moins que Trump ne s'en prenne à nouveau à l'Iran, comme lors de son premier mandat. Cependant, cela ne correspond pas à notre scénario de référence, car une telle politique irait à l'encontre de sa volonté de ramener le prix du pétrole à 50 USD voire moins.

Graph. 1 : Le Kazakhstan, surproducteur, a promis de respecter son quota

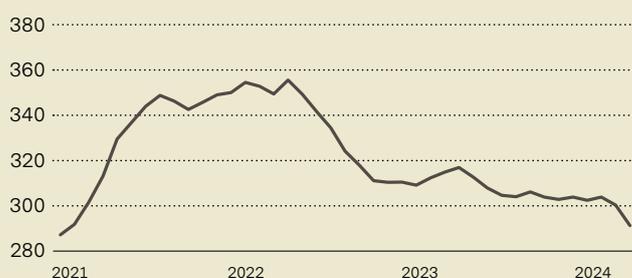
Millions de barils par jour



Source : LSEG, Vontobel ; avril 2025.

Graph. 2 : La baisse du nombre de plateformes dans le Bassin permien* s'est accélérée

Nombre réel de plateformes**



■ Nombre de plateformes pétrolières dans le Bassin permien*

*Le Bassin permien s'étend sur l'est du Nouveau-Mexique et la majeure partie de l'ouest du Texas. Il est considéré comme la plus grande région productrice de pétrole des États-Unis.

**Le nombre de plateformes actives constitue un indicateur avancé de la demande de produits utilisés dans le forage, la complétion, la production et le traitement des hydrocarbures.

Source : Baker Hughes, Vontobel ; au 21 mai 2025.

Tensions monétaires



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

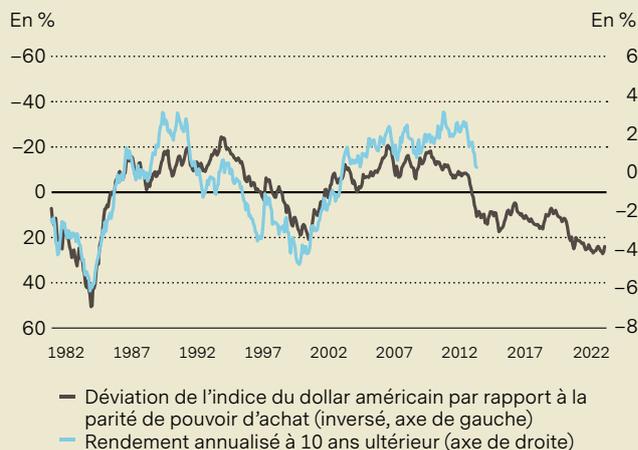
Les spéculations vont bon train selon lesquelles une nouvelle version de l'Accord du Plaza pourrait être en préparation, face à la forte appréciation de monnaies asiatiques comme le dollar taïwanais et le won coréen. Qu'il existe non une action coordonnée en coulisse, la trajectoire générale du dollar ressemble selon nous de plus en plus à un déclin prolongé, enraciné dans des déséquilibres structurels.

Le billet vert joue certes un rôle central dans la finance mondiale. Mais ce qui est en train de changer, c'est la confiance qui sous-tend ce rôle. La confiance s'effrite et le dollar commence à se replier, tout en restant pourtant surévalué (graph. 1). Si l'on se fie à l'expérience passée, nous pourrions assister à une dépréciation annuelle moyenne de 3 à 4% au cours de la prochaine décennie, faisant écho à l'évolution observée dans les années 1980, après l'Accord du Plaza (voir Market Highlights page 6). Et la hausse du rendement des bons du Trésor américain à long terme ne soutient plus le dollar, coïncidant au contraire avec un nouvel accès de faiblesse. La rétrogradation décidée par Moody's a souligné la détérioration des perspectives budgétaires américaines, et dans un monde qui remet en question la domination du dollar, ces fissures

gagnent en importance pour les investisseurs en obligations comme pour les monnaies. Les vulnérabilités structurelles comme les déficits budgétaire et de la balance courante, longtemps ignorées dans le contexte américain, commencent à se faire sentir.

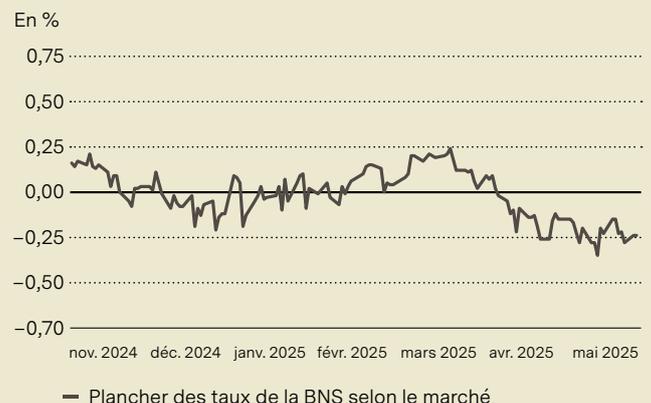
Ailleurs, la Suisse glisse vers la déflation³², et la Banque nationale suisse (BNS) est à court d'options. Après avoir inauguré le cycle de baisse des taux du G10 en mars 2024, elle est à présent confrontée à la disparition de l'inflation, avec une inflation globale nulle et une inflation sous-jacente à 0,6%. Sans l'effet décalé de la hausse des loyers, la progression des prix serait probablement déjà négative. Et ce soutien s'estompe rapidement: la baisse des taux hypothécaires de référence devrait titrer l'inflation des loyers vers le bas ces prochains mois. On s'attend largement à ce que la BNS abaisse de nouveau ses taux en juin, ramenant le taux directeur à zéro, cela ne devrait toutefois pas marquer la fin du cycle d'assouplissement. D'autres baisses, même au-dessous de zéro, sont possibles si l'inflation reste faible. Les marchés ont déjà intégré une baisse supplémentaire de -0,25% (graph. 2). Retourner à des taux négatifs est une solution de dernier recours, car de tels taux sont impopulaires et potentiellement contre-productifs car ils nuisent aux bénéfices des banques et ne contribuent guère à stimuler le crédit. Ils pourraient au mieux affaiblir le franc, mais sachant que la BCE assouplisse également sa politique, les écarts de rendement pourraient rester favorables au franc. Si la monnaie ne réagit pas aux taux, la BNS pourrait se tourner vers des interventions directes sur le marché des changes. En bref, la BNS est dans une impasse: l'inflation est trop basse, les taux sont proches de zéro et le franc est trop fort. Une baisse à zéro semble imminente. Au-delà, les choix deviennent plus complexes.

Graph. 1 : Quand la surévaluation nous rattrape



Source : LSEG, Vontobel ; au 21 mai 2025.
Les rendements peuvent augmenter ou diminuer en raison des fluctuations des devises.

Graph. 2 : Baisse du plancher – les marchés font baisser les attentes concernant le taux final de la BNS



Source : LSEG, Vontobel ; au 21 mai 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	1,5	2,2	2,3	
Zone euro	0,9	0,9	0,8	1,1	
États-Unis	2,8	2,0	1,4	1,5	
Japon	0,1	1,7	0,8	0,8	
R.-U.	0,9	1,3	1,0	1,1	
Suisse	1,3	1,6	1,1	1,4	
Australie	1,0	1,3	1,8	2,3	
Chine	5,0	5,4	4,3	4,0	

INFLATION	2024 ³	ACTUEL ⁴	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			2025	2026	VONTOBEL
Zone euro	2,4	2,2	2,1	1,9	→
États-Unis	3,0	2,3	3,1	2,8	→
Suisse	1,1	0,0	0,4	0,7	↓

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2024	ACTUEL	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	DANS 12 MOIS ⁵
EUR (taux de dépôt)	3,00	2,25	1,91	1,87	↓
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	4,50	4,50	4,30	3,60	↓
CHF	0,50	0,25	0,00	0,00	→

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2024	ACTUEL	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	DANS 12 MOIS ⁵
EUR (Allemagne)	2,37	2,65	2,56	2,78	↓
USD	4,57	4,58	4,18	4,1	↓
CHF	0,33	0,40	0,43	0,56	↓

TAUX DE CHANGE	2024	ACTUEL	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	DANS 12 MOIS ⁵
CHF / EUR	0,94	0,93	0,94	0,95	↑
CHF / USD	0,91	0,83	0,83	0,82	↓
USD / EUR	1,04	1,13	1,14	1,16	↑

MATIÈRES PREMIÈRES	2024	ACTUEL	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	DANS 12 MOIS ⁵
Pétrole brut Brent, USD par baril	75	64	67	69	↓
Or, USD par once troy	2625	3312	3048	3103	→
Cuivre, USD par tonne métrique	8768	9534	9200	9605	↓

Remarque : Les opinions sont à jour en mai 2025. Sous réserve de modifications sans préavis.

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. Les informations, analyses et opinions figurant sur ce site web ont été préparées par Vontobel Asset Management.

Vontobel Asset Management est la marque commerciale de l'activité de gestion d'actifs de Vontobel Holding AG et de ses filiales dans le monde entier, y compris Vontobel Asset Management, Inc.

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.

Le site web de Vontobel Asset Management doit être utilisé uniquement à des fins informatives et ne constitue ni un conseil en investissement, ni une opinion sur la pertinence d'un quelconque placement, ni une offre, une sollicitation ou une recommandation d'acheter ou de vendre des instruments financiers, de réaliser des transactions ou de conclure un quelconque acte juridique. L'adéquation des informations fournies doit être évaluée en fonction de vos objectifs, de votre situation financière et de vos besoins. L'utilisation des informations fournies relève de la seule responsabilité du lecteur.

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.

Les indices sont présentés uniquement à titre illustratif, ne sont pas gérés et ne tiennent pas compte des conditions de marché ni des coûts liés à l'investissement. En outre, la stratégie de la société peut recourir à des techniques et instruments d'investissement qui ne sont pas utilisés pour générer la performance des indices. Pour cette raison, la performance de la société et celle des indices ne sont pas directement comparables.

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 encourrez 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.

«BLOOMBERG®» et les indices Bloomberg énumérés dans le présent document (les «indices») sont des marques de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses filiales, y compris Bloomberg Index Services Limited («BISL»), l'administrateur des indices (collectivement, «Bloomberg»), et ont fait l'objet d'une licence d'utilisation à certaines fins par le distributeur du présent document (le «preneur de licence»). Bloomberg n'est pas affilié au preneur de licence et Bloomberg n'approuve pas, ne cautionne pas, n'examine pas et ne recommande pas les produits financiers mentionnés dans le présent document (les «produits»). Bloomberg ne garantit pas l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité des données ou informations relatives aux produits.

Les données MSCI sont destinées à un usage interne uniquement et ne peuvent être redistribuées ou utilisées dans le cadre de la création ou de l'offre de titres, produits financiers ou indices. Ni MSCI ni aucune autre tierce partie impliquée dans ou liée à la compilation, au calcul ou à la création des données MSCI (les «parties MSCI») ne donne aucune garantie ou représentation expresse ou implicite concernant ces données (ou les résultats à obtenir par leur utilisation), et les parties MSCI déclinent expressément toute garantie quant à leur originalité, exactitude, intégralité, qualité marchande ou aptitude pour un usage particulier concernant de telles données. Sans limiter la portée de ce qui précède, aucune des parties MSCI ne pourra en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, punitif, consécutif ou autre (y compris le manque à gagner), même si elle a été avisée de la possibilité de tels dommages.

18 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 : Bank of America, Global Fund Manager Survey, mai 2025
- ² Il y a atterrissage brutal lorsqu'une économie ralentit brutalement après une période de croissance, conduisant souvent à une récession.
- ³ Source : article de Bloomberg, publié le 4 mai 2025. [bloomberg.com/news/articles/2025-05-04/kato-says-won-t-use-sale-of-us-treasuries-in-trade-negotiations](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-05-04/kato-says-won-t-use-sale-of-us-treasuries-in-trade-negotiations)
- ⁴ Sous-pondération signifie que le Comité d'investissement de l'équipe Multi Asset a une préférence moindre pour une classe ou sous-classe d'actifs.
- ⁵ Neutre signifie que le Comité d'investissement de l'équipe Multi Asset n'a ni préférence accrue ni réduite pour une classe ou sous-classe d'actifs.
- ⁶ Surpondération signifie que le Comité d'investissement de l'équipe Multi Asset a une préférence plus forte pour une classe ou sous-classe d'actifs.
- ⁷ L'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et ses alliés (OPEP+) est un groupe de producteurs influents qui représente les pays exportateurs de pétrole tels que l'Arabie saoudite, l'Iran et la Russie.
- ⁸ Surnom du dollar, qui vient de la couleur verte du verso des billets de banque américains.
- ⁹ L'expression « privilège exorbitant » a été utilisée pour la première fois dans les années 1960 par le ministre français des Finances Valéry Giscard d'Estaing.
- ¹⁰ Source : Barry Eichengreen : Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International monetary system (2012).
- ¹¹ Un système de taux de change flottant est un système dans lequel la valeur de la monnaie d'un pays s'apprécie et se déprécie librement en fonction du nombre de personnes qui veulent l'acheter ou la vendre, au lieu d'être fixée par le gouvernement.
- ¹² Ensemble d'initiatives gouvernementales lancées dans les années 1960 pour réduire la pauvreté, améliorer l'éducation, assurer des soins de santé et promouvoir les droits civils aux États-Unis.
- ¹³ Réserves d'or servant à garantir ou à soutenir la valeur des actifs libellés en dollars détenus par des gouvernements étrangers.
- ¹⁴ Cela signifie que les États-Unis importaient davantage de biens, de services et de capitaux qu'ils n'en exportaient, alors que les autres pays exportaient davantage qu'ils n'importaient.
- ¹⁵ Des taux d'intérêt plus bas peuvent réduire les rendements des actifs libellés en dollars.
- ¹⁶ Source : article de Bloomberg, publié le 18 juillet 2024. [bloomberg.com/opinion/articles/2024-07-18/trump-s-weak-dollar-clashes-with-inflation-other-economic-priorities](https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2024-07-18/trump-s-weak-dollar-clashes-with-inflation-other-economic-priorities)
- ¹⁷ Elle compare la valeur de différentes monnaies à travers le coût d'un panier commun de biens et de services et est souvent utilisée pour déterminer si une monnaie est sous-évaluée ou surévaluée par rapport à une autre.
- ¹⁸ Les actions de l'UEM font référence aux actions d'entreprises ayant leur siège dans des pays membres de l'Union économique et monétaire (UEM) de l'Union européenne.
- ¹⁹ EMBI signifie Emerging Market Bonds Index (indice des obligations des marchés émergents).
- ²⁰ Haut rendement désigne des obligations qui offrent des taux d'intérêt (rendements) plus élevés en raison d'un risque de crédit plus important.
- ²¹ Les pays qui constituent les BRICS étaient à l'origine le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine et l'Afrique du Sud. En 2025, les BRICS comptent dix pays membres : le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine, l'Afrique du Sud, l'Égypte, l'Éthiopie, l'Indonésie, l'Iran et les Émirats arabes unis.
- ²² Plan de la Chine prévoyant d'investir dans des routes, des voies ferrées, des ports et d'autres projets dans le monde entier afin de faciliter le commerce et de renforcer son influence mondiale.
- ²³ Source : Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies du Département du Trésor américain (2009), [home.treasury.gov/system/files/206/FXReportFINALOctober152009.pdf](https://www.treasury.gov/system/files/206/FXReportFINALOctober152009.pdf)
- ²⁴ Source : The Atlantic Council's Dollar Dominance Monitor (2025), atlanticcouncil.org/programs/geoeconomics-center/dollar-dominance-monitor/
- ²⁵ Source : article de Reuters, publié le 22 mai 2025. [reuters.com/world/us/us-house-republicans-set-pre-dawn-votes-get-trump-tax-bill-over-finish-line-2025-05-22/](https://www.reuters.com/world/us/us-house-republicans-set-pre-dawn-votes-get-trump-tax-bill-over-finish-line-2025-05-22/)
- ²⁶ Source : article du Washington Post, publié le 22 mai 2025. www.washingtonpost.com/business/2025/05/22/trump-tax-bill-debt-investor-bonds/
- ²⁷ Le ratio cours/bénéfice à 12 mois est un indicateur de valorisation utilisé pour évaluer la valeur relative des actions d'une entreprise par rapport au potentiel de bénéfice futur
- ²⁸ Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta Platforms, Tesla.
- ²⁹ La courbe du pétrole brut, ou courbe des futures sur le pétrole, est une représentation graphique des prix des futures sur le pétrole brut. Elle montre le prix du pétrole pour livraison à différents moments dans le futur. La forme de la courbe peut indiquer les anticipations du marché concernant les prix futurs du pétrole.
- ³⁰ Lorsqu'un marché est en backwardation, le prix à terme des futures est inférieur au prix au comptant actuel. Lorsqu'un marché est en contango, le prix à terme est supérieur au prix au comptant.
- ³¹ Les producteurs non membres de l'OPEP+ ont besoin de prix du pétrole beaucoup plus élevés pour « atteindre le seuil de rentabilité ». Si les prix du pétrole sont trop bas, ils réduisent souvent leur production.
- ³² Source : Article du Wall Street Journal, publié le 5 mai 2025. [wsj.com/finance/currencies/switzerland-nears-deflation-as-snb-mulls-rate-cuts-ad6ea1b7](https://www.wsj.com/finance/currencies/switzerland-nears-deflation-as-snb-mulls-rate-cuts-ad6ea1b7)

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

