

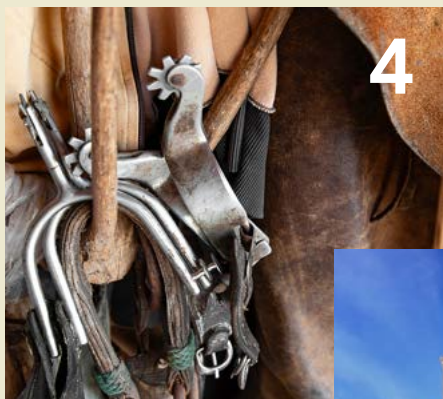
Vontobel

Investors' Outlook

La carotte et le bâton

Septembre 2025

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Davantage d'accélérateurs que de freins ?

6 Points saillants du marché

Pression politique et politique monétaire

14 Gros plan sur les classes d'actifs

18 Prévisions

21 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 2 octobre 2025)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

3 septembre 2025

Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 19

La carotte et le bâton



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Chers lecteurs,

Début août, les marchés oscillaient entre carottes et bâtons, chaque annonce apportant soit un soulagement, soit un coup dur. Les droits de douane et les manœuvres géopolitiques ont mis les marchés à rude épreuve, mais les bons résultats des entreprises et les espoirs de baisse des taux d'intérêt ont suscité l'optimisme.

Les investisseurs ont trouvé entre-temps leurs propres carottes, faisant fi du matraquage médiatique sur la politique commerciale, et renouant avec la propension au risque, dans l'attente de prochaines baisses des taux de la Fed. Ces espoirs ne se sont vus confortés que lors du symposium annuel de Jackson Hole, quand Jerome Powell a évoqué du bout des lèvres une première baisse en neuf mois dès septembre. Mais nous croyons que la décision est difficile à prendre. Il faut abaisser les taux au bon moment, en tenant compte de l'inflation persistante et des risques croissants pour le marché de l'emploi. Le dot plot¹ de la Fed montre un total de baisses de 50 points de base d'ici décembre, mais l'inflation complique l'opération et limite la marge de manœuvre de la Fed.

Au moment de l'entrée en vigueur des tarifs réciproques, Donald Trump a intensifié la pression sur l'Inde en lui imposant 50% de droits de douane à cause de ses achats de pétrole russe. Le Brésil a connu le même sort, invoquant le procès de l'ancien président Jair Bolsonaro. La trêve commerciale avec la Chine a été prolongée jusqu'à novembre, apaisant pour un temps les tensions entre les deux principales économies mondiales. Mais la croissance chinoise s'oriente à la baisse, à cause des difficultés du marché immobilier et de la baisse des demandes de prêts. Il nous semble désormais plus probable que Pékin adopte rapidement de nouvelles mesures de relance.

Les bons résultats ont porté les actions américaines à des niveaux records malgré les tarifs, les consommateurs semblent résilients, et nous avons observé des mesures de relance allant des dépenses européennes aux budgets de l'OTAN, tandis que la perspective d'un cessez-le-feu en Ukraine est encourageante. La rencontre entre Donald Trump et Vladimir Poutine en Alaska début août fait espérer la fin des hostilités, malgré l'absence d'avancées notables. De retour de vacances, les investisseurs semblent à nouveau prêts à faire travailler leur argent.

Certains se demandent si les marchés ne sont pas trop optimistes vis-à-vis des actions. Ce n'est pas notre avis. Il semble qu'il y ait encore beaucoup de liquidité prête à être investie, qui pourrait générer de nouveaux gains. Mais il convient également de faire preuve de sélectivité, que ce soit par le biais d'indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière ou d'allocations régionales, plutôt qu'en recourant à des indices généraux.

Dans cette édition d'Investors' Outlook, vous trouverez une analyse détaillée d'une question qui préoccupe depuis quelque temps les acteurs du marché : l'indépendance des banques centrales. Vous en saurez plus sur les prix anormaux de la viande bovine aux États-Unis et notre point de vue sur les marchés boursiers.

Nous espérons ainsi aider nos clients à profiter de la carotte tout en évitant le bâton.

→ Webcast

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

¹ Voir « Glossaire et sources » à la page 21.



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

Davantage d'accélérateurs que de freins ?

Les nouveaux tarifs douaniers, les données macroéconomiques mitigées, les changements de personnel au sein de grandes institutions américaines et la persistance des tensions géopolitiques ont perturbé les investisseurs tout l'été, mais sans empêcher les marchés actions de progresser. Nous pensons que la croissance économique devrait s'améliorer, grâce à des conditions monétaires favorables et à la perspective de mesures de relance budgétaire à l'échelle mondiale.

Les précédentes baisses des taux continuent à influencer sur l'économie et il est possible que la Fed renoue avec l'assouplissement dès septembre. Sur le plan budgétaire, l'Allemagne a déjà annoncé des mesures et la Chine pourrait l'imiter d'ici la fin de l'année. Et si les droits de douane risquent de faire augmenter certains prix, l'effet devrait être modeste et temporaire, la baisse de la consommation compensant la pression inflationniste. Nous pensons que, depuis le « Jour de la Libération », le président Trump s'est orienté vers une posture plus favorable à la croissance, qui pourrait s'accélérer à l'approche des élections de mi-mandat et au moment où sa cote de popularité baisse². Les décisions de la Fed quant

aux taux d'intérêt dépendront de l'état du marché du travail, qui est difficile à prédire. Les mesures limitant l'immigration de l'administration Trump ont fortement réduit le nombre des travailleurs nés à l'étranger. Selon la National Foundation for American Policy, 1,7 million de personnes ont disparu des statistiques de l'emploi entre mars et juillet³. Les immigrants ont généré plus de la moitié de la croissance de la force de travail américaine ces trente dernières années. Qui plus est, depuis le lancement de ChatGPT et des outils similaires, les offres d'emplois dans l'informatique ont reculé et le taux de chômage des jeunes diplômés a progressé. Il se peut que l'intelligence artificielle supprime des emplois autrefois occupés par des professionnels en début de carrière. Nous pensons que la Fed pourrait ramener les taux d'intérêt en territoire neutre, à un niveau qui ne stimule pas la croissance économique, mais qui ne l'entrave pas non plus.

Le Comité d'investissement de la Multi Asset Boutique a décidé de ne pas modifier son allocation d'actifs après avoir renforcé les actions européennes en juillet. Retrouvez tous les détails en page 5.

	SOUS-PONDÉRATION ^a		NEUTRE ^b	SURPONDÉRATION ^b		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités			→			Nous restons neutres sur les liquidités, après avoir réduit notre position de surpondérée en juillet.
2 Obligations		→				Nous demeurons convaincus que les actions offrent des rendements plus attrayants que les obligations, c'est pourquoi nous maintenons notre sous-pondération des titres obligataires. La Fed devrait normaliser sa politique monétaire et revenir à un taux neutre, ce qui nous incite à penser que les rendements pourraient baisser par rapport à leurs niveaux actuels, sans doute tout particulièrement ceux des titres à plus court terme. Cette dynamique pourrait limiter les rendements des obligations d'État, malgré un niveau de rendement globalement attrayant. Nous restons sous-pondérés dans les obligations investment grade et à haut rendement. Nous restons neutres sur les obligations des marchés émergents (ME) en devises fortes.
3 Actions				→		Nous conservons une légère surpondération des actions, du fait des nos bonnes perspectives de croissance sur fond de politiques monétaires et budgétaires accommodantes à l'échelle mondiale. Nous exprimons notre surpondération aux actions au travers d'allocations dans des titres de la zone euro, que nous avons relevés de neutres à surpondérés en juillet, et des actions des ME. Dans la zone euro, les perspectives cycliques se sont améliorées grâce au renforcement des mesures de relance budgétaire et aux baisses des taux de la Banque centrale européenne (BCE), les décideurs politiques cherchant à résoudre les problèmes structurels, comme la faiblesse des investissements et de l'innovation. Les titres des ME bénéficient de notre scénario d'un marché baissier du dollar, du regain de confiance envers les actifs chinois et des valorisations attrayantes.
4 Or			→			Nous restons neutres sur l'or, qui a récemment franchi un record à 3500 USD l'once, porté par les anticipations de baisse des taux des investisseurs. Cette neutralité s'explique en partie par le ralentissement de la demande des banques centrales. Certes, leurs achats continuent de soutenir les cours, mais ils ont reculé à 166 tonnes au deuxième trimestre, contre 248 tonnes au premier (-33% en variation trimestrielle). Dans le même esprit, le World Gold Council a réduit de 100 tonnes ses prévisions de demande d'or de la part des banques centrales pour 2025.
5 Matières premières			→			Si la situation géopolitique ne s'envenime pas, les prix du pétrole devraient rester sous pression. L'OPEP+, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole et ses alliés, a récemment décidé d'augmenter sa production de 547 000 barils par jour en septembre, portant l'offre totale, restaurée depuis avril, à 2,5 millions de barils. Cette offre plus conséquente devrait excéder la demande: la saison de conduite estivale ⁷ aux États-Unis s'achève en septembre et la demande chinoise pour les mois à venir est incertaine. Les métaux industriels ont également marqué une pause après que les droits de douane sur le cuivre agités par le président Trump se sont révélés moins lourds qu'on ne le redoutait. Nous restons neutres sur les matières premières.
6 Stratégies alternatives			→			Nous maintenons notre opinion neutre vis-à-vis des fonds alternatifs et de l'immobilier.

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

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

6 Points saillants du marché

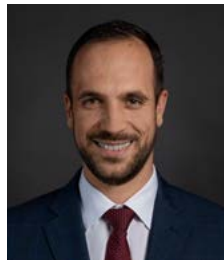


Pression politique et politique monétaire

On peut reprocher beaucoup de choses au président de la Réserve fédérale américaine Jerome Powell – avoir mal évalué l'inflation en 2021, ne pas avoir relevé les taux d'intérêt assez rapidement en 2021 – 2022 ou ne pas les avoir abaissés assez vite en 2025 – mais certainement pas d'être susceptible. En raison de sa réticence à réduire les taux d'intérêt, Powell a été qualifié d'«idiot obstiné⁸» et de «personne d'intelligence moyenne» avec un «QI trop faible pour ce qu'il fait⁹» par le président américain Donald Trump. Au vu des tentatives répétées de Trump d'influencer l'organe de fixation des taux de la Fed – en menaçant de limoger ou en limogeant effectivement certains gouverneurs – il est peut-être temps d'examiner de plus près l'indépendance (ou la dépendance) de la banque centrale.



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



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

D'une manière ou d'une autre, les banques centrales ont toujours été créées, du moins en partie, pour servir des intérêts politiques. La plus ancienne au monde, la Riksbank suédoise (1668), a été instituée pour prêter des fonds au gouvernement et servir de chambre de compensation pour le commerce¹⁰. D'autres pays européens ont rapidement emboîté le pas et utilisé les banques centrales pour mettre en œuvre leur politique gouvernementale. La Banque d'Angleterre (BoE), par exemple, a été fondée en 1694 principalement pour financer la guerre de l'Angleterre contre la France.

Au début du XX^e siècle, une nouvelle vague de banques centrales a vu le jour, plutôt axée sur la prévention des crises et la stabilité financière. La Réserve fédérale américaine (Fed) compte parmi ces banques centrales de la «deuxième génération». Avant sa création, les États-Unis subissaient fréquemment des paniques boursières, des retraits massifs et des faillites bancaires. La panique de 1907¹¹ fut particulièrement grave, puisque la Bourse de New York perdit près de 50% de sa valeur par rapport au

pic atteint l'année précédente. Faute de banque centrale pour intervenir, des particuliers fortunés tels que J.P. Morgan et John D. Rockefeller intervinrent pour stabiliser le système financier. Le fait de devoir compter sur des banquiers privés pour sauver le système financier national a incité le président Woodrow Wilson à signer le Federal Reserve Act en 1913. À peine un an plus tard, la Fed nouvellement créée était déjà confrontée à son premier grand défi.

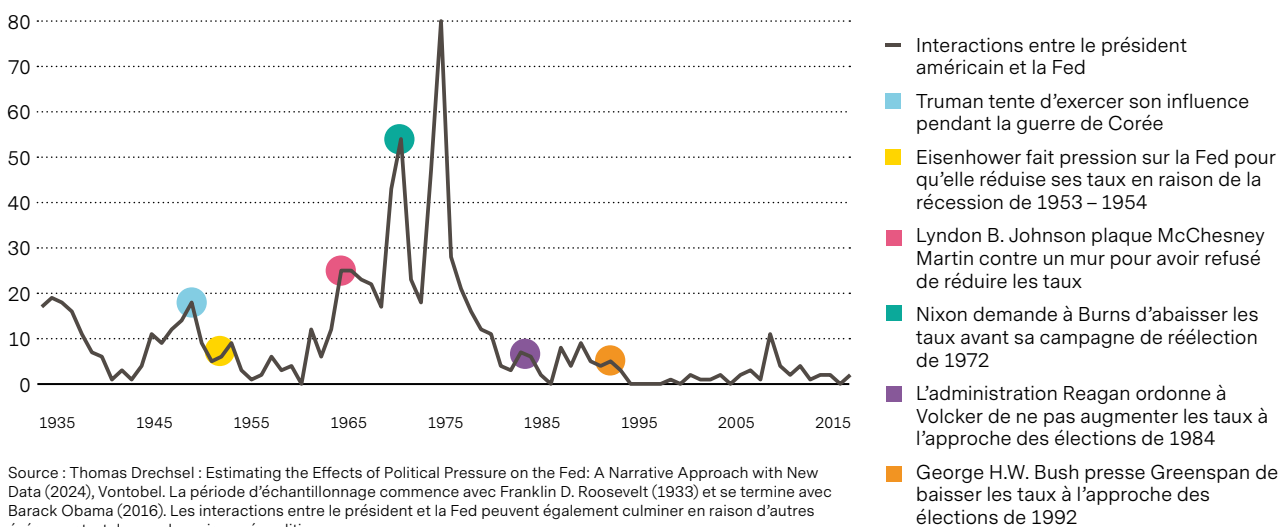
Pendant la Première Guerre mondiale (1914 – 1918), elle a joué un rôle majeur pour stabiliser l'économie et soutenir l'effort de guerre. Des obligations baptisées «Liberty Bonds» ont été vendues à la population pour financer les dépenses militaires, alors que l'augmentation des dépenses publiques et celle de la demande de biens poussaient les prix à la hausse. La Fed s'est efforcée de gérer ces pressions en influant sur les taux d'intérêt et les conditions de crédit, mais ses outils étaient encore limités à l'époque.

La Première Guerre mondiale a marqué un tournant important dans la politique monétaire. De nombreux pays, dont le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France, ont abandonné l'étalon-or afin d'imprimer davantage de papier-monnaie et de financer l'augmentation des dépenses. L'inflation qui s'est ensuivie est venue rappeler non sans douleur les risques encourus lorsque les gouvernements ordonnent aux banques centrales d'imprimer de la monnaie à volonté. Au cours des années d'après-guerre a commencé à s'imposer le principe de l'indépendance des banques centrales, qui soulignait la nécessité, pour les autorités monétaires, de fixer les taux d'intérêt et la politique monétaire sans ingérence politique à court terme. En dépit de la prise de conscience croissante de l'importance de préserver l'indépendance des banques centrales, l'effon-

8 Points saillants du marché

Graph. 1 : L'indépendance de la Fed a été régulièrement mise à l'épreuve, avec un paroxysme dans les années 1970

Nombre d'interactions par an



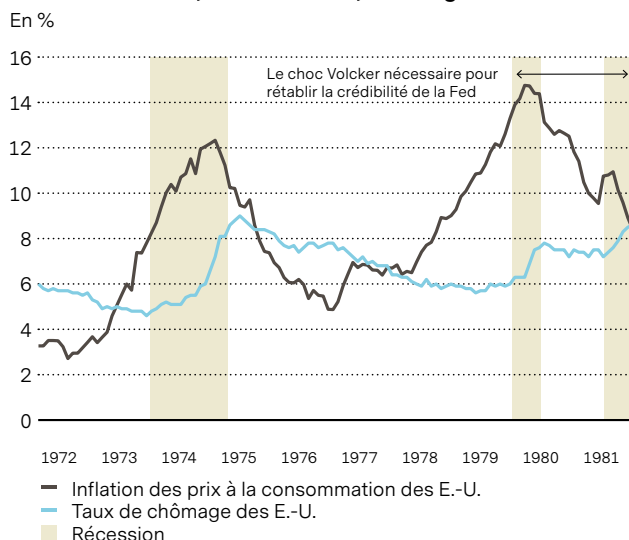
drement économique des années 1930 et les impératifs de la Seconde Guerre mondiale ont conduit les gouvernements à exercer à nouveau un contrôle accru sur les banques centrales, que ce soit pour lutter contre le chômage et la déflation pendant la Grande Dépression ou pour financer les dépenses publiques en temps de guerre. Après la mise en place du système de Bretton Woods en 1944, les banques centrales ont joué un rôle central pour maintenir des taux de change fixes. Comme elles devaient défendre les parités monétaires, leur indépendance est restée limitée.

Au cours des décennies qui ont suivi, la pression politique sur les banques centrales s'est intensifiée, en particulier aux États-Unis (graph. 1). En 1951, le président Harry Truman a tenté de contraindre la Fed à maintenir un plafond sur les rendements des bons du Trésor, finançant ainsi de facto la participation des États-Unis à la guerre de Corée. En 1965, la situation a même pris une tournure physique : le président Lyndon B. Johnson, qui injectait des fonds considérables dans ses programmes « Great Society¹² » et dans la guerre du Vietnam, a convoqué William McChesney Martin, alors président de la Fed, dans son ranch au Texas. Là, Johnson aurait plaqué Martin contre un mur en lui criant : « Nos gars sont en train de mourir au Vietnam, et Bill Martin s'en fiche¹³. » Le successeur de Johnson, Richard Nixon, préférait une approche plus publique (et sarcastique). Lors de la cérémonie d'investiture d'Arthur

Burns en 1970, Nixon a déclaré avec ironie : « Je respecte son indépendance. Cependant, j'espère qu'il conclura en toute indépendance qu'il convient de suivre mon point de vue¹⁴. » Déterminé à amener la Fed à coopérer avant les élections de 1972, Nixon a rencontré Burns à plusieurs reprises pour le pousser à abaisser les taux. Burns a finalement cédé et réduit les taux d'intérêt malgré les risques inflationnistes.

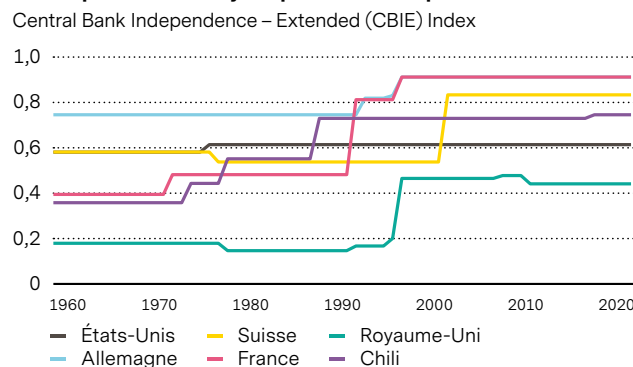
L'intervention de 1972 a donné lieu à ce que beaucoup considèrent comme l'un des chapitres les plus douloureux de l'histoire économique américaine : un bref boom préélectoral suivi d'une décennie de stagflation, c'est-à-dire une combinaison de croissance économique stagnante, de chômage élevé et de forte inflation, qui défie la théorie macroéconomique traditionnelle (notamment la croyance selon laquelle l'inflation et le chômage sont inversement corrélés). Il a fallu le « choc Volcker » (1979 – 1982) pour rétablir la crédibilité de la Fed (graph. 2). Nommé président de la Banque centrale américaine en 1979, Paul Volcker a relevé de manière musclée le taux des fonds fédéraux, le faisant passer d'environ 10 % à 20 %, ce qui a déclenché deux récessions successives. Ce faisant, Volcker a résisté aux pressions politiques exercées tant par le président démocrate Jimmy Carter, qui l'avait nommé, que par le président républicain Ronald Reagan, qui avait hérité de la récession.

Graph. 2 : La « décennie perdue » des États-Unis : faible croissance, forte inflation, chômage élevé



Source : LSEG, Vontobel ; période de référence : 1972 – 1981.

Graph. 3 : Ces dernières décennies, plus d'indépendance de jure pour les banques centrales



Source : Davide Romelli, professeur associé au département d'économie du Trinity College de Dublin (2023). L'indice (0 à 1) mesure l'indépendance de jure des banques centrales, les scores les plus élevés indiquant une plus grande indépendance sur le plan légal. Il repose sur six piliers (gouverneur et conseil de la banque centrale, politique monétaire et résolution des conflits, objectifs, restrictions sur les prêts au gouvernement, indépendance financière, ainsi que reporting et communication financière) et 42 critères qui évaluent divers aspects comme la personne qui nomme le gouverneur et les membres du conseil, la durée de leur mandat, les procédures de réélection et de destitution, les objectifs statutaires de la banque centrale, et comment la banque centrale rend compte de ses activités.

Des années 1990 au début des années 2000, les banques centrales ont connu ce que beaucoup considèrent comme « l'âge d'or » de l'indépendance, de nombreuses institutions ayant acquis une plus grande indépendance de jure¹⁵ (graph. 3). Plusieurs facteurs ont contribué à cette tendance. Tout d'abord, de nombreux pays ont adopté des réformes législatives ou des dispositions conventionnelles qui définissent explicitement l'indépendance des banques centrales. Par exemple, le traité de Maastricht de 1992 a inscrit l'indépendance de la BCE dans le droit communautaire. De même, la Banque d'Angleterre (BoE) a obtenu en 1997 son indépendance opérationnelle pour fixer les taux d'intérêt, et la Banque nationale suisse (BNS) est devenue indépendante en 2000 avec l'adoption d'une nouvelle loi sur la Banque nationale. Avant 2000, la BNS jouissait déjà d'une certaine indépendance opérationnelle, mais sans garanties juridiques explicites. Deuxièmement, la définition des mandats est devenue plus claire et plus précise. L'adoption de ce que l'on appelle le « ciblage d'inflation¹⁶ » comme politique économique clé a sans doute été l'une des évolutions les plus significatives de cette période, car il a permis aux banques centrales de donner la priorité à la gestion de l'inflation, limitant ainsi les possibilités d'ingérence politique. Troisièmement, le mandat de nombreux gouverneurs et membres du conseil des banques centrales a souvent été prolongé et rendu non renouvelable afin de les protéger des pressions politiques. Par exemple, les membres du comité exécutif

de la BCE, y compris le président et le vice-président, exercent un mandat unique et non renouvelable de huit ans. Enfin, les banques centrales ont également commencé à promouvoir la transparence et la responsabilité afin de renforcer la confiance du public. Elles se sont mises à publier les procès-verbaux de leurs réunions, à émettre des prévisions économiques et à tenir régulièrement des conférences de presse. Ce changement a clairement marqué une rupture avec des traditions de longue date, telles que le principe « ne jamais expliquer, ne jamais s'excuser » ou la tendance à « marmonner de manière incohérente¹⁷ ».

Ces avancées ne se sont pas limitées aux marchés développés. En effet, certaines économies émergentes, comme le Chili, nous rappellent de manière éclatante à quel point les crises passées peuvent être à l'origine de progrès significatifs. Au début des années 1970, le Chili souffrait d'une croissance économique faible, de déficits budgétaires élevés et d'une inflation à trois chiffres, alors même que les taux d'intérêt réels étaient négatifs (du fait d'une politique monétaire accommodante). La volonté du gouvernement militaire de procéder à une déréglementation et à une libéralisation rapides, combinée à un taux de change surévalué, a conduit à une grave crise économique et bancaire au début des années 1980. La Banque centrale du Chili est devenue indépendante en 1989 et a commencé à appliquer un régime de ciblage d'inflation au

10 Points saillants du marché



début des années 1990. Aujourd'hui, elle est considérée comme l'une des banques centrales les plus indépendantes et les plus stables de la région. Le Mexique est un autre exemple de l'indépendance renforcée des banques centrales. Après une période d'instabilité économique à la fin des années 1980, marquée par une forte inflation et une crise de la dette, le pays a réformé sa banque centrale en 1994, accordant à la Banque du Mexique une autonomie constitutionnelle et lui confiant un mandat clair axé sur la stabilité des prix. De même, la Banque de réserve sud-africaine (SARB) a renforcé son indépendance après des décennies de difficultés, en particulier pendant les années de l'apartheid. Depuis 2000, la SARB s'est concentrée sur le ciblage d'inflation, gagnant ainsi en crédibilité et en efficacité en matière de politique monétaire.

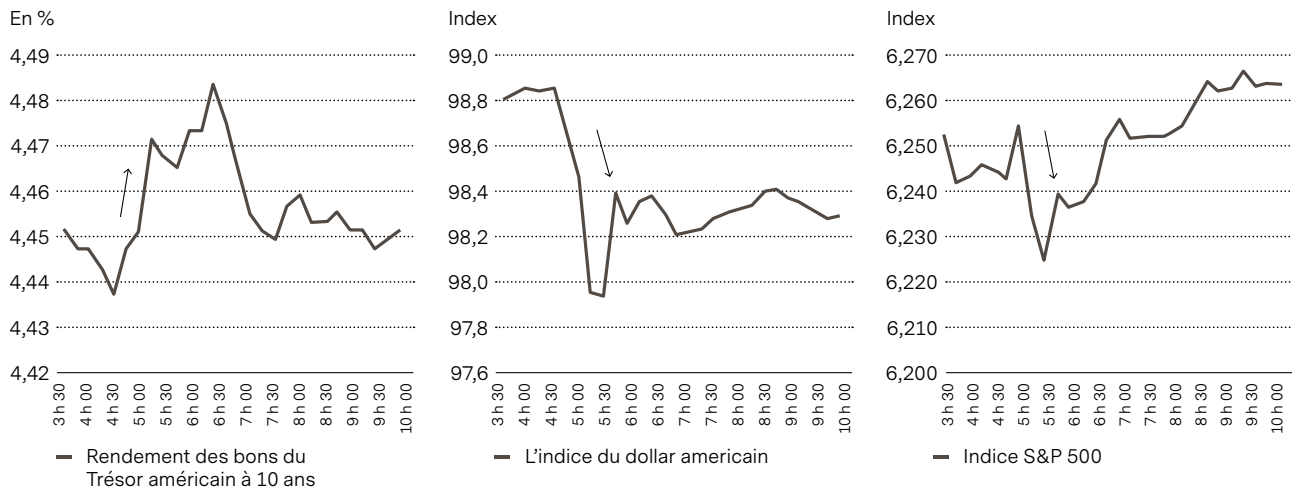
La situation s'est améliorée, mais les risques augmentent à nouveau

Cela dit, force est de constater que le rôle de nombreuses banques centrales a de nouveau changé. Des crises telles que la crise financière mondiale (2007–2009), la crise de la dette dans la zone euro (2009–2010) et la crise du Covid-19 (2020) ont contraint de nombreuses banques centrales à assumer un plus grand nombre de fonctions : elles sont censées non seulement agir en tant que « prêteurs de dernier recours » pour stabiliser les établissements financiers (par exemple par le biais de plans de sauvetage), mais aussi déployer des outils monétaires non conventionnels (tels que l'assouplissement quantitatif)

pour faciliter la reprise après la crise. Cette diversification des rôles a sans doute brouillé les frontières entre politique monétaire et politique budgétaire, dans la mesure où les gouvernements dépendent de plus en plus des banques centrales pour financer leurs déficits et stabiliser les marchés. Cette dynamique transparaît également dans plusieurs déclarations récentes de Donald Trump. Il a par exemple déclaré en juin : « Si [la Fed] faisait correctement son travail, notre pays économiserait des milliers de milliards de dollars en charges d'intérêt (...) nous devrions payer 1 % d'intérêt, voire moins !¹⁸ ».

Cette confusion des rôles n'est pas propre aux États-Unis. En 2020, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, a essuyé de vives critiques après l'annonce de mesures de relance d'urgence visant à protéger le système financier. La controverse portait moins sur les mesures elles-mêmes que sur son refus de se rallier à l'approche du « quoi qu'il en coûte » défendue en 2012 par son prédécesseur Mario Draghi pour sauver l'euro. Qu'est-il arrivé ? Christine Lagarde a déclaré : « Nous ne sommes pas là pour réduire les spreads (...) il y a d'autres acteurs et d'autres outils pour ça¹⁹ », en faisant référence aux écarts de taux entre les pays très endettés comme l'Italie et ceux moins endettés comme l'Allemagne. Sa tentative implicite de rejeter la responsabilité sur les gouvernements a entraîné des dégagements massifs parmi les actifs italiens. Trois ans plus tard, la Banque d'Angleterre (légalement indépendante depuis 1997) s'est retrouvée impliquée

Graph. 4 : Que s'est-il passé suite à la parution d'informations indiquant que Trump pourrait bientôt limoger Powell ?
Les rendements plus élevés **... un dollar plus faible** **... et marchés actions plus faibles**



Source : Bloomberg, Vontobel. Remarque : Le 16 juillet 2025, les médias ont rapporté les propos d'un responsable anonyme de la Maison-Blanche indiquant que Donald Trump pourrait bientôt limoger Jerome Powell. Les heures sont indiquées en heure d'été d'Europe centrale (CEST).

dans un conflit très médiatisé avec le gouvernement britannique. Que s'est-il passé ? Quelques jours avant l'annonce du « mini-budget » du ministre des Finances Kwasi Kwarteng, qui prévoyait 45 milliards de livres sterling de réductions d'impôts non financées, la Banque d'Angleterre a vendu pour 40 milliards GBP de Gilts. À une époque où l'inflation dépassait les 10%, la perspective de réductions d'impôts non financées a déclenché une vague de ventes sur le marché obligataire, encore aggravée par les appels de marge des fonds de pension sur leurs investissements en Gilts avec effet de levier. La Première ministre Liz Truss a exigé une enquête sur les actions de la BoE et a même demandé la destitution de son gouverneur, Andrew Bailey. Ironie du sort, Truss elle-même a finalement démissionné au milieu de la tourmente qui a suivi. Même la BNS, souvent considérée comme l'une des banques centrales les plus indépendantes au monde, a fait l'objet de pressions politiques croissantes. Les cantons suisses, qui reçoivent une part des bénéfices de la BNS, ont cherché à obtenir des distributions plus élevées, risquant ainsi de donner la priorité aux gains financiers à court terme plutôt qu'à la stabilité monétaire à long terme. De plus, divers activistes climatiques et groupes politiques ont pressé la BNS d'aligner ses politiques d'investissement sur les objectifs environnementaux, ce qui ajoute une nouvelle dimension au défi de son indépendance.

La Turquie offre l'un des exemples les plus frappants de la manière dont l'ingérence politique peut fragiliser une banque centrale et déstabiliser l'économie. Bien que la Banque centrale de la république de Turquie (CBRT) soit officiellement indépendante, son gouverneur peut être nommé ou démis de ses fonctions à la discrétion du président. Le président Recep Tayyip Erdoğan, connu pour sa conviction peu orthodoxe qu'une baisse des taux d'intérêt réduit l'inflation, a limogé cinq gouverneurs de la CBRT depuis 2019, dont l'un deux jours à peine après avoir augmenté les taux. Cela a entraîné une inflation à deux chiffres, une fuite des capitaux et une dollarisation généralisée de l'économie.

Les menaces actuelles qui pèsent sur le président de la Fed

Les menaces répétées de Trump de limoger Powell, auxquelles s'ajoutent les précédents licenciements d'autres responsables du gouvernement, ont renforcé les craintes qu'il ne finisse par essayer de démettre Powell de ses fonctions. Les marchés financiers ont réagi avec nervosité chaque fois que ces menaces ont fait les gros titres. Par exemple, à la mi-juillet, Bloomberg, citant un responsable anonyme de la Maison-Blanche, a rapporté que Trump pourrait bientôt limoger Powell²⁰. À la suite de cette annonce, les rendements obligataires américains ont augmenté (les rendements des obligations évoluent à l'inverse des prix), le dollar américain s'est affaibli et les actions américaines se sont retrouvées sous pression.

12 Points saillants du marché

(graph. 4). En l'état actuel des choses, Trump ne peut pas révoquer Powell uniquement parce qu'il n'est pas d'accord avec ses opinions en matière de politique monétaire. La décision rendue par la Cour suprême dans l'affaire *Humphrey's Executor v. United States* (1935) a établi que les représentants d'agences indépendantes ne peuvent être destitués par le président « sans motif valable », « motif valable » étant généralement interprété comme un délit ou une faute professionnelle grave. Si la Cour suprême a récemment confirmé le pouvoir de Trump de révoquer certains fonctionnaires fédéraux, elle a également souligné le fait que la relation entre le président et la Fed était différente de celle qui existe avec d'autres agences indépendantes²¹. Cela suggère que Powell pourrait en fait bénéficier d'une protection juridique. Par conséquent, les marchés de prédiction n'accordent qu'une très faible probabilité à la révocation de Powell en 2025.

Depuis, Trump et ses alliés se sont mis en quête d'un « motif valable ». À la mi-juillet, le directeur du Bureau de la gestion et du budget (OMB), Russell Vought, a envoyé une lettre à Powell, reprochant les dépassements de coûts liés à la rénovation du siège historique de la Fed, alors même que l'OMB n'a aucun pouvoir de contrôle sur la Fed, qui finance son fonctionnement indépendamment du processus d'affectation des fonds par le Congrès. Peu après, le directeur de l'Agence fédérale de financement du logement, Bill Pulte, s'est montré convaincu que le Congrès enquêterait au sujet de ce qu'il a qualifié de déclarations « trompeuses²² » faites par Powell lors d'une audience au Sénat en juin. Même le secrétaire au Trésor Scott Bessent, généralement écouté comme la voix du bon sens, a demandé une enquête sur le fonctionnement et l'efficacité de la Fed. « Ce que nous devons faire, c'est examiner l'ensemble de l'institution de la Réserve fédérale et évaluer si elle a été efficace », a déclaré M. Bessent en juillet²³. Il a ensuite accusé la Fed de « semer la panique au sujet des droits de douane » malgré « d'excellents chiffres sur l'inflation » et a exprimé sa frustration face à « tous ces titulaires de doctorats là-bas » qui, selon lui, sont incapables de « sortir d'un certain état d'esprit ». Si l'on en croit les marchés de prédiction, Trump aura également du mal à inculper Powell « pour un motif valable ». À la mi-août, les probabilités que Powell soit inculpé par le gouvernement fédéral en 2025 n'étaient que de 10 %.

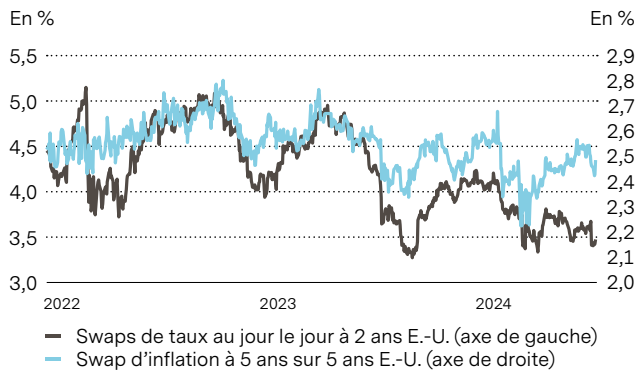
Selon nous, le scénario le plus favorable au marché serait que Trump laisse Powell terminer son mandat de président, qui expire en mai, puis nomme une personne plus en phase avec ses préférences. Mais même dans ce cas, Trump risque de devoir composer avec Powell, qui restera membre votant du Federal Open Market Committee (FOMC). En effet, Powell exerce deux mandats distincts :

l'un en tant que président (jusqu'en 2026) et l'autre en tant que membre du FOMC (jusqu'en 2028). Cela dit, Powell pourrait choisir de quitter le Conseil de son propre chef à la fin de son mandat de président, suivant ainsi l'exemple de certains de ses prédécesseurs.

Les investisseurs devraient-ils s'inquiéter d'une Fed « trop accommodante » ?

Pour répondre à cette question, il convient de prendre du recul et d'examiner la structure du FOMC. Le comité compte douze membres : sept membres du Conseil des gouverneurs et cinq des douze présidents des banques de réserve régionales. Les gouverneurs sont nommés par le président américain et confirmés par le Sénat pour des mandats échelonnés de 14 ans, un mandat expirant tous les deux ans le 1^{er} février des années paires. Le président et le vice-président exercent des mandats distincts de quatre ans renouvelables, mais doivent être des gouverneurs en exercice. Sur les cinq présidents des banques de réserve, un siège est permanent (occupé par le président de la Fed de New York), tandis que les quatre autres font l'objet d'une rotation annuelle. Dans la pratique, cela signifie qu'au cours d'un mandat type de quatre ans, un président américain peut nommer ou renommer directement un maximum de deux gouverneurs. Pour Trump, ce sont le siège de Jerome Powell (dont le mandat expire en mai 2026) et celui d'Adriana Kugler (qui arrive à terme en janvier 2026). Après la démission inattendue de Kugler en août, Trump a nommé Stephen Miran, l'actuel président du Council of Economic Advisors, pour la remplacer temporairement. À en croire Trump, Miran n'est pas le successeur désigné de Powell, mais devrait seulement assurer l'intérim jusqu'à la fin du mandat de Kugler. Fin août, Trump a tenté d'étendre son influence sur la Fed. Après qu'un proche de Trump a accusé la gouverneure Lisa Cook de fraude hypothécaire, Trump a estimé avoir « suffisamment de raisons » pour ordonner sa révocation. Cook a toutefois affirmé qu'elle n'avait « aucune intention de céder à l'intimidation et de démissionner (...) à cause de questions soulevées dans un tweet ». Son avocat a juré d'entreprendre toutes les démarches nécessaires pour empêcher « l'action illégale » de Trump²⁴.

Sauf erreur dans les attentes du marché, trois candidats sont susceptibles d'être nommés à la présidence de la Fed. Le premier est Kevin Warsh, ancien gouverneur du FOMC (2006–2011), qui était non seulement pressenti pour devenir président de la Fed pendant le premier mandat de Trump, mais aussi secrétaire au Trésor pendant son second mandat. Certains observateurs pensent que Trump a nommé Scott Bessent au poste de secrétaire au Trésor afin de laisser la porte ouverte à une éventuelle nomination de Warsh à la présidence de la Fed. Le deu-

Graph. 5 : Trump devrait peut-être écouter les marchés

Source : LSEG, Vontobel ; au 11 août 2025. Remarque : Ce graphique montre les taux de swap de marché, et non les données de performance d'indice.

xième est Kevin Hassett, l'actuel directeur du National Economic Council, qui s'est joint aux critiques du projet de rénovation de la Fed. Le troisième est Christopher Waller, déjà membre en exercice du FOMC, qui s'est récemment démarqué en se prononçant publiquement en faveur d'une baisse des taux d'intérêt en juillet.

Il est indéniable que le président de la Fed exerce une influence considérable sur l'orientation et les projets du FOMC. S'il est secondé par des gouverneurs plus « dovish », il pourrait potentiellement promouvoir une politique monétaire plus accommodante. Cependant, il existe plusieurs mécanismes de contrôle qui devraient, selon nous, empêcher Trump de désigner des candidats trop accommodants ou carrément excentriques. Le principal d'entre eux est le processus de confirmation par le Sénat, qui joue un rôle essentiel de garde-fou. Au cours du premier mandat de Trump, le Sénat a rejeté la nomination de Judy Shelton au poste de gouverneur. Shelton, une économiste connue pour ses opinions peu orthodoxes en matière de politique monétaire, avait plaidé en faveur d'un ancrage du dollar américain à l'or et suggéré de réduire l'indépendance de la Fed. Il est intéressant de noter que trois sénateurs républicains se sont joints aux démocrates pour voter contre sa nomination. On peut s'attendre à ce que le Sénat se montre encore plus prudent à l'heure de confirmer la présidence de la Fed.

En dehors de ces deux sièges, Trump n'a que peu d'influence sur les autres présidents des banques de réserve. Ces derniers échappent encore davantage à son contrôle, car ils sont nommés par les conseils d'administration des banques (chaque banque de réserve dispose de son propre conseil), qui sont indépendants des entités

supervisées. Seuls trois présidents de banques de réserve voient leur mandat expirer sous la présidence de Trump, et aucun avant 2028. Les autres exerceront leurs fonctions jusqu'aux années 2030, soit bien au-delà de la fin du second mandat de Trump.

Quand pourrait-on annoncer un nouveau président de la Fed ?

Depuis le départ d'Alan Greenspan, qui a occupé ce poste à cinq reprises, ses successeurs ont généralement été annoncés environ quatre mois et demi avant la fin du mandat du président en exercice. Pour Powell, cela signifie que son successeur devrait être désigné début 2026. Le moment choisi pourrait avoir une incidence sur les marchés financiers. Si un successeur est nommé plus tôt, par exemple à l'automne 2025, les marchés pourraient commencer à anticiper une baisse des coûts d'emprunt alors même que Powell est encore en fonction.

Trump devrait peut-être écouter les marchés

Paradoxalement, plus Trump fait pression sur la Fed et son président, moins il a de chances d'obtenir une baisse des taux. Pourquoi ? Bon nombre de ses affirmations, telles que « les gens ne peuvent pas acheter de maison parce que ce type (Powell) est un imbécile (...) il maintient les taux trop élevés²⁵ », sont en contradiction avec les réalités économiques. Quand la Fed abaisse les taux d'intérêt, cela ne se traduit pas automatiquement par une baisse des taux hypothécaires. Les taux hypothécaires fixes standard à 30 ans ne sont pas déterminés par le taux au jour le jour de la Fed, mais par les rendements des bons du Trésor à long terme. Plus l'influence politique perçue sur la politique monétaire américaine est forte, plus l'inflation risque de devenir volatile – et plus les investisseurs exigeront d'être récompensés pour la détention d'investissements à long terme aux États-Unis. Cette récompense prend généralement la forme de rendements obligataires plus élevés. Au moment où nous publions ces lignes, les anticipations d'inflation du marché, telles que mesurées par les swaps d'inflation à cinq ans sur cinq ans²⁶, sont en hausse. Cela indique que les marchés ont déjà intégré dans les cours un certain risque (graph. 5).

Nous pensons que Trump serait bien avisé d'observer les signaux du marché. Sinon, les investisseurs pourraient envisager de réduire leur exposition aux actifs américains et d'augmenter leurs allocations à des actifs alternatifs tels que l'or. Le métal jaune a enregistré des performances exceptionnelles pendant la stagflation des années 1970. Sa surperformance n'a pris fin que lorsque les fortes hausses de taux d'intérêt décidées par Paul Volcker ont réussi à restaurer la confiance des marchés dans l'indépendance de la Fed.

Pleins feux sur la Fed, pressée par les marchés d'abaisser ses taux



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

La Fed a maintenu ses taux, alors que l'inflation reste supérieure à l'objectif et que l'embauche ralentit. L'incertitude concernant les droits de douane et le débat sur un taux neutre ont dans un premier temps incité les décideurs politiques à ne pas annoncer de baisse des taux à court terme, même si le président de la Fed, Jerome Powell, a ouvert la porte à cette possibilité lors du symposium de Jackson Hole.

Les marchés espéraient des signes de baisse, qu'ils ont interprétés comme pratiquement garantis après les commentaires accommodants de Powell. Mais il est difficile de trouver le bon équilibre. Les effets que les droits de douane auront sur l'inflation demeurent incertains et même le taux neutre (qui équilibre croissance et inflation) est controversé. Les estimations de la Fed se situent entre 2,5 % et 3,9 %, alors que nombre d'investisseurs envisagent 3 %. Abaisser les taux trop tôt, avant que l'inflation ne soit revenue à son niveau cible et que le marché du travail ne faiblisse encore, pourrait avoir un effet inverse à celui recherché. La Maison-Blanche fait pression pour obtenir des baisses plus marquées. Nous pensons que la situation ne justifie pas une réduction démesurée. Une baisse en septembre semble aujourd'hui plus plausible,

au vu des signes de mollesse du marché de l'emploi, mais l'emploi continue de progresser, il n'y a donc selon nous pas de raison de s'alarmer.

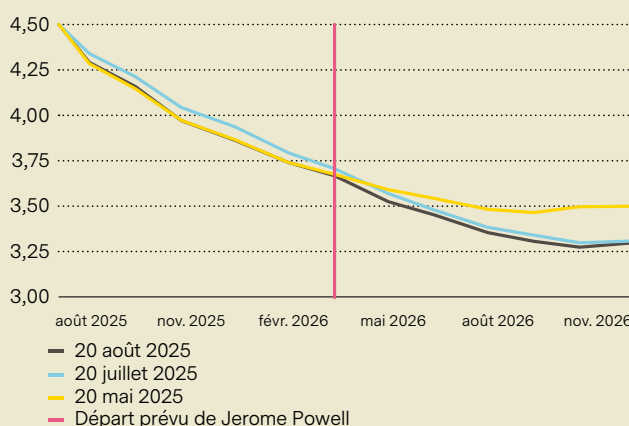
L'histoire met en garde contre les ingérences politiques. Les recherches menées par le macroéconomiste Thomas Drechsel²⁷ montrent qu'une pression politique soutenue, comme au début des années 1970, peut faire grimper le niveau des prix de près de 7 % sur dix ans, sans gains de productivité durables²⁸. Les futures reflètent peu de changement dans la trajectoire prévisionnelle de la Fed depuis juin, mais ils intègrent désormais plus d'assouplissement, suite à la dernière réunion de Jerome Powell, en avril 2026 (graph. 1).

Les spreads serrés laissent peu de marge de sécurité

Le crédit investment grade est très resserré, avec des spreads autour des 73 points de base par rapport aux bons du Trésor, soit les plus étroits depuis près de 30 ans (graph. 2). Cela reflète des bilans plus solides, des espoirs d'assouplissement de la Fed, de meilleurs résultats, un risque de récession jugé faible et une demande robuste, qui maintient les rendements globalement attractifs malgré les spreads serrés. Le hic, c'est que les valorisations laissent peu de marge de manœuvre en cas de ralentissement de la croissance, car les droits de douane sont à leur plus haut depuis des décennies et certains indicateurs du marché du travail ralentissent. Les marchés du crédit sont calmes, tandis que les marchés des taux affichent plus de prudence, ce qui laisse peu de marge de sécurité si la croissance déçoit.

Graph. 1 : Les marchés intégrant des baisses plus conséquentes après sa dernière réunion, en avril

Taux implicite des fonds fédéraux, en %



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 août 2025.

Graph. 2 : Spreads du crédit US au plus bas depuis des décennies, sans marge de sécurité

Spread obligations d'entreprises investment grade américaines, en %



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 août 2025.

Escalader le mur d'inquiétude



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

Les actions ont continué à escalader un «mur d'inquiétude» durant la période estivale, habituellement tranquille. La plupart des indices régionaux ont atteint des sommets historiques en monnaies locales.

Le scénario haussier s'appuie sur de solides résultats du deuxième trimestre, des prévisions optimistes, un apaisement des craintes liées aux droits de douane, l'anticipation de baisses des taux en septembre, les changements attendus à la tête de la Fed et les mesures de relance attendues pour 2026 qui pourraient stimuler le bénéfice par action (BPA) des entreprises, comme en 2018 (graph. 1). La saison des bénéfices a révélé de belles surprises : les droits de douane ont eu peu d'effets, le momentum marque un tournant (graph. 2) et les précédentes révisions semblent avoir été trop pessimistes. À terme, les surprises sur le front des bénéfices devraient jouer un rôle important dans la performance des actions, compte tenu des valorisations tendues.

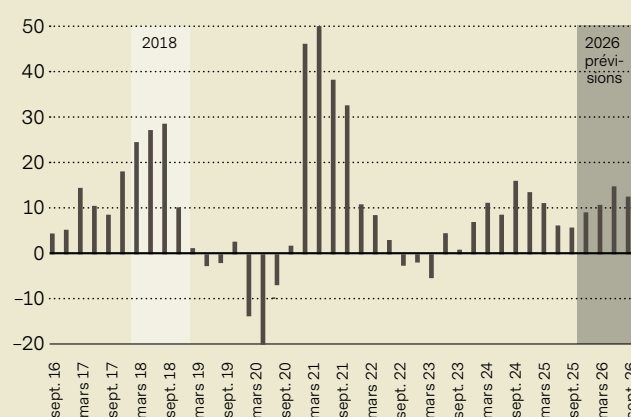
L'inflation reste le principal moteur de l'évolution des actions. Les milliards de droits de douane imposés affectent désormais l'économie américaine chaque mois, mais qui en paiera vraiment le prix ? Leur effet sur l'indice

des prix à la consommation (IPC) américain est plus ténu que beaucoup ne le pensaient. Les droits de douane ne se répercutent pas nécessairement en totalité sur les consommateurs. Nous le voyons dans l'indice des prix à la production (IPP) américain²⁹ : les importateurs absorbent généralement le premier choc en réduisant leur marge, et la corrélation historique entre l'IPP et l'IPC américain³⁰ a été faible, ce qui suggère que les prix à la production ne constituent pas un indicateur fiable de l'inflation des prix à la consommation. Les sociétés disposent de plusieurs outils pour compenser les droits de douane : constituer des stocks à l'avance, absorber temporairement les marges, diversifier les chaînes d'approvisionnement, changer la formulation des produits, reconfigurer les chaînes de valeur et, en tout dernier ressort, répercuter certains coûts. Les derniers résultats des grandes enseignes de distribution américaines le confirment. Alors, les droits de douane transparaîtront-ils dans l'IPC ? Oui, et le troisième trimestre pourrait marquer une montée en puissance, mais nous pensons que l'effet global devrait être modéré, partiel et temporaire, affectant tous les secteurs et s'estompant avec le temps. Les services, qui représentent 70 à 80 % de l'IPC, restent largement épargnés. Les secteurs plus à risque sont les biens de consommation tels que les appareils électroniques, les jouets, les voitures et les pièces automobiles.

Les droits de douane pourraient rendre l'IPC plus volatil au cours des prochains mois et risquent de raviver les tensions entre la Fed et l'administration Trump, Jerome Powell étant réticent à abaisser les taux. Mais, contrairement à la période de 2021 à 2023, la structure des chaînes de valeur ne devrait selon nous pas être endommagée.

Graph. 1 : Loi de 2017 sur les réductions d'impôts et l'emploi a alimenté la croissance des BPA en 2018

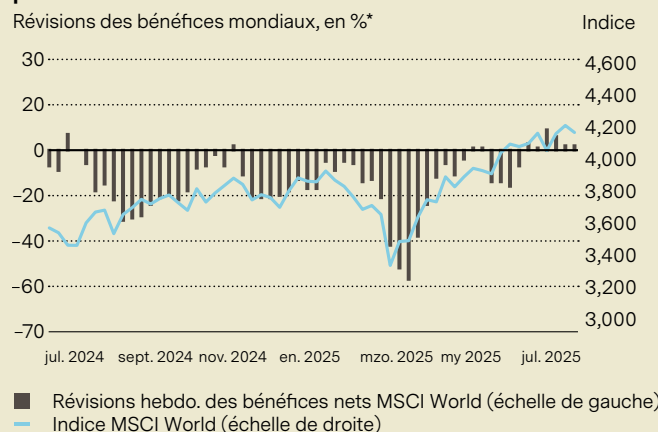
En % et en monnaies locales



Source : Bloomberg, Vontobel ; au 22 août 2025.

Graph. 2 : Marchés développés – révisions de bénéfices positives au 2^e trimestre

Révisions des bénéfices mondiaux, en %*



*Le pourcentage de révisions à la hausse du BPA moins le pourcentage de révisions à la baisse du BPA par rapport à l'indice des actions mondiales
Source : Bloomberg, Vontobel ; au 22 août 2025. À des fins d'illustration uniquement.

L'envolée des prix du boeuf



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

Aux États-Unis, le prix des bovins a bondi et atteint des sommets historiques en 2025 (graph. 1) sous l'effet des trois facteurs souvent à l'œuvre dans le renchérissement des matières premières agricoles : la sécheresse, la maladie et la demande.

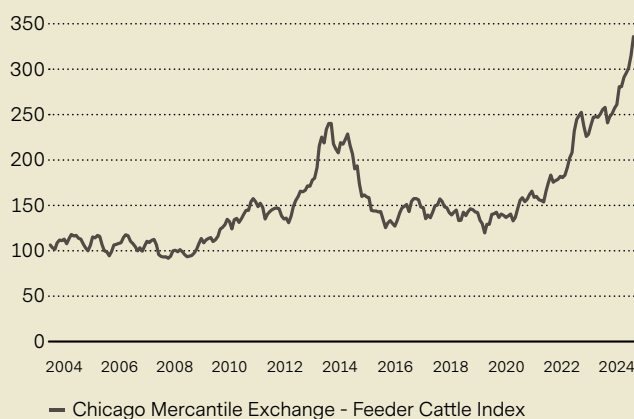
La hausse des prix découle surtout de la contraction pluriannuelle des cheptels bovins américains. La hausse des coûts et une grave sécheresse au Texas, Oklahoma et Kansas – qui concentrent un tiers des élevages – ont forcé les éleveurs à réduire fortement leurs troupeaux. Selon le département de l'Agriculture des États-Unis (USDA), le cheptel national est aujourd'hui à son plus bas niveau depuis le début des années 1960 (graph. 2). Les problèmes d'approvisionnement ont été aggravés par la fermeture de la frontière américano-mexicaine aux importations de bétail à cause de la réapparition de la mouche *Cochliomyia hominivorax*³¹. Ce parasite pond ses œufs dans les plaies des animaux à sang chaud et cause souvent leur mort au fur et à mesure que les larves éclosent et se nourrissent des tissus vivants³². Dans les années 1950, la *Cochliomyia hominivorax* (lucilie bouchère, communément appelée mouche à viande) avait dévasté les troupeaux bovins et entraîné d'importantes

pertes économiques e Mexique, producteur de plus d'un million de bovins d'engraissement par an, a subi plusieurs épidémies, réduisant fortement ses exportations vers les États-Unis en 2025. La frontière reste fermée et l'USDA réexaminera chaque mois la suspension selon les progrès de l'éradication du parasite. Par ailleurs, les raids menés par les services de l'immigration et des douanes dans les fermes et les usines de conditionnement de la viande et ciblant les personnes ne possédant pas de permis de travail valide ont également perturbé l'activité.

Quels sont les facteurs susceptibles d'apporter un répit ? Des conditions météorologiques favorables seraient la solution la plus logique, car une meilleure disponibilité du fourrage pourrait en effet inciter des éleveurs à agrandir leur cheptel. La récolte de maïs record que les États-Unis devraient connaître pourrait également stimuler les stocks fourragers et réduire les coûts. Des programmes gouvernementaux (p. ex., une aide d'urgence dans les zones frappées par la sécheresse) pourraient également encourager la reconstitution des troupeaux. Enfin, la hausse des importations en provenance d'autres pays pourrait rééquilibrer l'approvisionnement américain. Mais ces mesures ne résoudront pas le problème des faibles stocks (et ne sont peut-être pas souhaitables sur le plan politique). À court terme, la situation pourrait se dégrader avant de s'améliorer. Il faut généralement plusieurs années pour reconstituer l'offre de bovins. De plus, lorsque les éleveurs retiendront leurs génisses de l'abattage pour agrandir leurs troupeaux, la production de bœuf ralentira temporairement. Cette baisse de l'offre risque de faire grimper les prix encore plus haut, avant qu'ils ne redescendent.

Graph. 1 : Aux États-Unis, le prix des bovins a bondi et atteint des sommets historiques

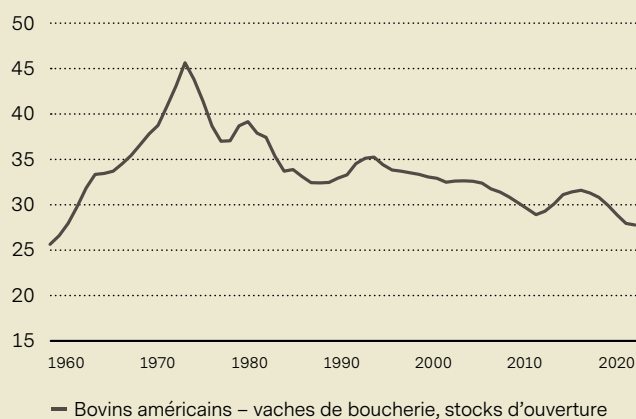
En dollars US par points



Source : Chicago Mercantile Exchange, Vontobel ; au 19 août 2025.

Graph. 2 : Une offre faible – les plus petits troupeaux depuis des décennies

En milliers



Source : LSEG, Vontobel ; au 19 août 2025.

Droits de douane et résilience US assombrissent l'euro



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

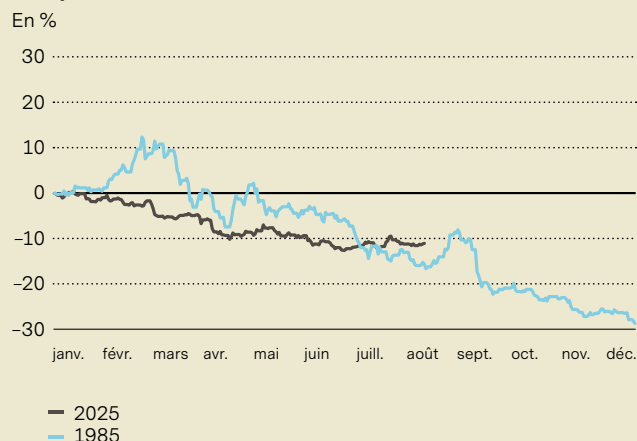
Les droits de douane et la robustesse des États-Unis assombrissent les perspectives de l'euro à court terme, mais les tendances du marché indiquent que la tendance haussière de long terme face au dollar demeure, avec pour principal risque une économie américaine plus vigoureuse que prévu.

La progression du dollar de l'an dernier a été alimentée par la solide croissance américaine et les multiples révisions à la hausse du produit intérieur brut (PIB). Mais l'élan est retombé en 2025. L'indice du dollar américain a perdu près de 11 % au premier semestre, signant la fin d'une tendance haussière structurelle qui s'était amorcée en 2010, avec un gain cumulé de près de 40 % jusqu'en 2024. En 1985, la chute du dollar était survenue à la suite des accords du Plaza, lorsque les principales économies avaient coordonné un affaiblissement de la devise américaine après une période de force extrême. Au 21 août, le dollar américain avait récupéré une partie des pertes de cette année, mais l'ampleur du repli invite à le comparer à l'inversion de 1985 consécutive aux accords du Plaza (graph. 1).

Les 15 % de droits de douane imposés par les États-Unis à l'UE combinés à une monnaie unique raffermie exposent plus fortement les exportateurs de la zone euro. Selon nous, le principal risque ne tient pas à la faiblesse européenne, mais à un rebond des États-Unis. Le consensus concernant la croissance américaine a glissé de 2,3 % à 1,5 % pour 2025 et de 2 % à 1,7 % pour 2026. Les projections pour la zone euro se maintiennent aux alentours de 1 % (graph. 2). La faiblesse de l'Europe étant déjà intégrée dans les cours, ce sont les données américaines qui feront pencher la balance. Les prochaines annonces sont désormais cruciales pour les perspectives de la paire EUR/USD. Notre opinion à plus long terme demeure inchangée : tendance haussière structurelle de l'euro, avec pour principal risque une croissance américaine supérieure aux attentes.

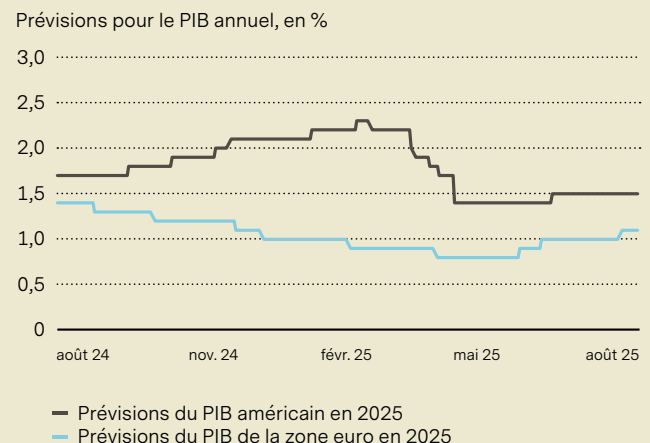
En Suisse, les droits de douane pourraient peser sur la croissance, mais le franc suisse devrait conserver son rôle de couverture défensive, soutenant le scénario haussier à long terme. Les 39 % de droits de douane imposés par surprise par les États-Unis sur les exportations suisses en août ont dans un premier temps déclenché une brève vente massive de franc. S'il est possible que ces tarifs douaniers pèsent sur les perspectives de croissance de la Suisse, ils n'ont pas d'incidence sur la monnaie. La robustesse du franc tient moins aux données économiques nationales ou aux écarts de taux qu'à son rôle de couverture structurelle. Alors que la diversification est à nouveau primordiale et que la question de la dédollarisation revient sur le tapis, son attrait défensif est, selon nous, plus fort que jamais.

Graph. 1 : Pire début du dollar depuis des décennies, comparable aux accords du Plaza



Source : LSEG, Vontobel ; au 21 août 2025.

Graph. 2 : Convergence des prévisions de croissance de l'UE et des É.-U.



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

INFLATION	2024 ³	ACTUEL ⁴	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			2025	2026	VONTOBEL
Zone euro	2,4	2,0	2,1	1,9	DANS 2025 ⁵
États-Unis	3,0	2,7	2,8	2,7	↓
Suisse	1,1	0,2	0,2	0,6	↓

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2024	ACTUEL	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	VONTOBEL
EUR (taux de dépôt)	3,00	2,00	1,81	1,83	DANS 12 MOIS ⁵
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	4,50	4,50	4,05	3,55	↓
CHF	0,50	0,00	-0,09	-0,07	↓

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2024	ACTUEL	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	VONTOBEL
EUR (Allemagne)	2,37	2,75	2,68	2,83	DANS 12 MOIS ⁵
USD	4,57	4,31	4,29	4,19	↓
CHF	0,33	0,33	0,43	0,54	↓

TAUX DE CHANGE	2024	ACTUEL	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	VONTOBEL
CHF / EUR	0,94	0,94	0,94	0,95	DANS 12 MOIS ⁵
CHF / USD	0,91	0,81	0,81	0,81	↑
USD / EUR	1,04	1,16	1,18	1,20	↓

MATIÈRES PREMIÈRES	2024	ACTUEL	CONSENSUS	CONSENSUS	PERSPECTIVE
			SUR 3 MOIS	SUR 12 MOIS	VONTOBEL
Pétrole brut Brent, USD par baril	21	67	64	65	DANS 12 MOIS ⁵
Or, USD par once troy	2625	3341	3325	3280	→
Cuivre, USD par tonne métrique	8768	9721	9500	9750	→

Remarque : Les opinions sont à jour en août 2025. Sous réserve de modifications sans préavis.
Les prévisions ne constituent pas une garantie des résultats futurs.

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. L'analyse fournie dans ce document ne constitue pas et ne doit pas être interprétée comme une approbation de quelque parti politique que ce soit.

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. Investir comporte des risques, y compris la perte possible du capital, et les rendements positifs, y compris les revenus, ne sont pas garantis. Les références aux entreprises sont fournies à titre illustratif uniquement. Aucune hypothèse ne doit être faite quant à la rentabilité ou à la performance des titres qui leur sont associés. Vous ne devez pas présumer qu'un investissement est ou sera rentable.

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 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.

«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.

20 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 Le « dot plot » est un graphique publié par la Fed. Il montre le futur niveau des taux d'intérêt prévu par chaque responsable de la Fed. Chaque point est la projection d'un responsable.
- ² Source : article de Forbes publié le 19 août 2025. forbes.com/sites/saradorn/2025/08/19/trumps-approval-rating-at-record-low-as-most-say-hes-too-close-to-putin/
- ³ Source : Rapport de la National Foundation for American Policy, publié le 1^{er} août 2025. nfap.com/wp-content/uploads/2025/08/Labor-Force-Analysis-for-July-2025.DAY-OF-RELEASE.2025.pdf
- ⁴ « Sous-pondération » signifie que le Comité d'investissement Multi Asset de Vontobel accorde une préférence moindre à une classe d'actifs ou sous-classe d'actifs. Cela reflète la conviction que cette classe d'actifs est moins attractive par rapport à d'autres dans le contexte de marché actuel. Il ne s'agit pas d'une recommandation d'éviter totalement cet actif, mais d'une suggestion de réduire son allocation.
- ⁵ « Neutre » signifie que le Comité d'investissement Multi Asset de Vontobel n'accorde ni préférence supérieure ni inférieure à une classe ou sous-classe d'actifs. Cela reflète une vision équilibrée, selon laquelle la classe d'actifs devrait évoluer en ligne avec ses performances historiques ou avec la moyenne du marché. Il ne s'agit pas d'une recommandation d'agir, mais d'une suggestion de maintenir l'allocation actuelle.
- ⁶ « Surpondération » signifie que le Comité d'investissement Multi Asset de Vontobel accorde une préférence supérieure à une classe d'actifs ou sous-classe d'actifs. Cela reflète la conviction que cette classe d'actifs est plus attractive par rapport à d'autres dans le contexte de marché actuel. Il ne s'agit pas d'une recommandation d'investir massivement, mais d'une suggestion d'augmenter l'allocation. Les classifications « sous-pondération », « neutre » et « surpondération » reflètent uniquement les vues internes du comité d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme des recommandations pour les investisseurs individuels ou comme un appel à l'action. Elles reflètent simplement la perspective de Vontobel quant à l'évolution attendue de la valeur d'une classe d'actifs particulière. Ces évaluations sont diffusées uniquement à titre informatif auprès d'un large public et ne sont pas adaptées à un groupe de clients spécifique.
- ⁷ Désigne la période allant du Memorial Day (fin mai) au Labor Day (début septembre) durant laquelle les Américains circulent généralement le plus.
- ⁸ Source : article de Reuters publié le 1^{er} août 2025 : reuters.com/world/us/trump-fed-board-should-assume-control-if-powell-wont-lower-interest-rates-2025-08-01/
- ⁹ Source : article de Fox Business publié le 25 juin 2025 : foxbusiness.com/economy/trump-slams-fed-chair-powell-not-cutting-rates-average-mentally-person
- ¹⁰ Source : The Federal Reserve Bank of Cleveland, « A Brief History of Central Banks », publié le 1 décembre 2007. clevelandfed.org/publications/economic-commentary/2007/ec-20071201-a-brief-history-of-central-banks
- ¹¹ La Panique bancaire de 1907 fut une crise financière survenue aux États-Unis suite à une tentative ratée de corner sur le marché du cuivre, qui entraîna des retraits massifs de fonds bancaires et une perte de confiance dans les institutions financières. Elle a mis en évidence les déficiences du système bancaire et incité à la création de la Réserve fédérale américaine.
- ¹² Ensemble de programmes instaurés dans les années 1960 visant à éliminer la pauvreté et à lutter contre les inégalités raciales. Cela a permis d'améliorer l'éducation, les soins de santé, le logement et la protection des droits civiques aux États-Unis.
- ¹³ Source : Sebastian Mallaby (2016) : The Man Who Knew: The Life and Times of Alan Greenspan.
- ¹⁴ Source : transcription des propos de Nixon par The American Presidency Project, presidency.ucsb.edu/documents/remarks-the-swearing-in-arthur-f-burns-chairman-the-board-governors-the-federal-reserve
- ¹⁵ L'indépendance de jure signifie que les banques centrales bénéficient légalement d'une autonomie leur permettant de prendre des décisions de politique monétaire sans ingérence politique directe.
- ¹⁶ Le ciblage d'inflation est un cadre de politique monétaire dans lequel une banque centrale fixe explicitement un objectif ou une fourchette de taux d'inflation et utilise les taux d'intérêt et d'autres outils monétaires pour atteindre cet objectif. L'objectif principal est de maintenir la stabilité des prix à moyen terme, préalable à la croissance et à la stabilité économiques. Les banques centrales qui optent pour un ciblage d'inflation publient généralement leurs objectifs et s'engagent à faire preuve de transparence et de responsabilité dans leurs décisions monétaires.
- ¹⁷ Prenons l'exemple du gouverneur de la Banque d'Angleterre, Montagu Norman, célèbre pour avoir adopté la devise « Ne jamais expliquer, ne jamais s'excuser », ou celui d'Alan Greenspan, cinq fois président de la Fed, qui a un jour déclaré avec humour : « Depuis que je suis banquier central, j'ai appris à marmonner de manière incohérente. Si je vous semble trop clair, c'est que vous avez mal compris ce que j'ai dit. »
- ¹⁸ Source : Article de Sky News publié le 30 juin 2025. news.sky.com/story/trump-takes-aim-at-fed-chair-jerome-powell-again-and-says-he-should-be-ashamed-13390649
- ¹⁹ Source : article de Politico publié le 13 mars 2020. politico.eu/article/christine-lagarde-corona-blunder-ecb/
- ²⁰ Source : article de Bloomberg publié le 16 juillet 2025. bloomberg.com/news/articles/2025-07-16/trump-likely-to-fire-powell-soon-white-house-official-says
- ²¹ Source : Cour suprême des États-Unis, publié le 22 mai 2025. documentcloud.org/documents/25951855-24a966-order/
- ²² Source : article de Bloomberg publié le 17 juillet 2025. bloomberg.com/news/articles/2025-07-16/pulte-confident-congress-will-probe-powell-over-renovations
- ²³ Source : interview de CNBC, publiée le 21 juillet 2025. cnbc.com/2025/07/21/treasury-secretary-bessent-calls-for-a-review-of-the-entire-federal-reserve.html
- ²⁴ Source : article Reuters, publié le 27 août 2025. reuters.com/business/finance/fed-governor-cook-will-sue-keep-her-job-trump-mulls-replacement-2025-08-26/
- ²⁵ Source : article de The Guardian publié le 18 juillet 2025. theguardian.com/business/2025/jul/18/trump-calls-fed-chair-a-numbskull-who-makes-it-difficult-for-people-to-buy-a-house
- ²⁶ Un swap de taux d'intérêt qui commence dans cinq ans et dure cinq ans.
- ²⁷ Thomas Drechsel est macroéconomiste et professeur adjoint au département d'économie de l'Université du Maryland, ainsi que chercheur affilié au Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- ²⁸ Source : Article de recherche de Thomas Drechsel, Political Pressure on the Fed, publié le 30 juillet 2025. econweb.umd.edu/~drechsel/papers/drechsel_political_pressure_shocks.pdf
- ²⁹ L'IPP mesure l'évolution des prix de vente que les producteurs nationaux reçoivent pour leurs biens et services, ce qui reflète l'inflation du point de vue des producteurs.
- ³⁰ C'est l'IPC mesure la variation des prix payés par les consommateurs pour les biens et services, ce qui reflète le coût de la vie.
- ³¹ À la fin des années 1950, l'US Department of Agriculture (USDA) a lancé un vaste programme d'éradication du parasite à l'aide de la technique d'élevage de mâles stériles (sterile insect technique ou SIT). La méthode consistait à élever en masse et à stériliser les *Cochliomyia hominivorax* mâles avant de les relâcher afin qu'ils s'accouplent avec les femelles sauvages, pour les empêcher de se reproduire et réduire ainsi la population de mouches. Le programme a obtenu un succès significatif, puisqu'il a permis d'éradiquer le parasite dans le sud-est et le sud-ouest des États-Unis à la fin des années 1960.
- ³² Source : US Department of Agriculture, Animal and Plant Health Inspection Service, au 18 août 2025. aphis.usda.gov/livestock-poultry-disease/cattle/ticks/screwworm

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

