

Vontobel

Investors' Outlook

Passer à la vitesse supérieure

Octobre 2025

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Naviguer dans un contexte de données plus faibles

6 Points saillants du marché

En déséquilibre

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 6 novembre 2025)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

1 octobre 2025

Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 17

Passer à la vitesse supérieure



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Chers lecteurs,

Depuis l'été, les investisseurs carburent à l'optimisme, mais la première baisse des taux d'intérêt de l'année décidée par la Réserve fédérale américaine (Fed) a donné aux marchés la puissance nécessaire pour passer à la vitesse supérieure.

La Fed a réduit ses taux d'un quart de point de pourcentage, cherchant un compromis entre une inflation tenace, qui a récemment augmenté, et la faiblesse du marché de l'emploi, dont les chiffres ont été fortement révisés à la baisse.

Depuis le Jour de la Libération, l'inflation et la croissance de l'emploi ont évolué en sens inverse, plaçant la Fed face à un dilemme. Au final, c'est l'emploi qui a fait pencher la balance. Le président de la Fed, Jerome Powell, a admis l'existence de risques baissiers et déclaré que le marché du travail ne pouvait plus être qualifié de «très solide»¹. Les investisseurs avaient déjà anticipé la probabilité d'un nouvel assouplissement. La Fed l'a confirmé dans son dot plot², qui prévoit une nouvelle baisse d'un demi-point d'ici la fin de l'année et d'un quart de point supplémentaire en 2026.

D'autres facteurs entrent en ligne de compte. Le géant des logiciels de bases de données Oracle a annoncé une hausse spectaculaire de son chiffre d'affaires dans le domaine des infrastructures cloud et de son carnet de commandes, ainsi qu'un plan d'investissement de 35 milliards USD dans les centres de données et les infrastructures pour l'exercice fiscal en cours. Des partenariats de premier plan dans le domaine de l'IA, comme celui conclu avec OpenAI, opérateur de ChatGPT, ont aussi contribué à cette dynamique. Cela illustre à quel point les dépenses massives des géants de la tech alimentent l'économie dans son ensemble.

Les marchés se trouvent dans une situation que nous jugeons particulièrement favorable. Au-delà du secteur

technologique, qui a récemment contribué à propulser les actions américaines vers de nouveaux sommets, les dépenses des entreprises et des consommateurs continuent d'augmenter. Diverses mesures de relance sont également en place, comme en Europe, ou attendues, notamment en Chine, où les dirigeants politiques pourraient chercher des moyens de soutenir une économie affaiblie. Et même si la croissance économique mondiale est inférieure à sa tendance à long terme, elle se redresse et nous éloigne d'une récession. Ces signaux, auxquels s'ajoute la tendance des banques centrales à assouplir leur politique monétaire, nous semblent positifs pour la conjoncture macroéconomique mondiale et laissent donc augurer une propension au risque sur les marchés.

Même dans ce contexte, les inquiétudes persistantes concernant la viabilité de la dette, les déficits budgétaires et la perte de confiance actuelle dans les monnaies fiduciaires³ soutiennent la performance des stabilisateurs de portefeuille tels que l'or. Nous estimons qu'il est important de rester sélectifs et actifs dans notre exposition aux actions.

Dans cette édition d'Investors' Outlook, nous nous intéressons aux déséquilibres qui affectent l'économie mondiale, notamment dans les domaines du commerce, de la consommation et de l'industrie manufacturière. Vous pourrez également découvrir notre avis sur les métaux précieux et le marché boursier.

Nous voulons aider nos clients à appuyer sur l'accélérateur en leur donnant des informations et des perspectives sur ce que l'avenir pourrait leur réserver.

→ Webcast

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

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



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

Naviguer dans un contexte de données plus faibles

En septembre, les données décevantes sur le marché du travail américain se sont heurtées à une inflation plus soutenue. Concentrés sur l'emploi, les marchés ont anticipé un réajustement de la politique monétaire américaine.

Le mois subit généralement l'« effet septembre », une tendance historique à la sous-performance des actions, probablement due au rééquilibrage des portefeuilles après l'été. Cette fois, le moteur a tourné plus rond : les actions ont grimpé, tirées par les États-Unis et les marchés émergents. Les titres obligataires ont aussi gagné du terrain, les rendements des bons du Trésor américain ayant baissé et les spreads de crédit s'étant légèrement resserrés. Les matières premières ont suivi, l'or dépassant les 3800 USD l'once.

Paradoxalement, c'est la faiblesse des données qui a attisé ce rallye. Le rapport décevant sur l'emploi américain de juillet a été suivi d'un mois d'août encore plus faible, avec seulement 22 000 créations de postes contre 75 000 attendues. De plus, les révisions à la baisse ont révélé 911 000 emplois de moins qu'estimé initialement sur les 12 mois jusqu'en mars, tandis que le taux de chômage

est remonté à 4,3%. En réponse, la Fed a réduit ses taux de 25 points de base (pb). Stephen Miran, nommé gouverneur de la Fed par le président américain Donald Trump et assermenté la veille, a été le seul à s'opposer à cette décision⁴. Il était partisan d'une baisse de 50 pb.

À plus long terme, nous pensons que la croissance mondiale devrait accélérer sous l'effet d'une politique monétaire plus accommodante et des lentes répercussions des baisses de taux antérieures sur l'économie réelle. Aux États-Unis, les prévisions tablent sur de nouvelles réductions des taux prochainement. Des mesures de relance budgétaire semblent également se profiler. Outre la « Big Beautiful Bill »⁵ aux États-Unis, d'autres mesures de relance pourraient être prises en Europe et en Chine. À l'approche des élections de mi-mandat en novembre 2026, l'administration Trump adoptera selon nous une approche plus favorable à la croissance.

Le Comité d'investissement de la Multi Asset Boutique a laissé inchangée son allocation d'actifs. Plus de détails en page 5.

	SOUS-PONDÉRATION ⁶		NEUTRE ⁷	SURPONDÉRATION ⁶		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités			→			Nous adoptons une position neutre vis-à-vis des liquidités, tout en restant flexibles pour les déployer lorsque des opportunités se présentent.
2 Obligations		→				Nous continuons de privilégier les actions par rapport aux obligations et maintenons donc une sous-pondération des titres obligataires. Nous préférons les obligations des marchés émergents libellées en devises fortes (neutres) aux obligations d'entreprises investment grade et à haut rendement (sous-pondérées), car nous estimons que les titres des ME devraient bénéficier de la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis et de la dépréciation du dollar américain.
3 Actions				→		Nous maintenons notre surpondération des actions, avec un penchant pour les ME et la zone euro. Nous considérons que ces deux régions sont bien placées pour tirer parti de la faiblesse du dollar américain et bénéficier de mesures de relance nationales. Leurs valorisations relatives nous semblent également intéressantes. L'optimisme qui règne sur les marchés actions s'explique par plusieurs facteurs, notamment les solides résultats des entreprises, les prévisions encourageantes, l'apaisement des inquiétudes liées aux droits de douane et le sentiment que leur impact global devrait être limité, temporaire et gérable.
4 Or			→			L'or a dépassé les 3800 USD l'once en septembre, principalement portée par la montée des anticipations de baisses de taux de la Fed, qui stimulent généralement la demande d'actifs non rémunérateurs tels que l'or. De plus, l'affaiblissement du dollar américain et les discussions en cours sur l'indépendance des banques centrales ont encore renforcé l'attrait de l'or. Bien que les perspectives structurelles de l'or demeurent positives – soutenues par des facteurs tels que l'endettement élevé et la baisse de confiance dans les monnaies fiduciaires – nous restons neutres sur l'or. Des corrections temporaires sont possibles, tout comme l'éventualité que les banques centrales mettent en pause leurs achats d'or.
5 Matières premières			→			Les matières premières ont enregistré de bons résultats, en septembre comme depuis le début de l'année. Mais cette vigueur est en grande partie attribuable au secteur des métaux précieux, car l'or et l'argent ont fortement progressé. Les cours du cuivre ont augmenté malgré une activité manufacturière mondiale atone et des indicateurs économiques faibles en provenance de la Chine, grande consommatrice de métaux. Du point de vue des fondamentaux, il nous est difficile d'adopter une position trop optimiste sur les matières premières dans leur ensemble, compte tenu de la situation économique mondiale actuelle, des incertitudes persistantes sur le plan commercial et de l'offre abondante dans de nombreux secteurs du marché des matières premières. Cela dit, certaines de nos convictions fondamentales (croissance plus forte, affaiblissement du dollar américain ainsi que mesures de relance supplémentaires potentielles en provenance de Chine) nous empêchent d'adopter une vision exagérément négative de ce secteur. Nous conservons donc une position neutre 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 septembre 2025. Sous réserve de modifications sans préavis.

En déséquilibre

Nous estimons que l'un des thèmes récurrents de l'économie mondiale actuelle est celui du déséquilibre, qu'il s'agisse du commerce, de la consommation, de la politique budgétaire, des investissements ou des devises. Ces distorsions peuvent nuire à la stabilité au niveau national et avoir des répercussions au-delà des frontières, mettant en péril la santé de l'économie mondiale.





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



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

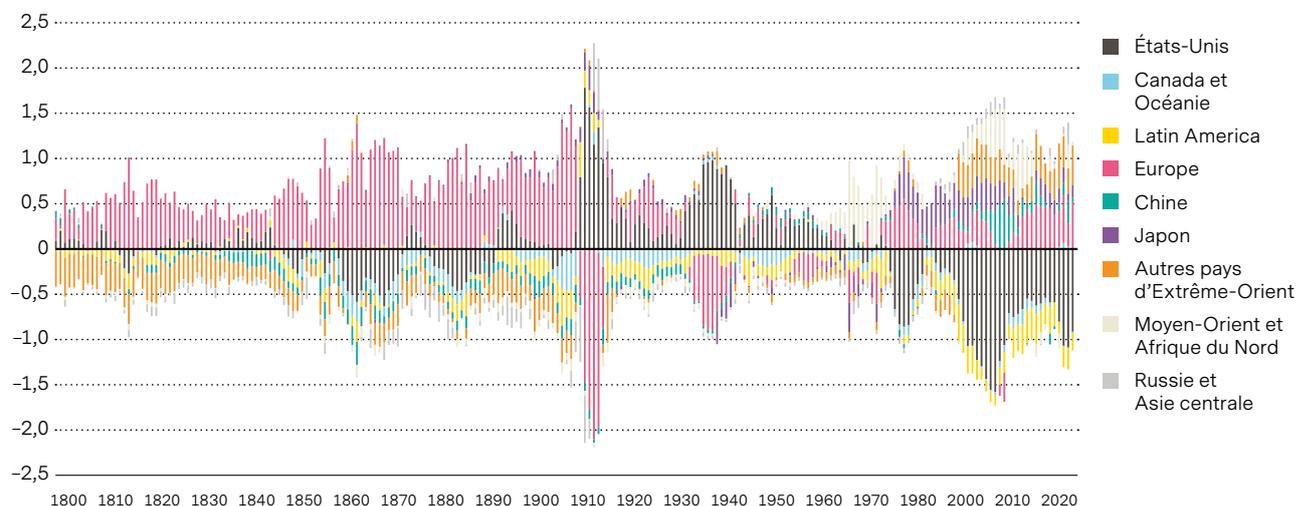
Lors d'un événement organisé par l'Institut de la finance internationale plus tôt cette année, auquel ont participé des ministres des Finances et des banquiers centraux du monde entier, le secrétaire américain au Trésor, Scott Bessent, a averti que les institutions de Bretton Woods⁹ – le Fonds monétaire international et la Banque mondiale – s'étaient écartées de leur mission initiale. « Leur objectif était de rétablir et de préserver l'équilibre. Cela reste l'objectif des institutions de Bretton Woods. Pourtant, partout dans le système économique international actuel, nous constatons des déséquilibres. »¹⁰

Sa remarque nous semble pertinente. L'environnement économique actuel est conditionné par divers déséquilibres mondiaux, dont l'un des plus importants est intégré dans la composante « exportations nettes » de la formule du produit intérieur brut (PIB) : $PIB = \text{dépenses de consommation} + \text{dépenses publiques} + \text{exportations nettes} + \text{investissements totaux}$. Les exportations nettes représentent la différence entre la valeur totale des biens et services exportés par un pays et la valeur totale de ses importations. Un chiffre d'exportations nettes positif, appelé excédent commercial, indique qu'un pays vend plus à l'étranger qu'il n'y achète, ce qui entraîne un afflux d'argent supplémentaire dans l'économie. Un chiffre négatif, ou déficit commercial, signifie le contraire : le pays achète plus à l'étranger qu'il n'y vend, ce qui provoque une sortie de capitaux de l'économie. Les exportations nettes sont un indicateur clé de la balance commerciale et de la santé financière d'un pays, et jouent un rôle important dans la formation de la demande agrégée et la stabilité économique globale.

À l'exception de la Première Guerre mondiale, le commerce mondial n'a jamais été aussi déséquilibré que durant le XXI^e siècle (graph. 1). Des pays comme l'Allemagne, le Japon et la Chine affichent d'importants excédents commerciaux et dépendent fortement de la demande étrangère pour alimenter leur croissance intérieure. En revanche, des économies telles que les

Graph. 1 : Les déséquilibres commerciaux mondiaux : une réalité incontournable

Solde de la balance courante du PIB mondial, en %

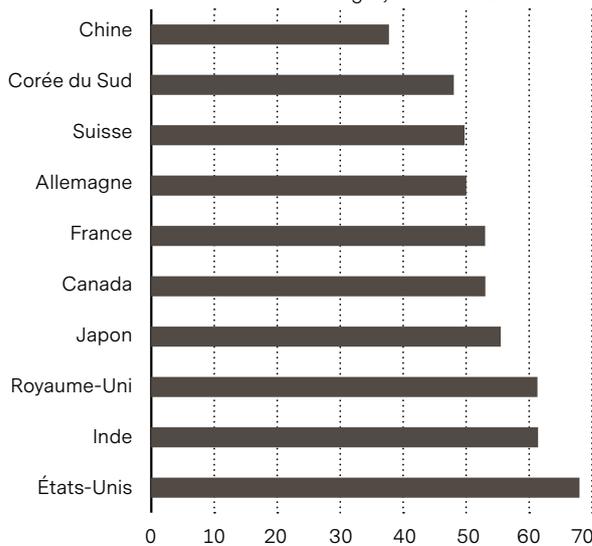


Source : G. Nievas, T. Piketty: « Unequal exchange & north-south relations: Evidence from global trade and the world balance of payments, 1800 – 2025 », WIL WP (2025), Vontobel.

8 Points saillants du marché

Graph. 2 : Les déséquilibres mondiaux s'accroissent alors que les Américains dépensent le plus ...

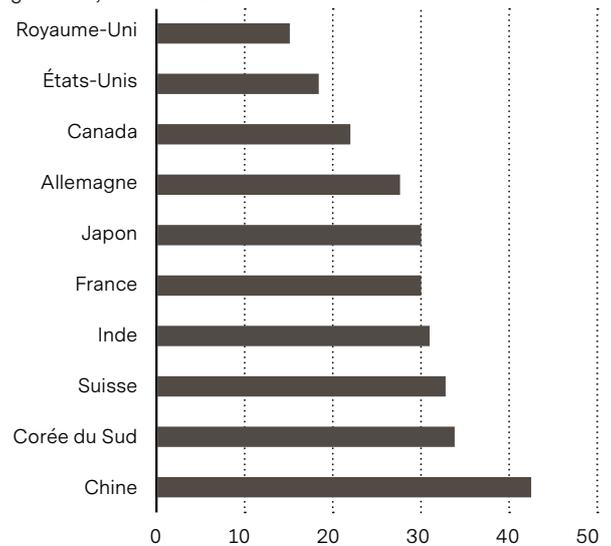
Dépense de consommation finale des ménages, en % du PIB



Source : LSEG, Vontobel ; 2022.

Graph. 3 : ... alors que les consommateurs chinois sont ceux qui épargnent le plus

Épargne brute, en % du PIB



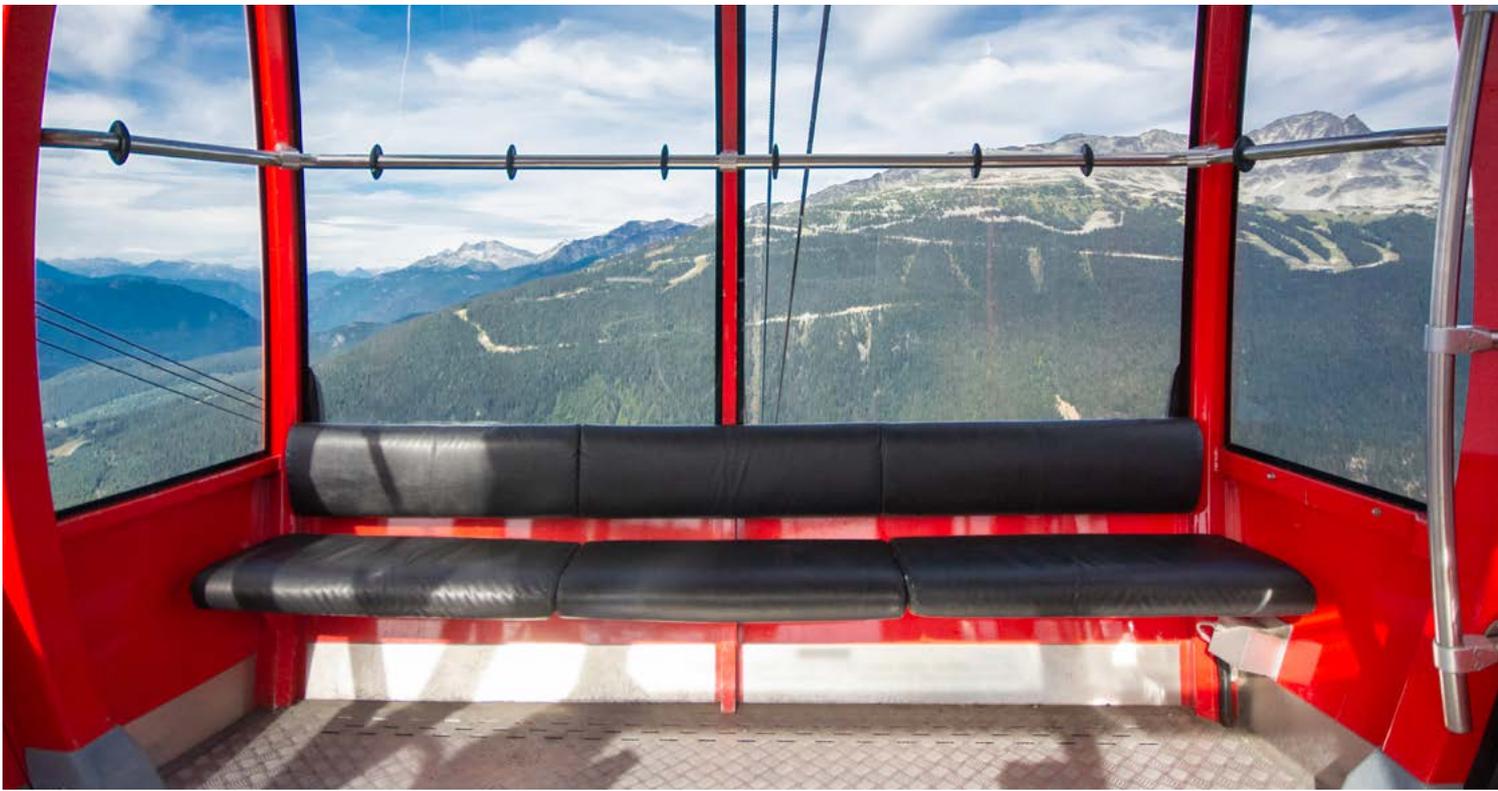
Source : LSEG, Vontobel ; 2023.

États-Unis, l'Inde et le Royaume-Uni affichent des déficits commerciaux chroniques, faisant ainsi office de « consommateurs du dernier ressort »¹¹ pour les biens mondiaux. Ces déséquilibres commerciaux accentuent les vulnérabilités. Pour les pays excédentaires, une dépendance excessive à l'égard des exportations peut les exposer à des chocs de demande à l'étranger. Pour les pays déficitaires, une dépendance prolongée à l'égard des biens importés érode la base industrielle nationale et creuse les inégalités de revenus en raison de la délocalisation des emplois. Au-delà de l'économie, la dépendance aux importations de minéraux critiques, tels que ceux utilisés dans la production de semi-conducteurs, a également soulevé des préoccupations en matière de sécurité nationale.

Lorsque l'on examine l'érosion du tissu industriel national, on constate également d'importants déséquilibres dans l'industrie manufacturière mondiale. Depuis son adhésion à l'Organisation mondiale du commerce en 2001, la Chine a consolidé sa domination dans la chaîne de valeur manufacturière, totalisant près de 30 % de la production manufacturière mondiale en 2023. En comparaison, la part des États-Unis a diminué à environ 17 %, contre plus de 25 % au début des années 2000. Il n'est donc pas surprenant que Donald Trump ait exprimé sa frustration face à la désindustrialisation du pays et affirmé sa volonté de relocaliser les emplois manufacturiers aux États-Unis.

La consommation privée illustre un autre déséquilibre. Les consommateurs américains, par exemple, dépensent énormément, comme en témoignent non seulement l'économie nationale, où les dépenses des ménages représentent environ les deux tiers du PIB américain, mais aussi la comparaison aux autres pays (graph. 2). Ce niveau élevé de dépenses s'accompagne d'un taux d'épargne relativement faible. La situation en Chine offre un tableau totalement opposé. Les ménages chinois épargnent beaucoup, le taux d'épargne national dépassant 40 % du PIB en 2023 (graph. 3), ce qui est largement supérieur à la moyenne mondiale.

Les consommateurs américains ne sont pas les seuls à avoir envie de dépenser. Le gouvernement américain continue également à débours beaucoup plus que ses recettes ne le permettent, portant le niveau de la dette nationale à des sommets sans précédent. C'est là qu'entrent en ligne de compte les déséquilibres budgétaires, c'est-à-dire les déficits budgétaires. En janvier, le Bureau du budget du Congrès américain prévoyait que le déficit budgétaire fédéral atteindrait 1 900 milliards USD cette année et la dette fédérale 118 % du PIB d'ici 2035. De tels déséquilibres créent également des vulnérabilités. Un niveau élevé de dette publique risque de décourager les investissements privés et d'augmenter les coûts d'emprunt. Aujourd'hui déjà, les intérêts sur la dette américaine comptent parmi les postes les plus



importants du budget fédéral. Cette situation peut également avoir des répercussions à l'échelle mondiale, car elle influe sur les taux d'intérêt et la confiance des investisseurs. Cela dit, les déséquilibres budgétaires ne sont pas l'apanage des États-Unis : de nombreux pays de l'Union européenne sont confrontés à des défis similaires.

Viennent ensuite les déséquilibres en matière d'investissement. Le terme « investissement » ne se réfère pas nécessairement ici aux sommes que les particuliers placent sur les marchés financiers, mais plutôt à ce que l'économie dans son ensemble investit dans la capacité de production. Une mesure courante en est la formation brute de capital, exprimée en pourcentage du PIB. Selon les données de la Banque mondiale (2023), la formation brute de capital de la Chine dépasse 41 % de son PIB, un chiffre nettement supérieur à celui des autres économies émergentes (Inde : 33 %) et des économies avancées (Suisse : 26 %, États-Unis et Allemagne : 22 %, Royaume-Uni : 17 %) ¹².

Les désalignements monétaires et les déséquilibres des taux de change constituent une autre source de préoccupation. Lorsque la monnaie d'un pays est surévaluée ou sous-évaluée par rapport aux autres, cela peut entraîner une distorsion des flux commerciaux et des tendances d'investissement. Une monnaie sous-évaluée, par exemple, peut abaisser le coût des exportations et augmenter celui des importations, conférant ainsi au pays un avantage concurrentiel inéquitable. Les déséquilibres de change compliquent également la politique monétaire, car les banques centrales doivent trouver un équilibre entre la stabilisation des taux de change et la poursuite des objectifs économiques nationaux. Les économies asiatiques ont souvent été accusées de maintenir artificiellement leurs devises à un niveau faible. Le Trésor américain a accusé la Chine de manipuler sa monnaie en 2019, puis le Vietnam en 2020. Bien que le Japon n'ait pas été visé par ces accusations, la politique monétaire menée ces

dernières années par la Banque du Japon, notamment l'assouplissement quantitatif, a parfois été critiquée pour avoir indirectement affaibli le yen. Ces accusations ne se limitent pas à l'Asie. La Suisse, qui figurait depuis 2016 sur la liste de surveillance du Trésor américain, a été officiellement désignée comme manipulatrice en 2020. À l'autre extrémité du spectre se trouvent les États-Unis, où la surévaluation du dollar américain reste proche des niveaux observés après les accords du Plaza dans les années 1980.

Enfin, la résurgence des politiques protectionnistes ces dernières années a encore complexifié le paysage économique mondial. Le protectionnisme peut prendre de nombreuses formes, telles que les subventions et les exigences en matière de transfert de technologie de la Chine, les mesures antidumping et les normes réglementaires strictes de l'Union européenne, ou encore les droits de douane élevés sur les importations agricoles de la Suisse, pour n'en citer que quelques-unes.

Alors, comment rétablir l'équilibre (du moins en théorie) ?

Lorsqu'une économie consomme plus qu'elle n'investit, elle doit compter sur les importations pour combler le déficit. À l'inverse, lorsqu'elle consomme moins qu'elle n'investit, elle exporte l'excédent. En résumé, une fois que la consommation et les investissements (y compris dans le secteur manufacturier) reviennent à des niveaux sains, la balance commerciale se normalise ou se rééquilibre également. Pour l'économie américaine, qui repose sur la consommation, cela exigerait un réajustement afin de réduire l'excès de demande intérieure. Parallèlement, il faudrait stimuler la demande mondiale, en particulier en Europe, en Chine et au Japon.

Mais cela est plus facile à dire qu'à faire. Une combinaison de défis mondiaux et nationaux vient compliquer le processus. Au niveau mondial, la ligne qui sépare le

10 Points saillants du marché

rétablissement de l'équilibre et le basculement de l'économie dans un état chaotique de protectionnisme et de démondialisation est très mince.

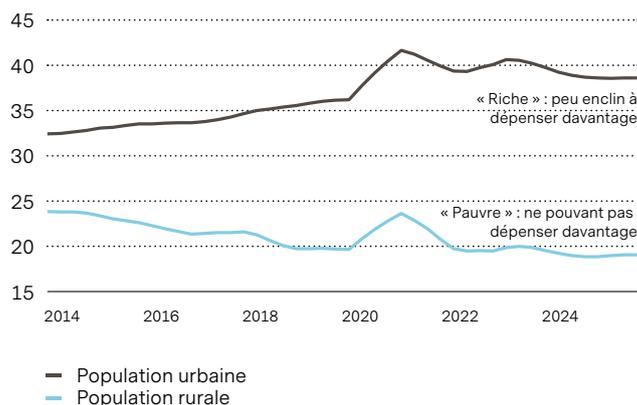
Quant aux enjeux nationaux spécifiques, les États-Unis sont confrontés à trois défis majeurs: 1) stimuler les investissements dans le pays, 2) réduire le déficit budgétaire et 3) juguler la consommation excessive. À notre avis, pour encourager les investissements dans le pays, il ne suffira pas de faire pression sur les partenaires commerciaux pour qu'ils «fabriquent aux États-Unis». Nous pensons que les États-Unis devront également s'engager à moderniser et à développer leurs propres infrastructures. En ce qui concerne la réduction du déficit budgétaire, la guerre commerciale pourrait y contribuer, du moins dans une certaine mesure. Selon le département du Trésor, le déficit budgétaire américain s'est réduit de 35 milliards USD en août (soit une réduction de 9% par rapport à l'année précédente), les droits de douane imposés par Trump ayant augmenté les recettes douanières nettes d'environ 22,5 milliards USD. Cela dit, la hausse des droits de douane ne suffira probablement pas à résoudre les problèmes budgétaires du pays. Reste à voir comment les États-Unis comptent maîtriser leur excès de consommation (une hausse des droits de douane pourrait y contribuer, car ils s'apparentent à une taxe à la consommation).

De son côté, la Chine doit relever le défi colossal de réduire le surinvestissement et la surcapacité sans mettre son économie en péril, en particulier dans le secteur immobilier. Autrefois qualifié de «plus grande classe d'actifs au monde», le marché immobilier chinois est en chute libre depuis cinq ans, sans aucun signe réel de redressement. Les autorités chinoises hésitent à promouvoir l'aléa moral (c'est-à-dire encourager les promoteurs immobiliers endettés à prendre encore plus de risques en comptant sur les plans de sauvetage du gouvernement), mais elles continuent d'intervenir régulièrement pour soutenir le secteur, craignant un effondrement incontrôlé du marché immobilier.

Outre le marché immobilier, l'industrie automobile chinoise est également confrontée à des problèmes de surinvestissement. Selon un rapport de Bloomberg, plus de la moitié de la capacité de production du pays était inutilisée en 2025¹³. Le secteur solaire est confronté à des problèmes similaires: les entreprises ont licencié près d'un tiers de leurs effectifs l'année dernière, les pertes enregistrées tout au long de la chaîne de valeur manufacturière ayant atteint 40 milliards USD¹⁴. La Chine a récemment pris les premières mesures pour remédier à ces problèmes. Dans le cadre d'une campagne «anti-involution», les responsables politiques chinois se sont engagés à freiner

Graph. 4 : L'un des défis de la Chine consiste à stimuler la consommation intérieure

Taux d'épargne chinois, en %



Source : LSEG, Vontobel ; au 1 octobre 2025.

la surcapacité et les guerres des prix qui s'ensuivent entre fabricants.

Convaincre les ménages chinois d'épargner moins et de dépenser davantage représente un autre défi majeur. Le problème ne vient pas seulement de la situation du marché résidentiel, où les Chinois relativement aisés ont investi massivement dans l'immobilier pour se constituer un patrimoine, mais aussi du marché du travail. Le chômage des jeunes a atteint 17,8% en juillet, aggravant l'insécurité des revenus et alimentant les inquiétudes quant à l'adéquation du filet de sécurité sociale chinois. Pour stimuler la consommation intérieure, il se pourrait que la Chine doive instaurer un système de redistribution des revenus des tranches supérieures vers les tranches inférieures (graph. 4).

Le «dernier défi» de la Chine est de relâcher son emprise sur sa monnaie. La Banque populaire de Chine continue d'intervenir sur le marché des changes malgré ses promesses répétées depuis des années de permettre une plus grande influence du marché sur le yuan. Bien que le taux de change du yuan soit devenu quelque peu plus volatil à mesure que la Chine a légèrement desserré son emprise, les conditions sous-jacentes restent étroitement contrôlées¹⁵.

Par ailleurs, le plus grand défi de la zone euro consiste à surmonter ses réticences permanentes à investir. Plus concrètement, cet aspect peut être mesuré par la formation nette de capital fixe, exprimée en pourcentage du

Graph. 5 : Liste de contrôle pour un rééquilibrage mondial

		QUE FAUT-IL FAIRE ?	PROBABILITÉ ESTIMÉE
	MONDE	Un environnement de libreéchange	●
	ÉTATS-UNIS	Encourager les investissements nationaux	●
		Réduire le déficit budgétaire	●
		Maîtriser la consommation excessive	●
	CHINE	Réduire le surinvestissement	●
		Réduire le soutien à l'industrie manufacturière	●
		Cesser de gérer le risque de change	○
		Encourager la consommation intérieure	●
	EUROPE	Augmenter les investissements nationaux	●
		Améliorer la compétitivité	●

Remarque : À titre d'illustration uniquement. Horizon temporel des scénarios sur les sept prochaines années.

Source : Vontobel ; au 1 octobre 2025.

PIB. Avant la crise financière mondiale, le niveau d'investissement dans la zone euro reflétait globalement celui des États-Unis, oscillant entre 6 et 8% du PIB. Cependant, la crise financière a affaibli la propension des entreprises européennes à investir. En 2024, ce chiffre était tombé à environ 3% dans la zone euro, tandis qu'il remontait à près de 6% aux États-Unis, soit un niveau toujours inférieur à celui d'avant la crise, mais presque deux fois supérieur à celui de l'Europe¹⁶.

Il est probable que l'on assiste à un rééquilibrage, mais on ignore encore son ampleur et le moment où il se produira

En conclusion ? Le système économique international actuel se caractérise par d'importants déséquilibres (graph. 5). S'ils deviennent trop prononcés, ils peuvent nuire à la santé de l'économie (p. ex., les États-Unis consomment trop, la Chine subventionne trop et l'Europe investit trop peu). Avec le temps, ces déséquilibres finiront inévitablement par se résorber, parfois par nécessité. Les États-Unis, par exemple, ont une capacité budgétaire limitée pour stimuler leur économie par rapport à d'autres régions. Même si l'administration américaine actuelle tente de remédier à ces déséquilibres, nous estimons qu'elle doit faire preuve de prudence, car des barrières

commerciales radicales risquent de nuire à la croissance économique non seulement au niveau national, mais aussi à l'échelle mondiale. Dans d'autres pays, les gouvernements mettent en place des mesures politiques nationales pour contribuer à ce rééquilibrage, mais ce processus d'ajustement sera probablement progressif. Il est possible de rétablir l'équilibre dans l'économie mondiale, mais pas du jour au lendemain.

Lever le pied du frein



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

La Fed a réduit ses taux pour la première fois depuis 2024 et annoncé deux autres baisses cette année, mais les marchés anticipent un assouplissement encore plus important jusqu'en 2026.

En septembre, la Fed a abaissé ses taux directeurs de 25 pb à 4,00–4,25%, une première depuis décembre 2024, en raison du ralentissement du marché du travail (emploi, chômage, demande de main-d'œuvre). L'inflation demeure au-dessus de 2%, mais la Fed reconnaît une hausse des risques sur l'emploi. Les projections indiquent désormais deux nouvelles baisses cette année, ce qui ramènerait le taux des fonds fédéraux à environ 3,50–3,75%.

À l'avenir, la politique monétaire devrait rester dépendante des données, et les prochains ajustements dépendront de l'inflation et des conditions du marché du travail. Les marchés anticipent toutefois un autre assouplissement de 50 pb d'ici 2026, dépassant les projections de la Fed. Le plancher des taux de la Fed selon le marché (graph. 1), défini comme le taux directeur le plus bas attendu pour les trois prochaines années, a également baissé.

Les marchés du crédit semblent quasi parfaits¹⁷ dans un monde imparfait. Les spreads investment grade et haut rendement, proches de leurs plus bas historiques, laissent peu de marge en cas de dégradation. Malgré les signaux de fragilité du marché du travail, les valorisations restent élevées. Les investisseurs, conscients du contexte macroéconomique affaibli, voient pourtant les spreads se resserrer, portés par une forte demande technique et des fondamentaux encore solides.

Le graphique 2 montre la relation entre le spread ajusté des options initial et les rendements excédentaires sur 12 mois dans le crédit investment grade, d'après 15 années de données mensuelles. Chaque point représente le spread ajusté des options (abscisses) par rapport au rendement excédentaire sur l'année suivante (ordonnées). Une courbe polynomiale¹⁸ a été tracée pour illustrer la variation historique moyenne des rendements excédentaires en fonction des spreads initiaux. Lorsque les spreads commencent à se resserrer, les rendements excédentaires prévisionnels sont souvent nuls ou négatifs, car le risque d'élargissement l'emporte sur le potentiel limité de nouvelle compression. Lorsque les spreads sont aussi serrés, ils peuvent difficilement se resserrer davantage, et même un léger élargissement entraînerait des pertes. En résumé, on ne peut plus espérer les gains élevés qui étaient possibles lorsque les spreads étaient plus larges. Selon nous, pour que les rendements excédentaires continuent d'augmenter, il faudrait que les spreads, déjà extrêmement serrés, se resserreraient encore.

Graph. 1 : Les marchés anticipent une baisse plus marquée de la trajectoire d'assouplissement monétaire de la Fed

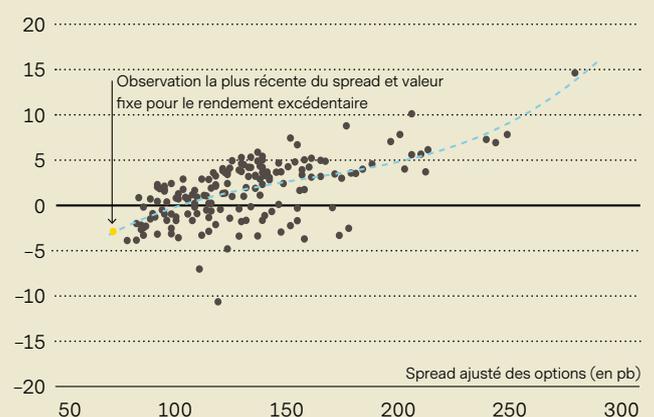
Plancher des taux de la Fed selon le marché, en %



Source : LSEG, Vontobel ; au 19 septembre 2025.

Graph. 2 : Avec des spreads à des niveaux historiquement bas, les investisseurs peuvent-ils encore espérer des gains ?

Rendements excédentaires attendus sur 12 mois dans crédit IG*, en %



*Crédit investment grade
Source : LSEG, Vontobel ; au 19 septembre 2025.

Les actions des marchés émergents passent à la vitesse supérieure



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

Pour ce qui est des marchés d’actions mondiaux, le secteur de la tech semble être au volant. Ce n’est pas une surprise aux États-Unis, où la Silicon Valley a souvent mené rallye sur rallye. Mais certains investisseurs ont découvert le même phénomène sur les marchés émergents (ME), où les actions ont aussi été propulsées par un petit groupe d’entreprises de la tech asiatique.

En septembre, les indices d’actions mondiales ont atteint des records, les investisseurs tablant de plus en plus sur une réduction des taux par la Fed, et le secteur de la tech livrant des nouvelles encourageantes. Au sein de l’indice S&P 500, Alphabet a culminé à 3000 milliards USD de capitalisation boursière après une décision judiciaire favorable dans le domaine de la concurrence. Quant à Oracle, le titre a bondi de plus 40% en une seule journée à l’annonce d’une augmentation massive de son carnet de commandes, son infrastructure d’IA (intelligence artificielle) dans le cloud connaissant une forte demande.

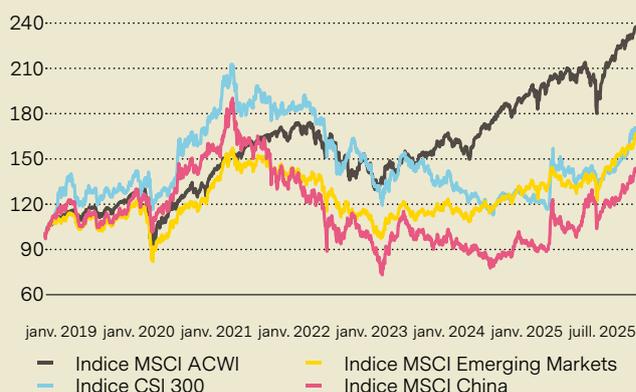
Les ME ne sont pas en reste, puisque l’indice MSCI Emerging Markets a gagné 30% depuis le début de l’année (en USD), surpassant son pic de 2021 (graph. 1). Nous

voions deux explications à cela. Premièrement, la politique monétaire de la Chine s’inscrit toujours en soutien, puisque la Banque Populaire de Chine conserve un positionnement assez accommodant. Deuxièmement, les fondamentaux jouent un rôle essentiel. La performance des actions des ME est surtout le fait d’une douzaine d’entreprises asiatiques de la tech largement exposées à l’IA (graph. 2), qui ont livré de bonnes surprises en termes de résultats ces derniers trimestres. Ensemble, ces entreprises sont responsables de la moitié de la performance de l’indice depuis le début de l’année. Cet indice a une composition similaire à celle du marché américain, où moins de 10 entreprises de la tech et/ou associées à l’IA représentent près de 30% de l’indice en termes de capitalisation boursière, et environ 60% de sa performance depuis début janvier.

Nous pensons que cette concentration, combinée à l’accélération de la course à l’IA, illustre l’influence grandissante du secteur de la tech sur les marchés d’actions mondiaux – une tendance jusqu’ici centrée sur les USA, mais susceptible de déclencher un changement structurel de leadership. Nous estimons aussi qu’elle nous incite à surveiller la capacité de ces entreprises à rentabiliser les énormes dépenses d’investissement qu’elles déploient sur fond d’intensification de la concurrence et de la dynamique des marchés, ce qui pourrait faire émerger de nouveaux leaders tout en entamant la rentabilité des autres acteurs. Le récent différend entre la Chine et les États-Unis à propos de l’approvisionnement en puces d’IA de Nvidia en est un exemple éclatant.

Graph. 1 : Les actions émergentes atteignent un niveau record depuis 2021

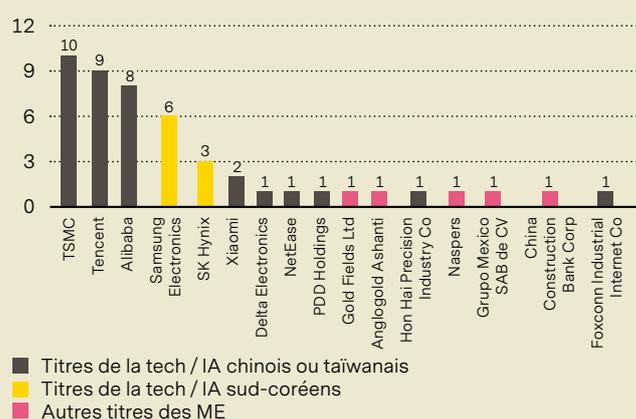
Rendement total en % et en USD (indice janvier 2019 = 100)



Source : LSEG, Vontobel ; au 19 septembre 2025. Les rendements peuvent augmenter ou diminuer en raison des fluctuations des devises.

Graph. 2 : Les actions de la tech et de l’IA génèrent la moitié des gains de l’indice MSCI EM depuis janvier

Indice MSCI EM, contribution en cumul annuel par titre, en %



■ Titres de la tech / IA chinois ou taiwanais
■ Titres de la tech / IA sud-coréens
■ Autres titres des ME

Source : LSEG, Vontobel ; au 19 septembre 2025. Les rendements peuvent augmenter ou diminuer en raison des fluctuations des devises. Remarque : actions à ligne unique à titre d’information. Ceci n’est pas une recommandation d’investissement.

L'argent met le turbo



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

Placement refuge et réserve de valeur, l'or est le poids lourd incontesté dans l'univers des métaux précieux. L'argent, souvent considéré comme son petit frère, est plus volatil et sensible aux secousses de l'économie. Mais récemment, l'argent a mis le pied au plancher.

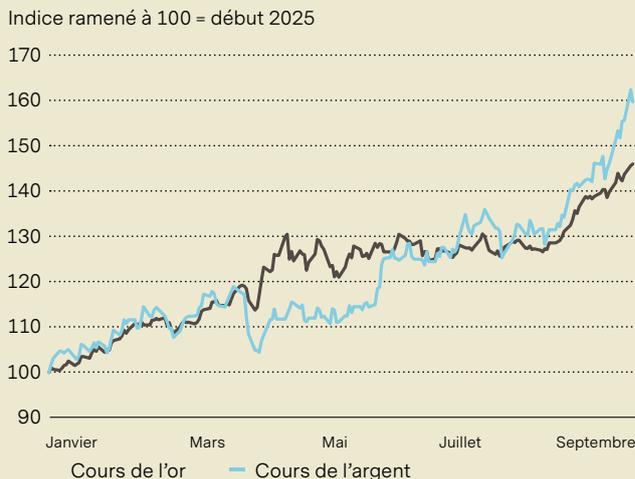
L'or a encore enchaîné les records, puisqu'il a franchi la barre des 3800 USD l'once en septembre (+46% depuis le début de l'année). Une ascension essentiellement due à des chiffres inférieurs aux attentes. Car devant les signes de fléchissement du marché américain du travail – deux rapports sur l'emploi mensuels décevants d'affilée ainsi qu'une révision annuelle des données révélant que l'économie américaine a créé 911 000 emplois de moins que les estimations pour l'exercice clos en mars – les investisseurs ont relevé leurs anticipations de baisse des taux aux États-Unis. En baissant, les taux stimulent généralement la demande d'actifs non porteurs de rendement, dont l'or fait partie. Le métal jaune est aussi porté par l'affaiblissement du dollar américain et la demande soutenue des banques centrales. La Chine, grand acheteur d'or, a encore étoffé ses réserves pour le dixième mois consécutif. L'échec de la tentative de Donald Trump de démettre la gouverneure de la Fed Lisa Cook (restée

infructueuse au 1er octobre 2025) a aussi contribué à cette progression, car elle a ravivé les inquiétudes quant à l'indépendance de la banque centrale.

Cela dit, le petit frère de l'or a récemment appuyé sur l'accélérateur. L'argent a franchi le seuil des 46 USD l'once, un niveau inédit depuis 2011, portant à près de 60% sa progression depuis le début de l'année (graph. 1). Plusieurs facteurs ont concouru à cette surperformance. L'argent reste généralement à la traîne sur un marché haussier, mais il bénéficie souvent d'un nouvel élan lorsque les investisseurs s'intéressent aux métaux. Enfin, grâce aux afflux massifs vers les ETF, la demande d'investissement (des particuliers et des investisseurs institutionnels) contribue elle aussi à cette récente reprise (graph. 2).

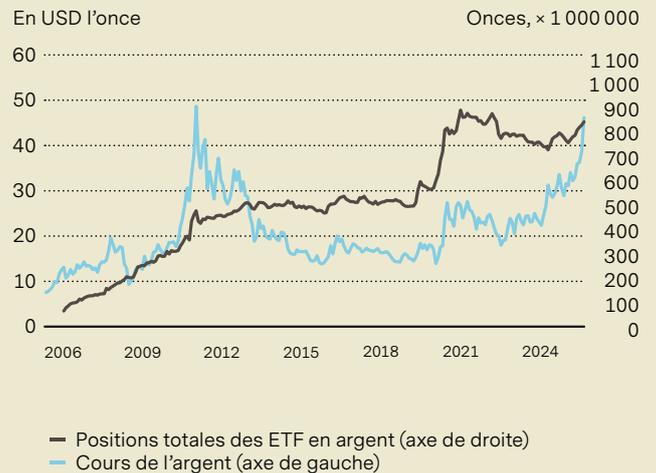
D'un point de vue technique, le ratio or / argent, qui mesure la quantité d'onces d'argent nécessaire pour acheter une once d'or, s'est rétréci. S'il reste élevé, il a diminué depuis que l'argent a entamé son rattrapage. Pour les investisseurs qui suivent cette mesure, l'argent semblait « bon marché » par rapport à l'or, ce qui l'a rendu attractif¹⁹. Mais la volatilité de l'argent est une arme à double tranchant. Il peut s'envoler ou dégringoler à la même vitesse. L'industrie représente 55% de la demande totale en argent. Par conséquent, son cours est plus exposé aux replis si les attentes de réduction des taux diminuent ou si la demande industrielle ralentit. Il convient également de surveiller la demande des joailliers, qui représente environ 17% de la demande totale. Le Silver Institute, association professionnelle du secteur de l'argent, prévoit une baisse de 6% de la demande de joaillerie cette année²⁰.

Graph. 1 : Les métaux précieux sur la voie rapide



Source : LSEG, Vontobel ; au 1 octobre 2025.

Graph. 2 : La demande en ETF argent a augmenté



Source : LSEG, Vontobel ; au 1 octobre 2025.

Résilience de l'euro et du franc suisse



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

L'euro continue de bénéficier d'une croissance résiliente, d'une inflation modérée et de perspectives stables en matière de politique monétaire. Alors que la Fed poursuit son assouplissement, le resserrement des écarts de taux réduit l'avantage du dollar américain et soutient l'euro.

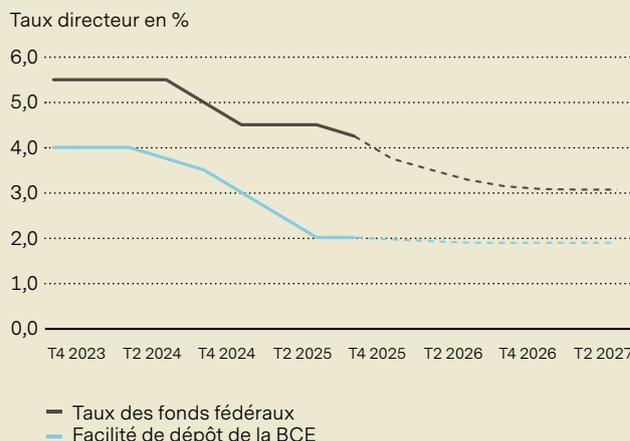
L'euro a surtout progressé en début d'année, porté par les anticipations de baisses de taux de la Fed et de bons indicateurs en zone euro. La dynamique a ralenti cet été, mais la tendance haussière persiste. La Banque centrale européenne (BCE), proche de la fin de son cycle d'assouplissement, prévoit une inflation maîtrisée et une croissance autour de 1 – 1,2% d'ici 2026. À l'inverse, la Fed devrait encore baisser ses taux en 2026, ce qui soutiendrait l'euro (graph. 1). Si les rendements américains restent plus élevés en termes absolus, le rapprochement des taux attendus réduit l'avantage du dollar et contribue à soutenir la monnaie unique.

Le franc suisse s'est apprécié de plus de 12% par rapport au dollar cette année et est resté stable par rapport à l'euro. Malgré des baisses de taux de 175 pb depuis début

2024, la monnaie s'est montrée résiliente. L'inflation est faible et avoisine le bas de la fourchette cible de la Banque nationale suisse (BNS), tandis que le franc continue de bénéficier de la solidité des fondamentaux nationaux, notamment une faible dette publique, une position extérieure solide et la crédibilité institutionnelle.

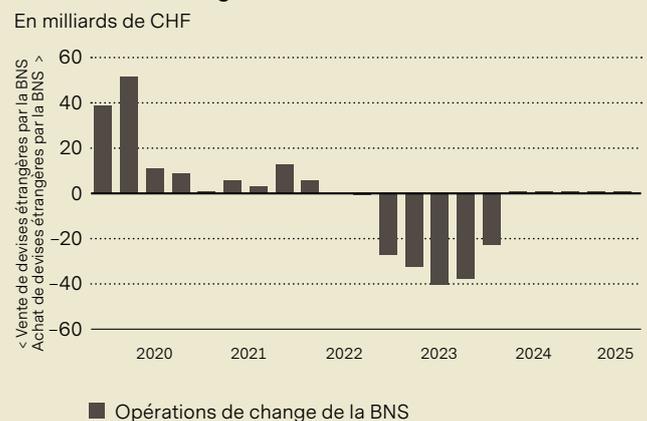
Le franc se démarque dans un contexte de plus en plus sensible aux risques fiscaux et à la viabilité de la dette. Les marchés ont sanctionné des devises comme la livre sterling et le yen japonais lorsque les rendements à long terme ont augmenté du fait des inquiétudes budgétaires. En revanche, le franc a suscité l'intérêt des investisseurs, non seulement comme valeur refuge, mais aussi en tant qu'alternative structurellement solide. Dans l'immédiat, la BNS devrait continuer à se concentrer sur l'inflation plutôt que sur la croissance. Si nécessaire, elle pourrait même abaisser à nouveau ses taux en dessous de zéro (elle a déjà surpris les marchés par le passé). Un autre levier est d'intervenir sur le marché des changes, mais malgré sa volonté affichée, la BNS n'a pratiquement pas pris de mesures au cours des cinq derniers trimestres (graph. 2). Nous pensons qu'une intervention massive à l'heure actuelle comporterait des risques au niveau du bilan et pourrait provoquer des réactions politiques négatives, notamment de la part des États-Unis. À nos yeux, les discussions sur la réintroduction de taux négatifs ou une éventuelle action sur le marché des changes ressemblent davantage à un avertissement qu'à un scénario probable. Tant que l'inflation reste maîtrisée et que les risques de déflation restent limités, la BNS semble disposée à tolérer une appréciation progressive du franc.

Graph. 1 : Pause de la BCE et assouplissement de la Fed : un soutien à l'euro via le différentiel de taux



Source : LSEG, Vontobel ; au 19 septembre 2025.

Graph. 2 : La BNS est très peu intervenue sur les marchés des changes au cours des derniers trimestres



Source : LSEG, Vontobel ; au 19 septembre 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%)	2024¹	ACTUEL²	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	
Mondial (G20)	3,0	3,2	2,3	2,4	
Zone euro	0,9	1,5	1,2	1,1	
États-Unis	2,8	2,1	1,6	1,7	
Japon	0,1	1,7	1,1	0,7	
R.-U.	0,9	1,2	1,3	1,1	
Suisse	1,4	1,3	1,1	1,4	
Australie	1,0	1,8	1,6	2,2	
Chine	5,0	5,2	4,8	4,2	

INFLATION	2024³	ACTUEL⁴	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 2025⁵
Zone euro	2,4	2,0	2,1	1,8	↓
États-Unis	3,0	2,9	2,8	2,8	↓
Suisse	1,1	0,2	0,2	0,6	→

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2024	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
EUR (taux de dépôt)	3,00	2,00	1,81	1,83	→
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	4,50	4,25	3,91	3,43	↓
CHF	0,50	0,00	-0,09	-0,07	→

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2024	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
EUR (Allemagne)	2,37	2,70	2,68	2,83	↓
USD	4,57	4,08	4,20	4,14	↓
CHF	0,33	0,20	0,43	0,54	↓

TAUX DE CHANGE	2024	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
CHF / EUR	0,94	0,93	0,94	0,96	↑
CHF / USD	0,91	0,79	0,80	0,80	↓
USD / EUR	1,04	1,18	1,19	1,22	↑

MATIÈRES PREMIÈRES	2024	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
Pétrole brut Brent, USD par baril	75	68	63	64	↑
Or, USD par once troy	2625	3666	3400	3570	↑
Cuivre, USD par tonne métrique	8768	9996	9588	9773	→

Remarque : Les opinions sont à jour au 18 septembre 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.

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 : article de Bloomberg, publié le 17 septembre 2025. www.bloomberg.com/news/articles/2025-09-17/fed-cuts-rates-quarter-point-signals-labor-market-concerns
- ² 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.
- ³ Monnaie émise par un gouvernement qui n'est pas adossée à une matière première physique telle que l'or ou l'argent, mais dont la valeur repose sur la confiance accordée au gouvernement qui l'émet, comme le dollar américain, l'euro ou le yen japonais.
- ⁴ Source : article Barrons, publié le 17 septembre 2025. www.barrons.com/livecoverage/fed-september-meeting-interest-rate-announcement/card/miran-was-the-sole-dissent-XEtjd84RlcYMhGAUdlaq
- ⁵ Loi fédérale américaine signée par le président Trump en 2025. Elle regroupe d'importantes réductions d'impôts, des dispositions en matière de dépenses et des changements de politique.
- ⁶ « 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.
- ⁷ « 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.
- ⁸ « 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.
- ⁹ Les institutions de Bretton Woods (Fonds monétaire international et Banque mondiale) ont été créées lors de la Conférence monétaire et financière des Nations Unies en 1944 à Bretton Woods, dans le New Hampshire, afin de préserver la stabilité monétaire et de promouvoir le développement mondial.
- ¹⁰ Source : article de Bloomberg, publié le 23 avril 2025 (en anglais). www.bloomberg.com/news/articles/2025-04-23/bessent-says-us-backs-imf-world-bank-while-calling-for-reforms
- ¹¹ Elles constituent la principale source de demande de biens et services mondiaux alors que d'autres économies peinent à générer suffisamment de dépenses intérieures.
- ¹² Source : Banque mondiale, au 16 septembre 2025. donnees.banquemondiale.org/indicateur/NE.GDI.TOTL.ZS?locations=CN
- ¹³ Source : article de Bloomberg, publié le jeudi 19 juin 2025 (en anglais). www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-19/massive-overcapacity-threatens-to-prolong-china-s-car-price-war
- ¹⁴ Source : Article de Reuters, publié le 13 juin 2025 (en anglais). www.reuters.com/sustainability/climate-energy/china-solar-industry-address-overcapacity-challenge-turnaround-far-off-experts-2025-06-13/
- ¹⁵ Le gouvernement chinois, principalement par l'intermédiaire de la Banque populaire de Chine, gère la valeur du yuan plutôt que de la laisser être entièrement déterminée par l'offre et la demande du marché libre. Cela signifie que le gouvernement impose de fortes limites à l'ampleur et à la rapidité des fluctuations de la monnaie.
- ¹⁶ Données basées sur LSEG, au 19 septembre 2025.
- ¹⁷ Le terme « valorisé pour la perfection » (priced for perfection) désigne une situation où le cours actuel d'une action ou d'un actif suppose déjà que l'entreprise affichera de solides résultats (à savoir une forte croissance, l'absence de difficultés et des résultats conformes ou supérieurs aux attentes). Comme toutes les bonnes nouvelles sont déjà prises en compte dans les cours, il y a généralement peu de marge à la hausse, et même de petites déceptions peuvent entraîner une baisse des cours.
- ¹⁸ Une courbe polynomiale est une courbe ajustée utilisée dans les graphiques pour représenter les relations non linéaires entre les variables.
- ¹⁹ Le ratio or-argent est un indicateur et peut ne pas convenir à tous les investisseurs. Les décisions d'investissement devraient tenir compte des objectifs, de la situation financière et de la tolérance au risque de chaque individu, et ne devraient pas reposer uniquement sur cet indicateur.
- ²⁰ Source : communiqué de presse du Silver Institute, publié le 29 janvier 2025. silverinstitute.org/global-silver-market-forecast-to-remain-in-a-sizeable-deficit-in-2025/

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

