

Investors' Outlook

Un vent de changement



Décembre 2024 / Janvier 2025



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Des courants éminemment politiques

6 Points saillants du marché

Il est temps de regarder en arrière, ainsi que vers l'avenir

10 Gros plan sur les classes d'actifs

14 Prévisions

17 Références

Glossaire et sources

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

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition: le 30 janvier 2025)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

4 décembre 2024

Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 15

Un vent de changement



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Chers lecteurs,

Après l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis, l'humeur du marché a posé les jalons de perspectives économiques dynamiques à l'approche de 2025. Le red sweep¹ décisif annonce une phase de déréglementation et de réductions d'impôts, toutes mesures traditionnellement favorables aux entreprises. Cette évolution politique de la première économie mondiale coïncide avec tout une vague de mesures de relance initiées par la deuxième économie mondiale. En cherchant à stimuler la croissance intérieure, les États-Unis et la Chine créent un environnement de marché dont nous anticipons qu'il sera marqué par une appétence accrue pour le risque².

Cette année, en plus des efforts publics déployés dans le monde entier, les géants de la technologie ont injecté plus de 200 milliards USD dans l'intelligence artificielle (IA); cette vague d'investissements devrait se poursuivre l'année prochaine et pourrait même s'accélérer³. À eux seuls, ces programmes de dépenses des entreprises, dont l'ampleur rappelle celle du programme spatial Apollo⁴, devraient alimenter la dynamique économique.

Dans le même temps, l'impact potentiel des droits de douane sur les partenaires commerciaux des États-Unis préoccupent les investisseurs, notamment pour ce qui est de leur effet sur les prix et sur le cycle d'assouplissement de la Réserve fédérale US. Bien qu'ils soient souvent considérés comme inflationnistes, les droits de douane sont intrinsèquement déflationnistes. La hausse des coûts qu'ils induisent réduit la demande et la détruit, un peu comme lorsque les prix élevés du pétrole freinent les habitudes de conduite. Les multinationales s'approprient donc à donner la priorité à la production nationale aux États-Unis afin de minimiser les risques liés aux droits de

douane et d'assurer une certaine fluidité dans un environnement commercial politiquement tendu. Dans le sillage des cycles tarifaires antérieurs qui ont contraint à réévaluer les chaînes d'approvisionnement mondiales, les entreprises sont nombreuses à avoir déjà procédé à de tels ajustements stratégiques. Cette tendance devrait injecter davantage de capitaux dans l'économie américaine.

Les banques centrales devraient, quant à elles, continuer à réduire les taux d'intérêt, mais à un rythme plus modéré. Certaines politiques – telles que la relance économique et le resserrement de l'offre de main-d'œuvre résultant de politiques d'immigration plus strictes – pourraient toutefois exercer une pression inflationniste. Telles sont les lignes fortes du tableau macroéconomique de l'année prochaine, dont les contours seront définis par les mesures de relance, les stratégies des entreprises et les évolutions politiques.

En Chine, les décideurs politiques ont également discuté de nouvelles mesures de relance. Après une série de baisses de taux en octobre, la Banque populaire de Chine (PBoC) a maintenu ses taux directeurs en novembre. Nous pensons que Pékin évaluera probablement l'impact de ses mesures de relance actuelles avant de fournir un soutien supplémentaire.

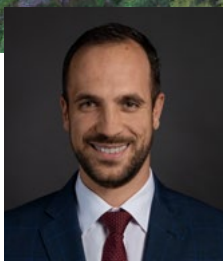
Dans ce numéro d'Investors' Outlook, vous trouverez les détails de nos perspectives pour l'année à venir, notre analyse des marchés actions, ainsi que les récents changements apportés à notre allocation d'actifs.

Tous les éléments sont en place pour l'ouverture d'un nouveau chapitre. Nous sommes prêts à affronter l'avenir.

→ Webcast

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

¹ Voir « Glossaire et sources » à la page 17



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Des courants éminemment politiques

Le marché a démontré sa capacité à anticiper les résultats des élections US : les actions ont grimpé et les obligations ont baissé bien avant le jour de l'élection, et les marchés boursiers ont ensuite atteint des niveaux record. La victoire des républicains renforce Trump dans son programme favorable à la croissance et aux entreprises.

L'incertitude électorale étant passée, l'avenir est désormais plus clair pour les entreprises et les investisseurs. Nos perspectives pour 2025 reposent sur trois hypothèses : amélioration de la croissance ; faible risque d'une deuxième vague d'inflation et poursuite de la normalisation des politiques monétaires.

L'Europe présente un tableau contrasté. En Allemagne, la coalition gouvernementale s'est brisée sur l'écueil de la politique économique. Un vote de confiance est prévu en décembre, et son échec pourrait déclencher des élections début.

Après les élections US, notre Comité d'Investissement s'est réuni et nous avons réduit notre surpondération en emprunts d'État du fait de la meilleure visibilité économique et d'un besoin désormais moindre de couverture. Nous avons aussi surpondéré les actions, notamment les actions US qui devraient bénéficier de la politique⁵ de Trump. Prenant acte de l'amélioration des perspectives de croissance et de la solidité des fondamentaux des entreprises nous avons ensuite relevé les obligations à haut rendement de sous-pondérées⁶ à neutres. Nous avons immobilisé les gains de notre surpondération sur l'or, désormais rétrogradé à neutre. Les politiques de Trump favorables à la croissance pourraient conduire à des taux plus élevés que prévu de la part de la Fed et à une appréciation du dollar US, ce qui pèse généralement sur les prix de l'or.

Consultez la page 5 pour les détails de notre allocation d'actifs et la page 6 pour une analyse plus approfondie de nos perspectives pour 2025.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités			→			Nous restons neutres tout en étant prêts à des déploiements en cas d'opportunités.
2 Obligations		→				Après les élections US, nous avons réduit notre surpondération des emprunts d'État du fait de l'amélioration des perspectives économiques et des besoins moindres de couverture. Les obligations à haut rendement ont été relevées à neutres du fait de l'amélioration des perspectives et de la résilience des fondamentaux des entreprises. Nous restons neutres sur les obligations des marchés émergents, car leur spreads nous semblent moins attractifs et parce que le dollar US ne devrait s'affaiblir qu'à la fin 2025. Nous restons négatifs sur le crédit Investment Grade (IG), tant du fait de la faiblesse des primes de rendement par rapport aux emprunts d'État que du fait de la vulnérabilité des obligations fortement exposées à la durée lorsque les attentes de relance sont élevées. Notre finançons notre position sur les titres obligataires par l'immobilisation des gains de notre surpondération sur l'or.
3 Actions				↗		Nous réaffirmons notre surpondération sur les actions, du fait de l'amélioration des perspectives et du faible risque d'une hausse significative de l'inflation. Les banques centrales mondiales devraient donc poursuivre leur cycle de réduction des taux d'intérêt, ce qui renforce les actions. Les actions US nous semblent les plus attrayantes (surpondération), notamment du fait de la politique « America First » de Trump. La valorisation des actions US se justifie notamment par leur meilleure rentabilité. Nous restons neutres sur les actions suisses, européennes, japonaises et des marchés émergents.
4 Or			↘			Surpondéré depuis février 2021, l'or a gagné 13% en 2023 et 28% en 2024 (performance en USD au 21 novembre). Sa hausse à court terme semblant limitée, nous le révisons à la baisse, à neutre. Les politiques pro-croissance et reflationnistes de Trump augmentent la probabilité que la Fed ralentisse le rythme de ses réductions. Cela pourrait conduire à une appréciation continue du dollar US, ce qui défavorise l'or en le rendant plus cher pour les acheteurs n'utilisant pas le dollar US.
5 Matières premières			→			Nous restons neutres sur les matières premières, car les perspectives de croissance économique se sont améliorées et que les grandes banques centrales ont entamé un cycle d'assouplissement. Grande consommatrice de matières premières, la Chine a également commencé à introduire des mesures de relance, ce qui devrait être de bon augure pour les matières premières. Les marchés des matières premières restent toutefois prudents, car des incertitudes majeures subsistent : ces mesures se traduiront-elles par une augmentation de la demande de matières premières ? Dans certains secteurs des matières premières, comme le pétrole et les céréales, l'offre excédentaire pèse en outre sur les prix. Les risques géopolitiques au Moyen-Orient et en Ukraine commandent toutefois d'éviter une sous-pondération.
6 Stratégies alternatives			→			Nous restons neutres sur les fonds alternatifs et l'immobilier.

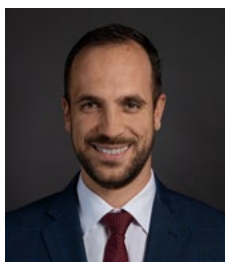
**Il est temps de regarder en arrière,
ainsi que vers l'avenir**



La fin d'une année est toujours propice à la réflexion. Au début de l'année 2024, nous avons fait trois prédictions : ralentissement de la croissance et récession ; baisse de l'inflation ; et politiques monétaires commençant à réduire les taux d'intérêt. Nombre de ces prévisions se sont avérées exactes, mais pas toutes. Pour 2025, nous anticipons une amélioration de la croissance, une inflation modérée et une normalisation de la politique monétaire.



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Dans l'ensemble, plombée par des politiques monétaires restrictives dans de nombreux pays, l'économie mondiale a, en 2024, connu une croissance inférieure à son potentiel. Les principaux indicateurs avancés se sont contractés pendant de longues périodes, tandis que les consommateurs et les entreprises affichaient un moral en berne.

Aux États-Unis, le marché de l'emploi a connu un ralentissement. Les offres d'emploi sont en baisse depuis plusieurs mois et s'élevaient à 7,74 millions en octobre⁸. Indicateur clé de la confiance des travailleurs dans les perspectives du marché de l'emploi, le «taux de démission» est tombé à 2,1 %, après un pic de 3 % en 2022. Même le taux de chômage a progressé de manière significative (graph. 1).

En Chine, la situation est de plus en plus préoccupante. Le taux de chômage urbain oscillait autour de 5 % en octobre, et le chômage des jeunes ressortait à un niveau alarmant de 18,8 % en août 2024. Dans le même temps, l'Allemagne a également connu un net refroidissement de son marché de l'emploi⁸.

La fin d'année affiche néanmoins plusieurs surprises économiques positives qui s'inscrivent dans des perspectives politiques plus favorables. L'enquête PMI de l'ISM a ainsi montré que l'indicateur des services avait progressé pour atteindre son plus haut niveau depuis deux ans. Cette évolution est importante, car le secteur des services représente plus des deux tiers de l'activité économique US. Les enquêtes sur la confiance des consommateurs affichent en outre une amélioration considérable à la fin de l'année 2024.

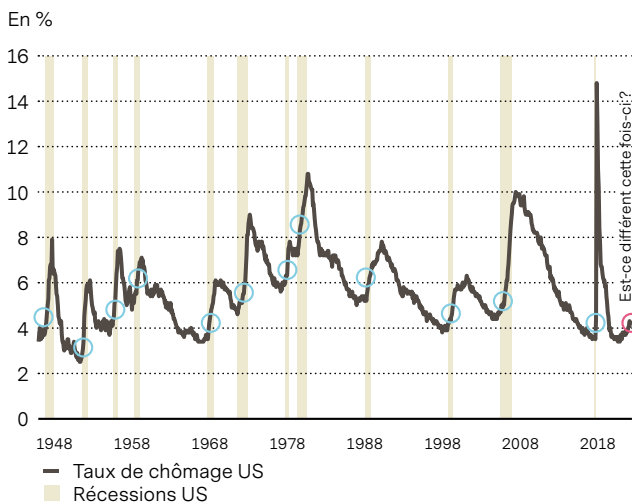
Portée par une consommation privée étonnamment forte, l'économie US a ainsi progressé à un rythme annualisé de 2,8 % au 3^e trimestre. Si de nombreuses régions du monde ont frôlé la récession en 2024, elles ont toutefois réussi à l'éviter.

Anticipations et risques

Pour 2025, nous misons sur une nouvelle amélioration du moral des consommateurs, du moins aux États-Unis. Le marché de l'emploi US semble en bonne santé, la croissance du revenu personnel réel est positive depuis mai 2023, et une partie de l'épargne accumulée semble

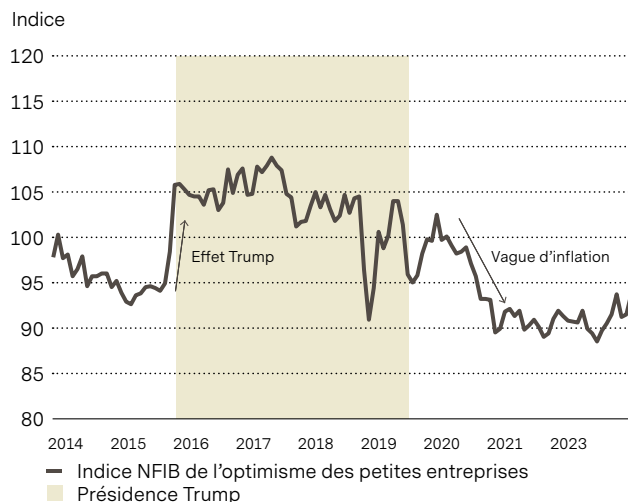
8 Points saillants du marché

Graph. 1 : Nous sommes passés très près de la récession en 2024



Source : LSEG, Vontobel ; au 22 novembre 2024

Graph. 2 : Le moral des petites entreprises avait bondi après la victoire de Trump en 2016



Source : LSEG, Vontobel ; au 22 novembre 2024

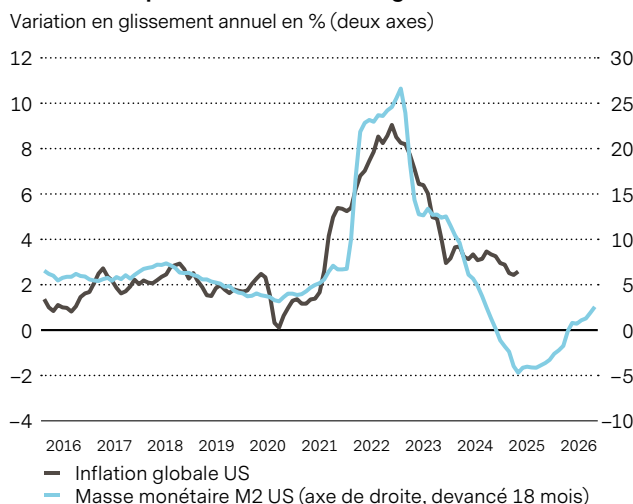
encore disponible. Les probables incitations fiscales adoptées par Trump devraient également soutenir la consommation, et le climat des affaires devrait se redresser. Le résultat des élections américaines a levé nombre d'incertitudes et donne aux entreprises une plus grande visibilité sur l'avenir. L'élection présidentielle de 2016 avait, elle aussi, vu bondir le moral des petites entreprises (graph. 2). La prédilection de Trump pour les réductions d'impôts et la déréglementation devrait renforcer cette tendance. Ce regain d'optimisme, la résilience de la consommation US et les politiques budgétaires potentiellement plus favorables aux États-Unis et en Chine, pourraient stimuler la croissance dans les mois à venir.

La combinaison de dépenses publiques accrues, d'une croissance économique renforcée et d'une éventuelle résurgence des tarifs douaniers de représailles pourrait-elle entraîner une deuxième vague d'inflation ? De nombreuses politiques de Trump sont, certes, «reflationnistes», mais les risques nous semblent actuellement faibles d'une deuxième vague inflationniste. Oui, la croissance devrait s'accélérer en 2025, mais elle est loin d'être explosive. Le secteur manufacturier mondial éprouve en effet toujours des difficultés, le marché immobilier chinois reste en crise et l'économie européenne est mal en point.

Oui, la politique monétaire s'est assouplie, mais elle est loin d'être accommodante. Si la masse monétaire américaine $M2^9$ (graph. 3) est récemment redevenue positive, elle reste bien inférieure aux niveaux observés en 2021 et 2022. L'absence de faiblesse significative du dollar US ne pointe pas non plus en direction d'une deuxième vague d'inflation. Sa forte appréciation actuelle devrait même contribuer à contenir l'inflation importée.

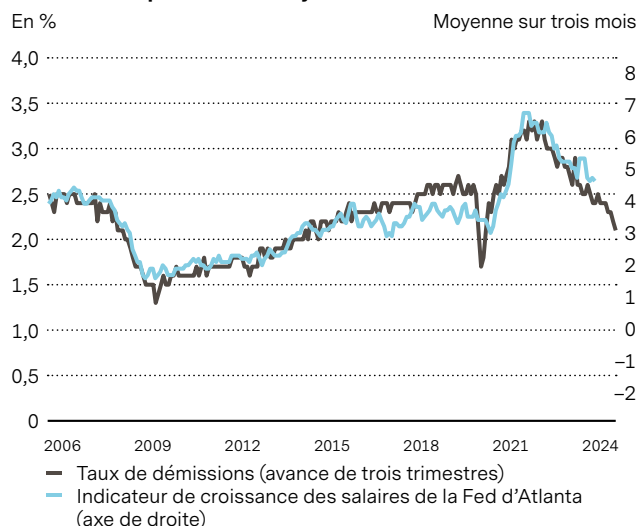
Il existe en outre une marge de désinflation dans le secteur de l'immobilier. Généralement, l'«inflation du logement»¹⁰ diminue lorsque la Fed entame un cycle de réduction de ses taux. Les prix des matières premières se comportent en outre de manière plus favorable cette fois-ci. Malgré les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, en Russie et en Ukraine, et un possible durcissement de l'Iran, les prix du pétrole n'ont pratiquement pas bougé. Le baril de Brent se négocie toujours autour des 70 USD, et le West Texas Intermediate peine à se maintenir au-dessus des 70 USD. Les promesses de forage et de fracking¹¹ faites par Trump pourraient conduire les États-Unis à accroître leur production de pétrole et de gaz. Ailleurs, les métaux industriels subissent toujours la faiblesse de la production mondiale et la crise immobilière chinoise, tandis que des récoltes record mettent les prix des céréales sous pression.

Graph. 3 : La masse monétaire en hausse, mais sans insuffisante pour une deuxième vague d'inflation



Source : LSEG, Vontobel ; au 22 novembre 2024

Graph. 4 : Certains indicateurs suggèrent une croissance des salaires proche de l'objectif de la Fed.



Source : LSEG, Vontobel ; au 22 novembre 2024.

Pour la politique monétaire, les banques centrales devraient poursuivre leur normalisation et ramener progressivement les taux d'intérêt en territoire « neutre ». De nouvelles réductions seraient raisonnables, car l'inflation et la croissance des salaires se sont largement normalisées (graph. 4). Fondée sur l'inflation des services à l'exclusion de l'alimentation, de l'énergie et du logement, la mesure de l'inflation « supercore » de la Fed fluctue autour de l'objectif de 2% de la Fed depuis plusieurs mois. D'autres mesures de l'inflation de base se sont également rapprochées de l'objectif¹².

Certaines banques centrales pourraient même réduire leurs taux en dessous de ce qui est considéré comme neutre. Plusieurs « colombes » de la Banque centrale européenne (BCE) ont ainsi évoqué la possibilité de taux inférieurs à la valeur neutre. La Banque nationale suisse (BNS) n'a pas non plus exclu de revenir à des taux négatifs. Aux États-Unis, une réduction des taux en dessous du niveau neutre semblent toutefois peu probables.

Qu'est-ce qui pourrait faire dérailler notre scénario de base ?

Comme toujours, certains risques – de croissance ou d'inflation – pourraient perturber notre scénario de base.

Pour la croissance, il est toujours possible que la récession finisse par se concrétiser. Les effets à retardement des politiques monétaires sont connus, et la hausse des rendements comportent le risque de « casser quelque chose » dans le système. Les autres risques peuvent prendre la forme d'une guerre commerciale, d'une nouvelle détérioration de l'économie chinoise ou de mesures d'austérité budgétaire trop agressives dans certains pays. Cela pourrait entraîner une baisse de la croissance, de l'inflation et des taux.

Pour les risques d'inflation, des mesures de relance budgétaire ou monétaire excessives pourraient entraîner une surchauffe¹³ de l'économie et une hausse des prix. Quant aux risques géopolitiques, ils pourraient déclencher un choc de l'offre sur le marché énergétique. Un tel scénario entraînerait probablement une hausse (temporaire) de la croissance, de l'inflation et des taux d'intérêt. La rhétorique anti-immigration de Trump pourrait aussi aggraver les pénuries de main-d'œuvre aux États-Unis et entraîner une nouvelle hausse des salaires et de l'inflation.

Optimisme des marchés post électoral



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

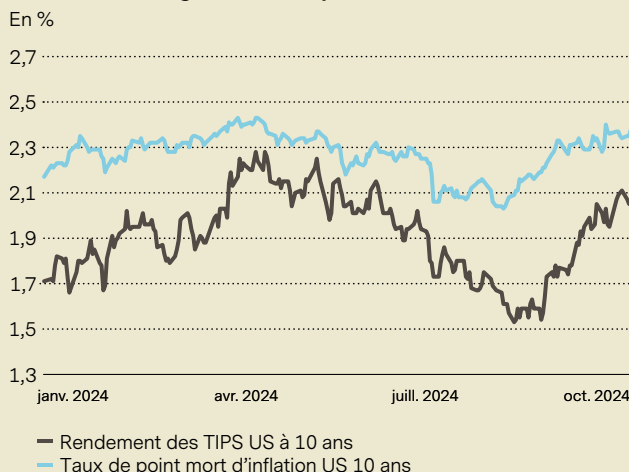
Le marché a réagi positivement aux résultats des élections, les interprétant comme favorables à la croissance, comme en témoignent la hausse des actions, des rendements obligataires et le dollar. La liquidation du marché obligataire, selon certains stratégies, est alimentée par les politiques fiscales proposées par Trump, qui pourraient augmenter le déficit budgétaire américain et alimenter l'inflation, accroissant ainsi la «prime de risque fiscale»¹⁴.

En réalité, la hausse des rendements des bons du Trésor à 10 ans depuis la mi-septembre est principalement due à l'augmentation des rendements réels des obligations, deux tiers de cette hausse étant attribués à la composante du rendement réel, et le tiers restant aux anticipations d'inflation (graph. 1). Des rendements plus élevés des bons du Trésor reflètent des attentes accrues en matière de croissance, entraînant des afflux de capitaux et un dollar plus fort. Cette tendance suggère qu'une politique budgétaire plus accommodante pourrait réduire la nécessité pour la Fed de baisser agressivement les taux d'intérêt, maintenant ainsi une pression à la hausse sur les rendements obligataires à mesure que la probabilité de baisses de taux diminue (graph. 2).

L'amélioration des perspectives économiques US favorise un environnement positif pour les obligations à haut rendement. Quand la croissance s'accélère, les bénéfices des entreprises tendent à s'améliorer, ce qui réduit les risques de défaut. Ainsi, les entreprises qui émettent des obligations à haut rendement peuvent connaître une meilleure santé financière, ce qui peut conduire à une amélioration de leur notation de crédit.

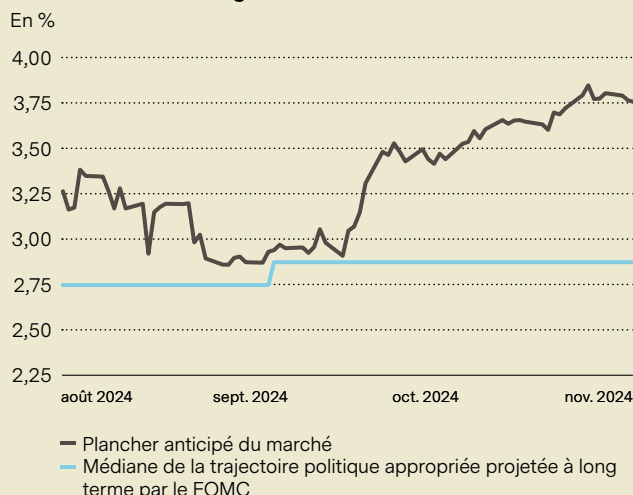
Même si le nombre de dettes arrivant à échéance dans les deux prochaines années est légèrement supérieur à celui de l'année dernière, l'activité soutenue des marchés de capitaux laisse penser que ces échéances seront gérables. Parallèlement, l'euphorie post-électorale a resserré les spreads de crédit à des niveaux jamais atteints depuis des décennies. Les spreads des obligations à haut rendement se sont resserrés pour atteindre 253pb mi-novembre, se rapprochant ainsi des niveaux historiquement bas de 233 pb atteints en mai 2007. Néanmoins, le marché actuel du haut rendement se caractérise par des titres mieux notés et des durées nettement plus courtes qu'en 2007. Les durations plus courtes sont très importantes lorsque les spreads sont serrés, car la courbe des spreads a plus de chances d'être positive. Les spreads de marché devraient se contracter naturellement au fur et à mesure qu'ils descendent la courbe.

Graph. 1 : Une hausse des rendements réels à l'origine de la chute obligataire de septembre



Source : Bloomberg, Vontobel ; au 20 novembre 2024.

Graph. 2 : Pression sur les rendements obligataires sans baisses de taux intégrées



Source : Bloomberg, Vontobel ; au 20 novembre 2024.

Des mondes à part



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Le résultat de l'élection présidentielle US a amplifié l'écart déjà important entre les actions US et celles des autres marchés. Si les investisseurs ont largement anticipé le fait qu'une présidence Trump serait favorable aux actions, la réaction initiale du marché suggère toutefois que les actions US pourraient creuser l'écart. Cette dynamique du «gagnant rafle tout» s'est accentuée depuis le 6 novembre.

À l'instar du tube emblématique d'ABBA «The Winner Takes It All», qui avait dominé les classements musicaux mondiaux il y a une quarantaine d'années, cela fait près de deux ans que les actions US dominent les marchés boursiers mondiaux. Cette surperformance ne tient pas uniquement aux valeurs liées à la technologie et à l'intelligence artificielle. À ce jour, même l'indice S&P 500 hors les «7 magnifiques», les sociétés technologiques US non rentables et l'indice Russell 2000, surperforment l'indice MSCI All Country World (en termes de rendement total et en USD). Cela se reflète dans l'amplitude du marché, qui s'est considérablement améliorée pour passer d'à peine 28% des sociétés du S&P 500 surperforment l'indice à la fin juin 2024, à plus de 50% à la fin novembre 2024 (graph. 1).

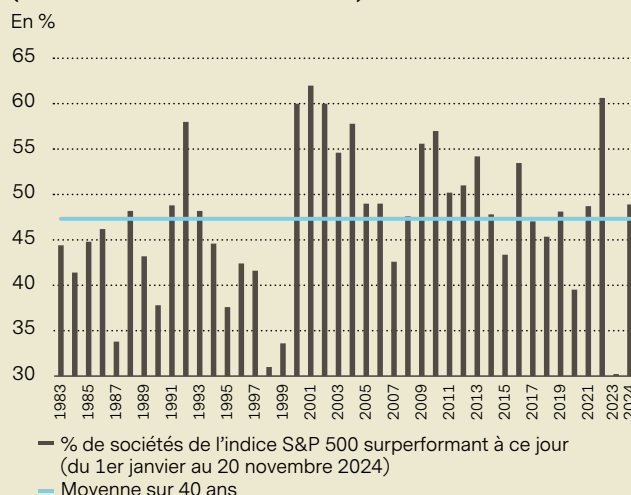
Sur les marchés boursiers, les capitaux se dirigent là où les attentes de rendement sont perçues comme étant plus élevées. Après l'élection US, les actions US ont ainsi attiré des flux massifs, pendant que les autres marchés subissaient d'importantes sorties de capitaux. Cette évolution est-elle justifiée? Nous le pensons. Si l'incertitude entoure le programme politique de Trump, la saison des bénéfices du 3^e trimestre a clairement favorisé le marché US.

L'histoire permet une certaine contextualisation. Pendant tout le premier mandat de Trump, les actions US ont constamment surperformé les autres régions (graph. 2). Les marchés semblent suivre une trajectoire similaire à celle de 2017. Mais beaucoup de choses ont changé depuis.

En 2016, p. ex., l'Allemagne affichait une croissance du PIB proche de 3% et elle tirait toute la zone euro. Aujourd'hui, elle est aux prises avec la stagflation, des difficultés industrielles et une production en baisse. D'un taux à un chiffre relativement élevé en 2016, la croissance du PIB de la Chine est tombée à moins de 5% aujourd'hui, et les investissements directs étrangers y sont devenus négatifs dès 2023, en partie à cause des tendances à la délocalisation. Enfin, en 2016, il n'y avait pas d'inflation.

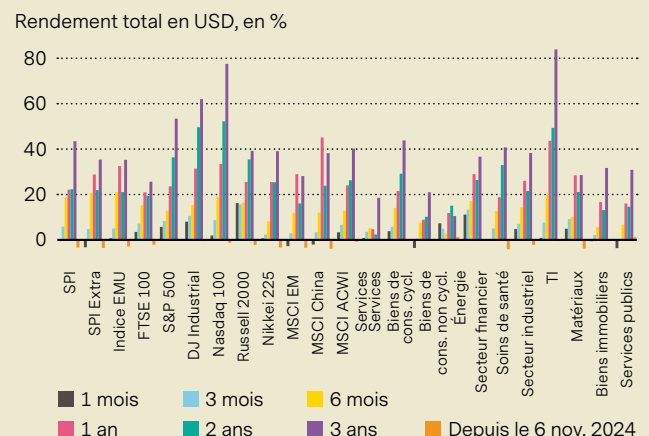
Plus de détails à la page 5.

Graph. 1 : Amélioration de l'amplitude du marché (sur la base de l'indice S&P 500)



Source : LSEG, Vontobel ; au 22 novembre 2024.

Graph. 2 : L'effet Trump



Remarque : Ce graphique compare les performances d'une sélection d'indices sectoriels régionaux et mondiaux à différents intervalles de temps après l'élection de Trump en 2016 et depuis sa réélection en 2024.

Source : LSEG, Vontobel ; données au 21 novembre 2024.

Au revoir l'or (pour l'instant)



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Ces dernières années furent fastes pour l'or, qui a offert des rendements remarquables. Après une reprise spectaculaire d'environ 30% (en dollars US) pour la seule année 2024, nous avons décidé d'abandonner temporairement une partie (mais pas la totalité) de notre exposition à l'or.

Le mois dernier, nous avons mis en évidence le niveau élevé de l'or et signalé que certains indicateurs commençaient à pointer vers une situation de surachat. Dès lors, le métal jaune a poursuivi sa trajectoire ascendante, atteignant un record historique de 2 790 USD l'once à la fin du mois d'octobre. Mais les élections US ont modifié la dynamique du marché, avec une réduction de l'incertitude (moins besoin de couverture), des prévisions de politiques favorables à la croissance (plus d'appétit pour les actifs à risque), et une hausse spectaculaire du dollar US (coûts d'opportunité plus élevés pour détenir de l'or). Ces évolutions ont réduit l'attrait de l'or, qui est passé sous la barre des 2 700 USD.

En surpondérant l'or depuis 2021, nous avons bénéficié d'une hausse de plus de 40% au cours de cette période. Nous avons décidé de bloquer ces gains, en revoyant à la

baisse notre position de surpondérée à neutre. Nous estimons ainsi que la hausse à court terme de l'or est limitée. Les politiques pro-croissance et reflationnistes du président Trump, nouvellement élu, risquent d'amener la Fed à réduire ses taux moins vite que ne l'espèrent certains acteurs du marché. Une Fed moins accommodante augmente la probabilité d'une appréciation continue du dollar US, ce qui pourrait peser sur l'or.

Réduire la position en or peut aussi s'avérer judicieux si l'on tient compte de graph. 1 : l'histoire : le métal jaune a tendance à se redresser après le revirement de la Fed mais tend à évoluer latéralement (ou à la baisse) lorsque les incertitudes liées aux élections s'estompent.

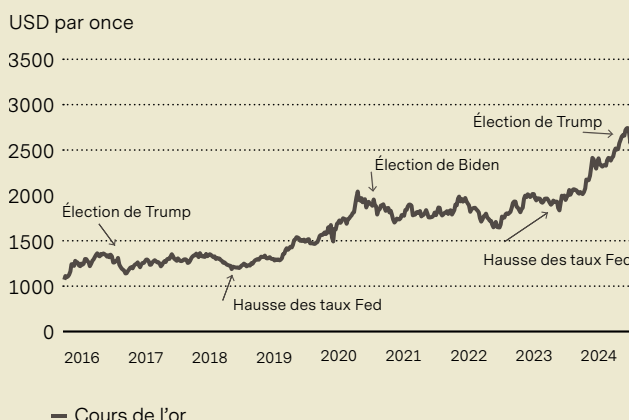
L'attrait structurel reste fort

Si nous avons tempéré nos perspectives à court terme pour l'or, son potentiel à long terme reste plus qu'intact. Dans un monde de plus en plus fragmenté, les banques centrales des marchés émergents devraient poursuivre leurs efforts de «dédollarisation»¹⁵ (graph. 2). Ces banques centrales ont été poussées à diversifier leurs avoirs en 2022, lorsque les pays occidentaux ont gelé les réserves de la banque centrale russe.

Parallèlement, les discussions sur une monnaie «BRICS*» partiellement adossée à l'or se poursuivent. En outre, la montée en flèche des ratios dette publique/PIB au niveau mondial renforce l'attrait de l'or. Aux États-Unis, les politiques de Trump risquent d'entraîner une hausse des dépenses fiscales et des déficits budgétaires. À la longue, cela pourrait éroder la confiance dans la «monnaie papier» et accroître l'attrait des actifs «non imprimables».

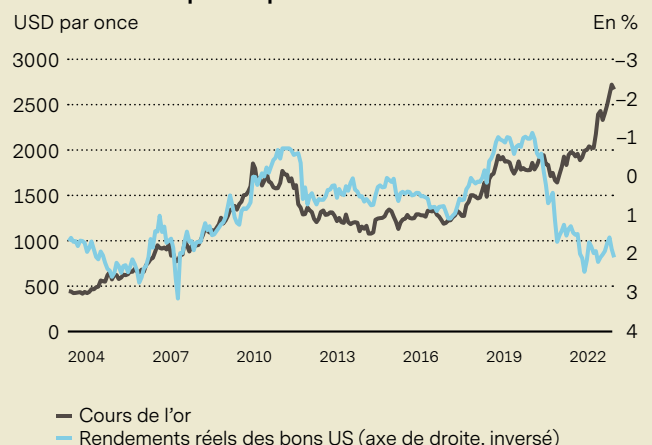
*BRICS est un acronyme désignant un groupe de cinq grandes économies émergentes : Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud.

Graph. 1 : L'élection de Trump changerait-elle la donne?



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 novembre 2024.

Graph. 2 : Dé-dollarisation : l'or échappe aux moteurs macroéconomiques depuis 2022



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 novembre 2024.

Pressions européennes



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

La divergence économique croissante entre les États-Unis et l'Europe exerce une forte pression à la baisse sur l'euro. Ce fossé est devenu de plus en plus évident après la récente victoire de Trump à l'élection présidentielle, qui a renforcé le dollar tout en poussant l'euro à la baisse. À la suite de la victoire de Trump, le marché a ajusté ses anticipations en faveur d'un rythme plus conservateur de réduction des taux d'intérêt par la Fed, ce qui a contribué à la chute de l'euro en dessous de 1,05 mi-novembre, son niveau le plus faible depuis plus d'un an (graph. 1). La probabilité d'une nouvelle dépréciation de l'euro reste élevée.

Dans ce contexte, les opérateurs de swaps parient de plus en plus sur le fait que la BCE procédera à des baisses de taux plus agressives que celles de la Fed dans un avenir proche. Cette anticipation reflète les défis économiques de l'Europe, contrastant avec des perspectives économiques US relativement robustes. En outre, l'élection de Trump laisse entrevoir une élévation des droits de douane américains et des politiques expansionnistes et inflationnistes, à un moment où l'Europe, en particulier l'Allemagne, est aux prises avec ses propres turbulences politiques.

Économie suisse au ralenti

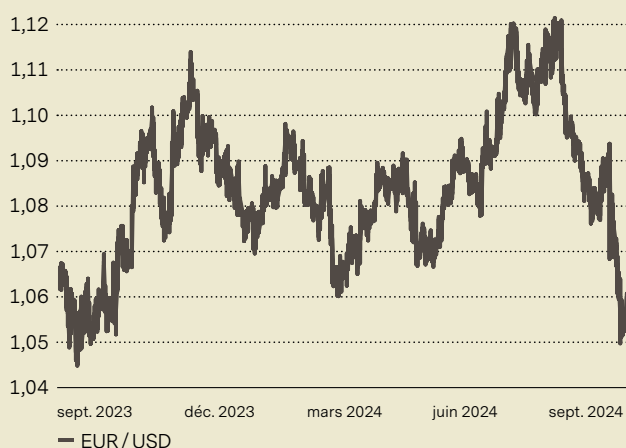
Dans le contexte d'une économie en perte de vitesse et d'une inflation modérée, les attentes d'un nouvel ajustement monétaire de la part de la Banque nationale suisse (BNS) se font de plus en plus nombreuses. Des données récentes du Secrétariat suisse à l'économie mettent en évidence un ralentissement de la croissance du PIB au troisième trimestre 2024, en grande partie dû à l'affaiblissement de l'activité industrielle. Le ralentissement survient malgré des performances économiques antérieures robustes, révélant la fragilité de la reprise face aux vents contraires extérieurs, notamment les changements potentiels de la politique commerciale mondiale à la suite de l'élection de Trump.

La montée du protectionnisme pourrait constituer un nouvel obstacle pour les exportateurs suisses, en aggravant les pressions intérieures. L'inflation reste proche de la limite inférieure de la fourchette cible de 0 à 2 % de la BNS, ce qui justifie son approche prudente de l'assouplissement monétaire. La situation est compliquée par la propre trajectoire d'assouplissement de la BCE (graph. 2), qui pourrait réduire ses taux de 125 pb d'ici la fin du quatrième trimestre. Un tel assouplissement synchronisé pourrait façonner le paysage monétaire dans son ensemble, surtout dans un contexte de recul du risque qui favorise traditionnellement les actifs plus sûrs comme le franc suisse.

Malgré les défis posés par le ralentissement de la croissance, la faiblesse de l'inflation et les préoccupations liées au commerce international, la résilience fondamentale de l'économie suisse permet au pays de traverser cette période de turbulences grâce à l'approche mesurée de la politique de la BNS.

Graph. 1 : L'euro tombe à son plus bas niveau depuis plus d'un an

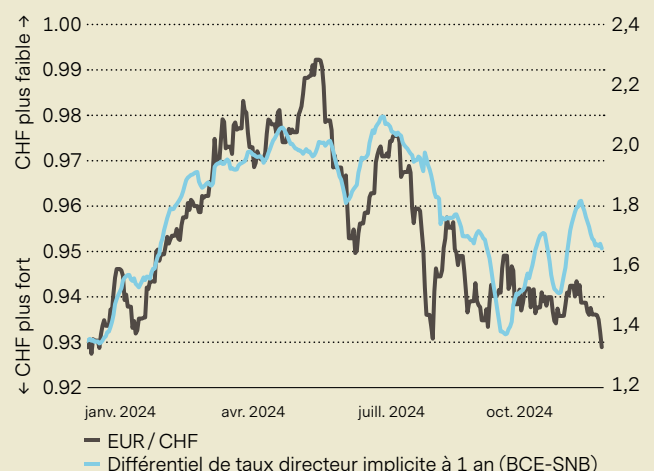
Taux de change



Source : Bloomberg, Vontobel ; au 21 novembre 2024.

Graph. 2 : Le franc suisse en vedette alors que la BNS et la BCE s'apprêtent à réduire leurs taux

Taux de change



Source : Bloomberg, Vontobel ; au 21 novembre 2024.

Conjoncture et marchés financiers 2022 – 2025

La liste suivante présente les valeurs effectives, cours de change et prix pour le produit intérieur brut (PIB), l'inflation et les prévisions d'inflation, les taux directeurs de la Banque centrale, les emprunts d'État à dix ans, les taux de change et les matières premières de 2022 à 2023, ainsi que les prévisions du consensus pour 2024 et 2025.

PIB (EN%)	2022	2023	ACTUEL ¹	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Mondial (G20)	2,9	3,0	2,7	2,5	2,6
Zone euro	3,4	0,4	0,9	0,7	1,2
États-Unis	1,9	2,5	2,7	2,6	1,8
Japon	1,0	1,9	0,3	0,0	1,2
R.-U.	4,5	0,3	1,0	1,0	1,3
Suisse	2,7	0,7	1,7	1,4	1,4
Australie	3,8	1,9	2,1	1,2	2,1
Chine	3,0	5,2	4,6	4,8	4,5

INFLATION	2022	2023	ACTUEL ²	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Mondial (G20)	7,5	4,4	4,8	5,0	3,0
Zone euro	8,4	5,5	2,0	2,4	2,0
États-Unis	8,0	4,1	2,6	2,9	2,2
Japon	2,5	3,3	2,3	2,5	2,0
R.-U.	9,1	7,3	2,3	2,6	2,3
Suisse	2,8	2,2	0,6	1,2	1,0
Australie	6,6	5,7	2,8	3,4	2,8
Chine	2,0	0,2	0,3	0,5	1,3

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR	2,50	4,50	3,40	2,80	2,30
USD	4,50	5,50	4,75	4,05	3,30
JPY	-0,10	-0,10	0,23	0,51	0,68
GBP	3,50	5,25	4,75	4,40	3,55
CHF	1,00	1,75	1,00	0,60	0,60
AUD	3,10	4,35	4,35	4,15	3,50

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR (Allemagne)	2,6	2,0	2,21	2,14	2,16
USD	3,9	3,9	4,28	3,69	3,67
JPY	0,4	0,6	1,08	1,13	1,32
GBP	3,7	3,5	4,34	3,81	3,69
CHF	1,6	0,7	0,32	0,53	0,70
AUD	4,1	4,0	4,48	3,91	3,93

TAUX DE CHANGE	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
CHF / EUR	0,99	0,93	0,93	0,96	0,99
CHF / USD	0,94	0,84	0,89	0,87	0,88
CHF / 100 JPY	0,72	0,60	0,58	0,62	0,65
CHF / GBP	1,12	1,07	1,11	1,15	1,19
USD / EUR	1,06	1,10	1,05	1,11	1,13
JPY / USD	130,00	141,00	154,00	140,00	135,00
USD / AUD	0,67	0,68	0,65	0,70	0,72
GBP / EUR	0,88	0,87	0,84	0,84	0,85
CNY / USD	6,91	7,10	7,24	7,04	6,93

MATIÈRES PREMIÈRES	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
Pétrole brut Brent, USD par baril	86	77	73	78	75
Or, USD par once troy	1824	2063	2621	2595	2500
Cuivre, USD par tonne métrique	8372	8559	8968	9800	10125

¹ Dernier trimestre disponible

² Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 25 novembre 2024

Remarques juridiques

Annexe à la publication et mentions légales

1. Disclaimer et mention des sources

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

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

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

«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.

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.

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 US institutional clients

In the United States of America, this publication is being distributed solely to persons that qualify as major US institutional investors under SEC Rule 15a-6. Vontobel Securities, Inc. accepts responsibility for the content of reports prepared by its non-US affiliate when distributed to US institutional investors. US investors who wish to effect any transaction in securities mentioned in this report should do so with Vontobel Securities, Inc. at the address hereafter and not with Bank Vontobel AG: Vontobel Securities, Inc., 1540 Broadway, 38th Floor, New York, NY 10036, Tel 1 212 792 5820, Fax 1 212 792 5832, e-mail: vonsec@vusa.com. Vontobel Securities Inc. New York, with headquarters at Vontobel Securities AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zurich, Tel +41 58 283 76 17, Fax +41 58 283 76 49, is a broker-dealer registered with the Securities and Exchange Commission and a member of the National Association of Securities Dealers. Bank Vontobel Zurich is a foreign broker dealer which is not delivering services into the USA except for those allowed under the exemption of SEC Rule 15a-6.

16 Informations légales

Additional information for UK clients

Bank Vontobel AG is a company limited by shares with a Swiss Banking license which has no permanent place of business in the UK and which is not regulated under the Financial Services and Markets Act 2000. The protections provided by the UK regulatory system will not be applicable to the recipients of any information or documentation provided by Bank Vontobel AG and compensation under the Financial Services Compensation Scheme will not be available. Past performance is not indicative of future performance. The price of securities may go down as well as up and as a result investors may not get back the amount originally invested. Changes in the exchange rates may cause the value of investments to go down or up. Any literature, documentation or information provided is directed solely at persons we reasonably believe to be investment professionals. All such communications and the activity to which they relate are available only to such investment professionals; any activity arising from such communications will only be engaged in with investment professionals. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely upon such communications. Any contact with analysts, brokers or other employees of Bank Vontobel AG must be conducted with Bank Vontobel AG directly and not through offices or employees of Vontobel affiliates in London/UK.

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 « coup de balais rouge ». Victoire du parti républicain qui a permis à celui-ci d'emporter des postes politiques clés à plusieurs niveaux du gouvernement, notamment au sein de la Chambre des représentants et du Sénat. Le rouge symbolise le parti républicain.
- ² Période durant laquelle les investisseurs sont plus enclins à acheter des actifs plus risqués, tels que des actions, du fait de la confiance qu'ils ont dans l'économie.
- ³ Source : article de Bloomberg publié le 1^{er} novembre 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-11-01/tech-giants-are-set-to-spend-200-billion-this-year-chasing-ai
- ⁴ Initiative de la NASA qui visait à faire marcher des humains sur la Lune et à les ramener sains et saufs sur Terre ; objectif atteint avec la mission Apollo 11 en 1969. À la fin du programme le montant total des dépenses de la NASA s'était élevé à 25 milliards USD, soit près de 230 milliards USD aujourd'hui en tenant compte de l'inflation. Sources : Autorisation NASA – 1974 : audiences, quatre-vingt-treizième Congrès, première session, sur H.R. 4567. Page 1271. <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=mdp.39015084762718&view=1up&seq=1277> ; Calcul de l'inflation : www.minneapolisfed.org/about-us/monetary-policy/inflation-calculator
- ⁵ Cette politique privilégie les intérêts des États-Unis dans les domaines économique, commercial et des affaires étrangères, en mettant l'accent sur l'industrie nationale, la création d'emplois et la sécurité nationale plutôt que sur la coopération mondiale.
- ⁶ Sous-pondération signifie que le Comité d'investissement de Vontobel accorde une préférence moindre à une classe d'actifs ou à une sous-classe d'actifs.
- ⁷ Source : article de Bloomberg publié le 3 décembre 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-12-03/us-job-openings-pick-up-to-7-7-million-as-labor-demand-steadies?srnd=phx-economics-v2
- ⁸ Source : article de Reuters publié le 19 novembre 2024. www.reuters.com/markets/europe/german-economy-stagnate-labour-market-cools-tariffs-loom-2024-11-19/
- ⁹ M2 est une estimation de la masse monétaire par la Fed. Elle se compose de la masse monétaire M1 (actifs les plus liquides tels que les espèces, les comptes chèques, les chèques de voyage, etc.) ainsi que des dépôts d'épargne et les fonds communs de placement du marché monétaire.
- ¹⁰ Fait référence à l'augmentation du coût du logement au fil du temps, y compris les loyers et le coût équivalent de la propriété.
- ¹¹ Source : article de Fox News publié le 26 octobre 2024. www.foxnews.com/politics/trump-vows-pennsylvania-rally-slash-energy-costs-lifting-pause-frack
- ¹² Source : Réserve fédérale de Dallas. [/www.dallasfed.org/research/pce#:~:text=The%20Trimmed%20Mean%20PCE%20inflation,of%20Economic%20Analysis%20\(BEA\).](https://www.dallasfed.org/research/pce#:~:text=The%20Trimmed%20Mean%20PCE%20inflation,of%20Economic%20Analysis%20(BEA).)
- ¹³ Se produit lorsque la croissance économique devient insoutenable, entraînant une demande excessive qui dépasse l'offre, ce qui conduit généralement à une augmentation de l'inflation, à des pénuries de main-d'œuvre et à des bulles de prix des actifs.
- ¹⁴ Le rendement supplémentaire exigé par les investisseurs pour détenir des obligations d'État lorsque la santé budgétaire d'un pays suscite des inquiétudes, telles que des déficits budgétaires élevés ou des niveaux d'endettement accrus.
- ¹⁵ Processus par lequel les pays réduisent leur dépendance au dollar américain dans le commerce international, la finance et les réserves.
- ¹⁶ BRICS est un acronyme désignant un groupe de cinq grandes économies émergentes : Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

