

Vontobel

Investors' Outlook

Programme délicat

Juillet 2025

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Les conflits s'accroissent

6 Points saillants du marché

Quel avenir pour l'Europe ?

10 Point de vue

Des matières premières aux énergies renouvelables :
tout est une question de recette

14 Gros plan sur les classes d'actifs

18 Prévisions

21 Références

Glossaire et sources

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Auteurs*

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

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition : le 4 septembre 2025)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

1 juillet 2025

Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 19

Programme délicat



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

Chers lecteurs,

Les dernières semaines ont ravivé l'optimisme des investisseurs. Divers sondages ont montré une perception plus positive, soutenue par l'apaisement des tensions commerciales entre les deux plus grandes économies mondiales, les États-Unis et la Chine, ainsi que par des données macro-économiques meilleures que prévu. Les petits entrepreneurs américains anticipent des ventes plus solides, ajustées de l'inflation, et affichent une confiance accrue à court terme. Le moral des consommateurs s'est amélioré, reflétant un sentiment plus large que le pire est peut-être derrière nous.

Cette amélioration est la bienvenue mais elle demeure fragile, les consommateurs restent préoccupés par les droits de douane. En effet, les perspectives commerciales ont déjà connu plusieurs revirements. L'objectif de l'administration fédérale de conclure « 90 accords en 90 jours » n'a pas été atteint, et les accords signés maintiennent des droits de douane bien plus élevés qu'avant la guerre commerciale.

Les échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine ont abouti à un accord : la Chine livrera des terres rares aux États-Unis, essentielles pour l'énergie, l'électronique et la défense. Les marchés ont réagi positivement. À l'approche du 9 juillet, date limite de la pause tarifaire, Washington évoque d'autres accords possibles, entre espoir et prudence.

Les tensions géopolitiques mondiales continuent également de brouiller les perspectives. En Ukraine, les négociations attendues se font toujours attendre. Entre-temps, les développements récents au Moyen-Orient ont une nouvelle fois montré à quelle vitesse les risques géopolitiques peuvent s'aggraver et déstabiliser les marchés.

Avec l'incertitude géopolitique croissante, les budgets de la défense retrouvent une place centrale. En Europe et ailleurs, les gouvernements débloquent des fonds pour moderniser leur arsenal militaire, assurer la sécurité énergétique et renforcer leur autonomie. Pour certains, ces choix négligent la transition écologique, mais ce n'est pas forcément le cas selon nous. La résilience énergétique, la souveraineté technologique et l'adaptation au changement climatique font partie intégrante de la sécurité nationale.

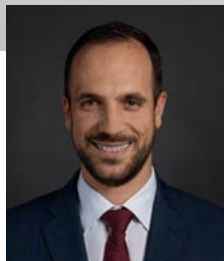
Dans cette édition de l'Investors' Outlook, nos collègues de la Conviction Equities Boutique se penchent sur les fondations de la transition écologique, en mettant l'accent sur ses piliers. Vous trouverez également une analyse approfondie des développements macroéconomiques, les nouvelles tendances politiques en Europe, les prix du pétrole et leurs déterminants.

Nous percevons une amélioration partielle. Le cycle touche à sa fin dans certains domaines, mais se poursuit encore dans d'autres. Mais c'est un programme délicat.

.....
 → **Webcast**

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

4 Stratégie d'investissement



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

Les conflits s'accumulent

Les marchés ont entamé le mois de juin dans de bonnes dispositions malgré certaines tensions persistantes. Même s'il reste quelques plis à régler sur le front commercial (comme les droits de douane américains doublés sur les importations d'acier et d'aluminium), le report de l'application des taxes douanières a donné aux pays partenaires le temps de réfléchir à leurs prochaines mesures, et les nouvelles négociations entre les Etats-Unis et la Chine ont contribué à améliorer le climat général.

Mais les attaques d'Israël contre les installations nucléaires iraniennes ont brusquement rompu le calme et entraîné une forte hausse des prix du pétrole brut. À ce jour, il semble que notre scénario de base (attaques d'Israël, représailles de l'Iran, suivies d'une implication militaire limitée des États-Unis, et une hausse temporaire des prix du pétrole brut à 70–80 USD le baril) se soit matérialisé.

Nous pensons qu'il n'y a pas vraiment de raison, pour l'instant, de craindre un pic d'inflation. La politique monétaire s'est assouplie, mais n'est pas excessivement expansionniste. Par ailleurs, une forte hausse de la demande semble peu probable puisque la croissance économique mondiale continue de ralentir.

Malgré tout, les tensions au Moyen-Orient créent un surcroît d'incertitude pour la Réserve fédérale, dont la tâche est déjà compliquée. Elle a laissé les taux inchangés en juin et revu à la hausse ses prévisions d'inflation et de chômage. La Banque centrale européenne (BCE) a de nouveau abaissé ses taux et les marchés attendent au moins encore une baisse d'ici la fin de l'année. La Banque nationale suisse a ramené son taux directeur à zéro afin de contrer la vigueur du franc et les pressions déflationnistes.

Retrouvez le détail de notre allocation d'actifs en page 5.

	SOUS-PONDÉRATION ¹		NEUTRE ²	SURPONDÉRATION ³		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités				→		Nous continuons à surpondérer les liquidités et sommes prêts à les réallouer lorsque des opportunités se présenteront.
2 Obligations		→				Nous maintenons notre opinion légèrement négative sur les obligations. Les rendements obligataires américains restent confrontés à un environnement complexe, marqué par les inquiétudes entourant la soutenabilité des finances publiques et de l'endettement des États-Unis. En réponse, les rendements des emprunts d'États américains ont augmenté, les plus fortes hausses étant observées sur les échéances les plus longues. Au sein des obligations, nous affichons une légère préférence pour les obligations d'État (neutre) par rapport aux obligations à haut rendement (négative). Après le récent resserrement des spreads induit par l'actualité plus favorable sur le plan du commerce, les rendements n'offrent plus une rémunération suffisante par rapport aux niveaux historiques, compte tenu des risques élevés et de la volatilité du marché. Nous restons neutres sur les obligations des marchés émergents (ME) en monnaies fortes.
3 Actions				→		Nous conservons notre légère surpondération des actions, qui se traduit principalement par une modeste surpondération des actions des ME. Nous avons observé que les investisseurs continuent de réduire leur exposition aux actifs américains, ce qui pourrait profiter à d'autres régions, notamment aux ME. Enfin, notre vue baissière sur le dollar soutient une légère surpondération des actions des marchés émergents, historiquement performants en période de faiblesse du billet vert. Cela dit, l'été pourrait être agité : l'échéance des 90 jours fixée par Donald Trump approche, sans progrès notables. Ses tweets pourraient, comme par le passé, provoquer de fortes secousses sur les marchés. Les investisseurs doivent rester concentrés malgré ce « bruit » passager.
4 Or			→			Nous maintenons notre position neutre sur l'or. Le mois de juin a rappelé avec force l'attrait de l'or en tant que valeur refuge. Le conflit Israël-Iran a propulsé le métal jaune au-delà de 3400 USD l'once. Bien que l'or nous semble structurellement attractif – soutenu par les niveaux élevés de dette publique, la perte de confiance dans les monnaies fiduciaires et les efforts des banques centrales pour se diversifier hors du dollar américain – nous sommes un peu plus prudents à court terme. L'or est loin d'offrir une couverture « bon marché » à ces niveaux, et la demande chinoise semble diminuer.
5 Matières premières			→			Une grande partie des anticipations spéculatives liées aux droits de douane est désormais derrière nous. Les indices des directeurs d'achat (PMI) du secteur manufacturier mondial ont de nouveau baissé. Les données chinoises n'ont pas non plus été très réjouissantes (p. ex. indice PMI Caixin, données sur les exportations, problèmes de déflation). Les inquiétudes sur la croissance incitent à la prudence vis-à-vis de cette classe d'actifs cyclique. Une position neutre nous paraît la plus raisonnable.
6 Stratégies alternatives			→			Nous maintenons une opinion neutre vis-à-vis des fonds alternatifs et de l'immobilier.

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

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

Quel avenir pour l'Europe ?

Les actions européennes ont affiché une progression impressionnante cette année. Les principaux indices boursiers européens ont grimpé de 20 à 25 % ; l'indice allemand DAX a même gagné plus de 30 %⁴. Au début de l'année, cette hausse initiale était principalement alimentée par des effets de valorisation. De nombreuses actions européennes affichaient une forte décote par rapport à leurs homologues américaines. Les mois suivants, elle s'est alimentée de l'optimisme des marchés, portés par l'espoir que la guerre se termine en Ukraine, l'espoir que des plans de relance généreux soient adoptés et peut-être même l'espoir qu'il soit possible de « rendre sa grandeur à l'Europe ».



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



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Sans être aussi bon marché qu'au début de l'année, les actions européennes restent plus abordables que les actions américaines. Cet écart de valorisation reflète, entre autres, la perception que la productivité de la zone euro est inférieure à celle des États-Unis ou d'autres régions. Plusieurs raisons expliquent cette perception, notamment la fragmentation de la zone euro elle-même.

Bien qu'ils partagent une monnaie commune, les 20 pays qui la composent ont des systèmes fiscaux, des marchés du travail et des politiques économiques différents. Cette fragmentation entrave les activités transfrontières et limite les économies d'échelle. Les marchés de capitaux souffrent de la même fragmentation. L'Union européenne elle-même reconnaît que leur intégration reste « relativement modeste »⁵. L'existence de marchés de capitaux intégrés et performants est fondamentale pour la croissance des marchés nationaux, le développement de jeunes pousses et l'expansion des entreprises innovantes. Un marché des capitaux entièrement unifié permettrait également de stimuler les investissements transfrontaliers, d'attirer davantage de capitaux étrangers dans la région et de renforcer le rôle de l'euro en tant que monnaie d'investissement mondiale.

Il n'est donc pas surprenant que les États-Unis occupent les premiers rangs dans le développement et l'adoption de nouvelles technologies, en particulier dans des domaines comme l'intelligence artificielle, le big data et le cloud computing. Les géants américains de la tech comme Google, Amazon, Apple et Microsoft stimulent la productivité par l'innovation. L'Europe dispose aussi d'entreprises innovantes, mais celles-ci ont souvent du mal à se développer aussi rapidement et avec autant d'assurance.

Pressions externes

Le programme « America First » du président Donald Trump a mis à rude épreuve les liens transatlantiques et met à mal le modèle économique européen, fondé sur les exportations. En Allemagne, la plus grande économie de la zone euro, les exportations de biens et de services représentent plus de 40 % du produit intérieur brut (PIB). Des pays comme l'Espagne (36,7%), la France (33,5%) et l'Italie (32,3%) sont également exposés aux échanges commerciaux mondiaux. En outre, la guerre en Ukraine continue de peser sur la confiance des entreprises et des ménages, et l'on craint de plus en plus qu'à terme, la Russie ne menace d'autres pays européens. Les risques pour la sécurité incitent à augmenter les dépenses de défense.

Le président Trump a reproché à plusieurs reprises aux alliés de l'OTAN de voter des budgets de défense insuffisants. Il est même allé jusqu'à menacer de retirer le soutien des États-Unis s'ils augmentaient pas leur contribution, proposant un budget de défense de 5 % du PIB. Même si les dépenses de défense européennes ont augmenté de 11,7% et totalisaient 423,3 milliards EUR l'année dernière, la barre des 5% est un objectif hors d'atteinte pour la plupart des pays compte tenu des contraintes budgétaires actuelles.



L'Europe subit également la pression de l'Est. La Chine inonde les marchés mondiaux de produits de haute technologie bon marché, tels que des véhicules électriques et des panneaux solaires, une concurrence lourde pour les industries européennes. À l'inverse, les entreprises européennes ont bien du mal à s'implanter en Chine.

Par ailleurs, les crises passées ont laissé des stigmates. La zone euro subit encore les conséquences de la crise de l'euro qui a suivi la crise financière de 2008⁶. Comme le montre le graphique 1, les dépenses d'investissement en Europe se sont effondrées pendant cette période et ne sont toujours pas revenues à leur niveau d'avant-crise.

Sur le plan intérieur, l'immigration reste un sujet brûlant. Les attentes en matière d'intégration, de logement et de sécurité intérieure alimentent les mouvements populistes et europhobes, en particulier dans des pays comme l'Allemagne et la France.

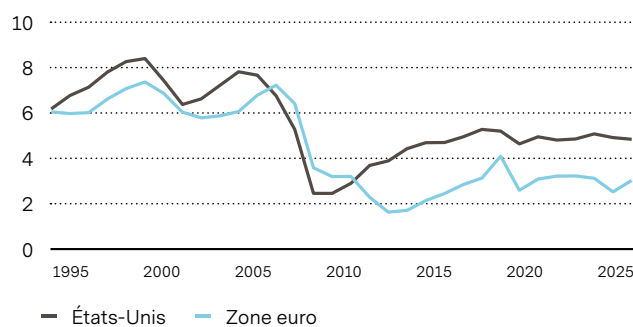
Confrontées à toutes ces difficultés, les entreprises européennes ont, sans surprise, une vision assez pessimiste de leur compétitivité au niveau mondial (graph. 2).

Des progrès ont été réalisés

Malgré la morosité ambiante, la zone euro a accompli de réels progrès structurels ces dernières années. L'un des plus importants est la forte réduction du chômage

Graph. 1 : Les dépenses d'investissement en Europe ne se sont jamais remises de la crise financière mondiale

Formation nette de capital fixe en % du PIB

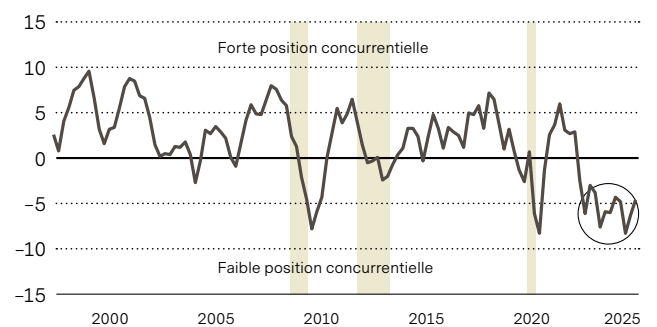


La formation nette de capital fixe en pourcentage du PIB est un indicateur économique qui mesure l'investissement net en actifs fixes (bâtiments, machines, équipements et infrastructures) par rapport à la taille de l'économie d'un pays. Elle reflète la part du PIB d'un pays qui est réinvestie dans des actifs productifs après prise en compte de l'amortissement.

Source : LSEG, Vontobel ; au 17 juin 2025.

Graph. 2 : Les entreprises de la zone euro reconnaissent que leur position concurrentielle internationale est faible

Solde net

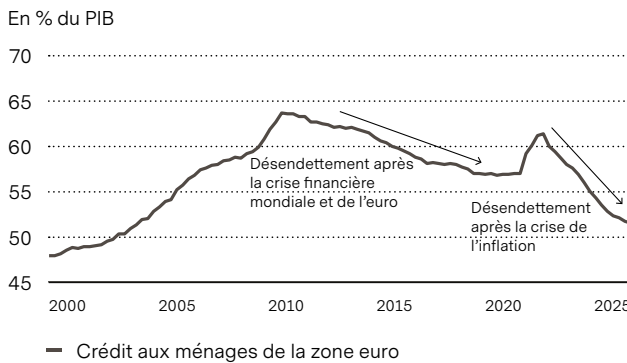


— Enquête sectorielle : position concurrentielle sur le marché extérieur
 ■ Récession de la zone euro

Source : Direction générale Affaires économiques et financières, Vontobel ; au deuxième trimestre 2025.

8 Points saillants du marché

Graph. 3 : Les ménages européens ont agi



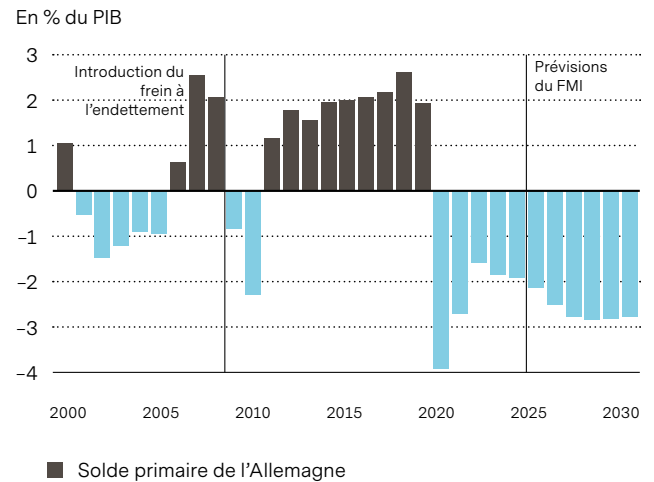
Source : LSEG, Vontobel ; au 17 juin 2025.

structurel. Depuis le plus fort de la crise de l'euro, le taux de chômage de la zone euro a baissé de moitié (avril 2025 : 6,2%). L'amélioration est encore plus spectaculaire dans le sud de l'Europe où, après avoir culminé à plus de 18%, le chômage se situe aujourd'hui à seulement 7,7%. La situation financière des ménages a également progressé. Les niveaux d'endettement sont nettement inférieurs à ceux observés après la crise financière ou la pandémie (graph. 3).

Le secteur bancaire a également fait d'énormes progrès. La part des prêts non performants, en particulier dans des pays comme la Grèce, l'Italie, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande, est passée de plus de 10% pendant la crise à moins de 3% aujourd'hui, dans un contexte de reprise économique et de réformes clés. Les banques sont mieux capitalisées, avec des ratios de fonds propres de catégorie 1 plus robustes⁸.

Les taux d'intérêt ont été extrêmement bas des années durant. Cette situation a contribué à réduire la charge d'intérêt nette de la zone euro. En pourcentage du PIB, les coûts d'intérêts sont passés de plus de 5% au plus fort de la crise de l'euro à seulement 3% – une position bien plus confortable qu'aux États-Unis, où ils dépassent maintenant 8%⁹. Cela dit, certains pays, comme l'Italie (plus de 6%) et l'Espagne (4%), sont toujours confrontés à des coûts du service de la dette élevés.

Graph. 4 : L'Allemagne a mis fin à l'austérité budgétaire en assouplissant le frein à l'endettement



Source : Fonds monétaire international, LSEG, Vontobel ; au 17 juin 2025.

Facteurs favorables à court terme

Aux améliorations structurelles à long terme s'ajoutent des facteurs positifs à court terme. Ironiquement, Donald Trump pourrait être l'un d'eux. Son premier mandat a donné lieu à une poignée de réformes mineures mais positives en Europe. Son second mandat remet la pression, sans laisser aux dirigeants européens d'autre choix que d'agir.

La réforme du mécanisme de la dette publique en Allemagne en est un parfait exemple (graph. 4). En février, Friedrich Merz, alors candidat à la chancellerie, avait catégoriquement rejeté d'envisager la modification de la règle d'équilibre budgétaire. Et en mars, face aux « menaces à la liberté sur notre continent¹⁰ », il a plaidé en faveur d'une modification de la constitution pour permettre des investissements de centaines de milliards d'euros d'investissements financés par la dette dans la défense et les infrastructures. Ce changement semble avoir eu un effet domino en Europe : d'autres pays ont annoncé une augmentation des dépenses de défense, mais pas à la même échelle. Selon Mark Rutte, secrétaire général de l'OTAN, tous les pays membres sont en voie d'atteindre l'objectif de dépenses de 2% de l'Alliance cette année.

La politique industrielle est également au centre des préoccupations. En septembre 2024, Mario Draghi, l'ancien président de la BCE, a présenté un rapport complet

Graph. 5: Rendre sa grandeur à l'Europe (MEGA) – Liste de contrôle

		CRITÈRE	REMPLI ?	OBSERVATION
ENVIRONNEMENT EXTERNE	1	Accélération de l'économie mondiale	(x)	Incertitude politique élevée
	2	Environnement commercial mondial stable		Accord commercial nécessaire entre les États-Unis et l'UE
	3	Cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine		Beaucoup de déclarations, pas d'action
POLITIQUE DE LA DEMANDE	4	Politique monétaire favorable dans la zone euro	x	Cycle de baisses des taux de la BCE en cours
	5	Politique budgétaire favorable dans la zone euro	x	Fin de l'austérité en vue
POLITIQUE DE L'OFFRE	6	Déréglementation notable		Premières tentatives (p. ex. Omnibus IV)
	7	Initiatives concrètes en R&D		Premières tentatives (p. ex. usines d'IA)
	8	Création d'une union des marchés de capitaux		Surveillance des fusions transfrontalières
	9	Fourniture d'une énergie compétitive		Prix comparativement encore élevés
	10	Mesures de libéralisation du marché du travail		Accent sur les compétences, pas sur la libéralisation

Source : Vontobel ; au 19 juin 2025.

sur la compétitivité, soulignant les faiblesses de l'économie européenne¹¹. La présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, en a fait la base d'une nouvelle « boussole pour la compétitivité ». Elle a déclaré fin janvier que l'Europe avait « tout ce dont elle a besoin pour gagner » et devait désormais corriger ses faiblesses pour regagner en compétitivité. La boussole pour la compétitivité vise à traduire les recommandations de Mario Draghi en feuille de route concrète. « Nous avons donc un plan, à présent, a-t-elle déclaré. Nous avons la volonté politique. Ce qui importe est la vitesse, et l'unité. Le monde ne nous attendra pas. Tous les États membres sont d'accord sur ce point. Agissons donc en partant de ce consensus¹² ».

Ce plan comporte trois grands axes d'action : 1) Comblent l'écart en matière d'innovation, 2) Une feuille de route conjointe pour la décarbonation et la compétitivité, et 3) Réduire les dépenses excessives et renforcer la sécurité. De ces priorités découle une série d'initiatives, notamment un fonds pour la compétitivité, une union européenne de l'épargne et des investissements et une proposition omnibus visant à simplifier les formalités administratives.

Autre évolution encourageante, l'inflation revient à la normale. En mai, l'inflation des prix à la consommation dans la zone euro était tombée à 1,9%, soit en dessous de l'objectif de 2% de la BCE. La croissance des salaires ralentit.

L'outil de suivi des salaires de la BCE, basé sur les conventions collectives en vigueur, prévoit une augmentation moyenne de 3,1% en 2025, contre 4,7% en 2024. Hors primes exceptionnelles, la croissance des salaires pourrait tomber de 4,9% à 2,9%.

La BCE dispose donc d'une marge de manœuvre pour continuer à assouplir sa politique monétaire. En juin, elle a réduit ses taux d'intérêt pour la huitième fois, ramenant le taux de dépôt à 2%. Elle a indiqué qu'elle pourrait faire une pause pendant l'été pour réévaluer les perspectives, mais les marchés anticipent au moins une nouvelle baisse d'ici la fin de l'année. La normalisation en cours pourrait donner un coup de pouce à l'économie de la zone euro, toujours en difficulté.

Que faudrait-il pour rendre sa « grandeur » à l'Europe ?

Selon nous, sur dix critères, deux sont actuellement remplis (graph. 5). Il n'est pas nécessaire qu'ils le soient tous, mais il en faudrait probablement davantage. Forte de premières initiatives et prête à se mettre en marche, il ne manque à l'Europe qu'un vent plus favorable pour retrouver une bonne allure.

Des matières premières aux énergies renouvelables : tout est une question de recette



La montée des tensions géopolitiques et les récents revirements politiques compliquent la transition vers la neutralité carbone. Aux États-Unis, le retour au pouvoir de Donald Trump fait planer de grandes incertitudes sur l'avenir de l'Inflation Reduction Act (IRA)¹³ ainsi que sur la cohérence de la politique climatique à long terme. En Europe, certaines centrales à charbon ont été remises en service pour sécuriser l'approvisionnement en électricité en cas de crise énergétique. A l'échelle mondiale, les combustibles fossiles continuent d'occuper une place plus importante dans le mix énergétique que ce que beaucoup avaient anticipé. Dans ce contexte instable, il est légitime que les investisseurs s'interrogent : « Est-ce la fin de la transition écologique ? »



—
Marco Lenfers
Client Portfolio Manager,
Conviction Equities



—
Romain Hohl
Portfolio Manager, Impact &
Thematic Investing team,
Conviction Equities

Nous pensons au contraire que la transition énergétique mondiale progresse de manière significative. En 2024, les investissements dans les énergies propres ont atteint un niveau record de 2 100 milliards USD, soit plus du double par rapport à 2020, selon le rapport 2025 Energy Transition Investment Trends publié plus tôt cette année¹⁴ par BloombergNEF. La croissance a été principalement portée par l'électrification des transports, le développement des énergies renouvelables et le renforcement des réseaux électriques. Au cours des cinq dernières années, les solutions énergétiques propres ont affiché des taux de croissance annuels composés deux fois supérieurs à ceux des combustibles fossiles (graph. 1). Ces données montrent clairement que, malgré les disparités régionales, la transition énergétique mondiale ne cesse de s'accélérer.

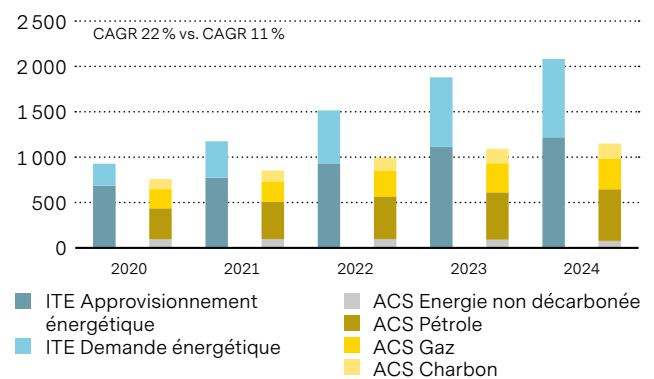
Aux États-Unis, Donald Trump a rapidement entrepris de démanteler plusieurs dispositions clés de l'IRA dès son entrée en fonction. En l'espace de quelques jours, il a signé une série de décrets mettant fin au soutien fédéral aux initiatives en matière d'énergie propre, suspendant les subventions prévues par l'IRA et annulant des réglementations

sur les émissions de gaz à effet de serre ainsi que sur les combustibles fossiles. En Europe, la situation demeure tout aussi complexe. En Allemagne, certaines centrales à charbon ont été temporairement remises en service jusqu'en 2024, en réponse aux pénuries de gaz provoquées par la guerre en Ukraine et la réduction des importations en provenance de Russie¹⁵. Parallèlement, la Chine, premier émetteur mondial de CO₂, continue d'approuver la construction de dizaines de nouvelles centrales électriques au charbon.

Il est vrai que la transition écologique rencontre certains obstacles à l'échelle régionale. Toutefois, à l'échelle mondiale, la dynamique semble se maintenir et ne montre aucun signe d'essoufflement. D'autres grandes puissances économiques prennent le relais pour combler le vide laissé par l'absence de leadership des États-Unis. L'Union européenne, en particulier, reste fermement engagée en faveur de ses objectifs climatiques, allouant plus

Graph. 1 : Les financements de la transition énergétique surpassent le capex fossile

Inv. transition énergétique vs combustibles fossiles, en milliards USD

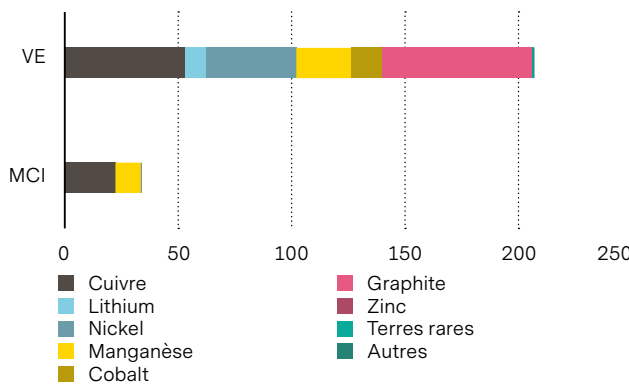


ITE signifie Investissement dans la transition énergétique, ACS signifie Approvisionnement en combustibles fossiles. Les volumes historiques d'investissement en ACS ont été agrégés à partir du rapport World Energy Investment 2024 de l'IAEI. Les investissements concernent les secteurs en amont, intermédiaires et en aval, ainsi que la production d'électricité à partir de combustibles fossiles non décarbonée. Les valeurs en dollars sont exprimées en termes nominaux. Les investissements dans la demande de combustibles fossiles – comme les chaudières à gaz – ne sont pas inclus. Source : BNEF, « Energy Transition Investment Trends 2025 », janvier 2025.

12 Point de vue

Graph. 2 : La transition écologique utilise beaucoup de matières premières

Minéraux critiques véhicule électrique vs combustion, en kg

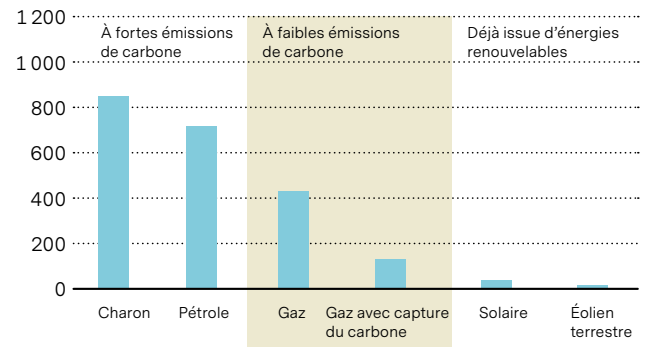


VE : Véhicule électrique, MCI : Moteur à combustion interne.
Données à titre indicatif uniquement.

Source : AIE, « Minéraux utilisés dans les voitures électriques par rapport aux voitures conventionnelles », mai 2021.

Graph. 3 : Assurer la sécurité énergétique tout en développant des alternatives propres

Émissions sur le cycle de vie dans l'UE28, en g de CO₂ par kWh



Source : Commission économique des Nations Unies pour l'Europe, « Analyse du cycle de vie des options de production d'électricité », octobre 2021. Étant donné que le pétrole n'est pas traditionnellement utilisé pour les chiffres de production d'électricité, les émissions du cycle de vie du pétrole ont été tirées de Turconi et al., « Life cycle assessment (LCA) of electricity generation technologies », 2013.

de 300 milliards EUR dans le cadre du Pacte vert pour l'Europe et du plan REPowerEU pour réduire sa dépendance aux combustibles fossiles et accélérer le développement des énergies renouvelables¹⁶. La Chine suit en réalité deux voies parallèles : d'un côté, elle poursuit la construction de centrales électriques au charbon ; de l'autre, elle accélère massivement sa transition énergétique. Rien qu'en 2023, elle a ajouté plus de 216 GW de capacités solaires et éoliennes¹⁷, soit près du double de la capacité totale installée au Royaume-Uni. Le Japon, quant à lui, poursuit sa politique¹⁸ de « transformation écologique », qui vise à mobiliser plus de 1 000 milliards USD d'investissements publics et privés sur la prochaine décennie. L'objectif est de décarboner l'industrie, de développer l'usage de l'hydrogène et de l'ammoniac et de promouvoir les énergies renouvelables.

Dans cet environnement, les technologies arrivées à maturité, telles que les énergies renouvelables, les réseaux ou les transports électrifiés, bénéficient d'un solide soutien grâce à une analyse coûts-avantages favorable. Généralement économiquement viables sans subventions, largement évolutives et associées à un faible risque technologique, elles attirent naturellement la majeure partie des investissements liés à la transition énergétique. En dépit de certains obstacles politiques, leur croissance devrait se poursuivre de manière soutenue.

Tout commence en amont

Si la phase « en aval » de la transition (énergies renouvelables, véhicules électriques, bâtiments écologiques et technologies industrielles propres) occupe déjà une place centrale dans les portefeuilles d'investissement à l'échelle mondiale, elle ne peut à elle seule assurer une transition vers un monde à zéro émission nette. Une transition ordonnée et durable nécessite beaucoup de matières premières et d'assurer la sécurité et la stabilité énergétiques tout en développant des alternatives propres. Cela suppose une gestion rigoureuse et stratégique de la phase « en amont », incluant l'extraction, la transformation et la distribution des ressources naturelles nécessaires à cette transformation.

La route vers un système énergétique sans carbone repose littéralement sur les métaux (graph. 2). Pour bâtir un monde à zéro émission nette, il est indispensable de disposer d'intrants en amont : des matières premières et des infrastructures capables de soutenir le développement des technologies propres. Parmi ces ressources cruciales, cinq métaux se distinguent : le cuivre, le lithium, le nickel, le cobalt et l'aluminium. Ils constituent les éléments de base des panneaux solaires, des éoliennes, des batteries et des réseaux électriques, autant de piliers de la transition énergétique. Sans eux, ces technologies ne pourraient tout simplement pas exister. Il n'est donc pas surprenant que la demande pour ces métaux soit appelée à croître fortement dans les années à venir.

Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), la valeur marchande des minéraux critiques nécessaires à la transition énergétique devrait plus que doubler d'ici 2040, pour atteindre environ USD 770 milliards dans le cadre du scénario zéro émission nette. La demande mondiale devrait presque quadrupler d'ici 2040, pour atteindre près de 40 millions de tonnes¹⁹, tandis que l'offre peine à suivre ce rythme soutenu. Aujourd'hui, nous dépendons toujours de l'exploitation minière primaire. Or, le développement de nouvelles mines est devenu plus coûteux et plus long : le délai moyen entre la découverte d'un gisement et la production atteint désormais 18 ans, soit trois fois plus que dans les années 1990. Plusieurs facteurs contribuent à ce ralentissement : la hausse des coûts d'investissement, les contraintes réglementaires ainsi que l'opposition croissante des communautés locales. A cela s'ajoutent les longues étapes nécessaires pour passer de l'identification d'un gisement à sa mise en exploitation, ainsi que l'inflation croissante des dépenses liées au développement minier. Enfin, les externalités négatives importantes imposées aux territoires environnants compliquent davantage l'expansion de l'offre minière.

C'est pourquoi nous estimons que le recyclage est crucial. Il ne remplacera probablement pas l'exploitation minière primaire, mais il offre une source secondaire précieuse. Le recyclage peut améliorer la sécurité de l'approvisionnement tout en réduisant les déchets et l'impact environnemental. Cela permet aux investisseurs de tirer parti de cette chaîne de valeur émergente, qui va de l'extraction primaire de minerais (le cuivre et le lithium) à l'exploitation minière urbaine et aux technologies de traitement (comme les opérateurs et services de recyclage, et les équipements et technologies de recyclage) jusqu'aux matériaux de nouvelle génération (tels que le polysilicium ou le ciment à faibles émissions de carbone).

Voracité énergétique

Un deuxième défi majeur se profile sur la route de la transition écologique : l'électrification. Alors que le monde évolue vers des solutions plus électriques, la demande d'énergie ne fait qu'augmenter dans tous les secteurs. Les centres de données en sont un parfait exemple : aux États-Unis, ils représentaient 4,4 % de la consommation d'électricité en 2023 et ce chiffre pourrait atteindre 12 % d'ici 2028²⁰. À l'échelle mondiale, leur demande énergétique pourrait plus que doubler d'ici 2030, dépassant la consommation totale d'électricité du Japon²¹.

Le principal enjeu réside dans le besoin immédiat d'énergie alors que les sources renouvelables, encore en phase de développement, ne peuvent, à ce jour, répondre pleinement à la demande. Au cours des prochaines années,

leur demande croissante d'énergie devra donc être partiellement couverte par des sources fossiles afin de garantir un approvisionnement énergétique ininterrompu, fiable et abordable. Cependant, toutes les énergies fossiles n'ont pas le même impact environnemental (graph. 3). Face aux objectifs climatiques et à la pression sociétale, les secteurs énergivores accélèrent leur décarbonation. Cela crée des opportunités dans toute la chaîne des énergies bas carbone, y compris chez certains producteurs traditionnels en transition.

Nous constatons que la transition écologique s'accélère, mais qu'elle devient aussi plus complexe. Cela ouvre la voie à de nouvelles opportunités : captage du carbone, nucléaire, hydrogène et carburants durables.

Investir dans les catalyseurs du changement

La Conviction Equities Boutique se concentre notamment sur la partie amont de la transition énergétique, ces piliers qui rendent possible la transition vers une économie décarbonée. Des matières premières aux infrastructures, nous cibons des acteurs clés souvent négligés. Selon nous, une transition ordonnée vers la carboneutralité requiert matières premières, sécurité et résilience – au-delà des seules technologies propres.

Notre approche globale, fondée sur la recherche fondamentale, cible les moteurs de performance durable. Nous modélisons les flux sur plusieurs années et privilégions les entreprises solides, compétitives et rentables.

Pour nous, il est essentiel de dépasser les gros titres et le bruit ambiant afin de saisir les véritables leviers de la transition écologique. En adoptant une vision globale et tournée vers l'avenir, l'avantage est clair : les entreprises qui offrent des solutions à grande échelle, reposant sur des fondamentaux solides et une rentabilité durable, pourraient être appelées à jouer un rôle majeur. En investissant sur l'ensemble du spectre, des ressources de base aux technologies innovantes, les investisseurs ont la double opportunité d'accélérer la transition écologique tout en tirant des bénéfices pérennes.

Position délicate



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

La Fed a maintenu ses taux et prévoit deux baisses en 2024. Mais les nouvelles projections signalent un ralentissement de la croissance, une inflation tenace et des divergences internes, laissant l'éventualité d'un assouplissement en septembre dépendre des données.

Dans ses dernières prévisions, la Fed a revu à la baisse le produit intérieur brut (PIB) de 2025, désormais attendu à 1,4% (contre 1,7% auparavant). Elle a aussi relevé l'indicateur d'inflation CPE²² sous-jacente à 3,1% et révisé à la hausse le taux de chômage, maintenant attendu à 4,5%. Ces données traduisent une situation proche de la stagflation et compliquent la tâche de la Fed dans sa recherche d'équilibre entre le soutien de la croissance et la maîtrise de l'inflation.

Les désaccords enflent au sein du Federal Open Market Committee (FOMC). Deux camps se détachent : le premier est favorable aux réductions de taux, avec pour arguments le ralentissement de la croissance et la hausse du chômage, le second plaide pour la patience, mentionnant la persistance de l'inflation. En juin, 7 membres du FOMC sur 19 prévoient de maintenir les taux inchangés en 2024 (contre 4 en mars), malgré une médiane indiquant deux

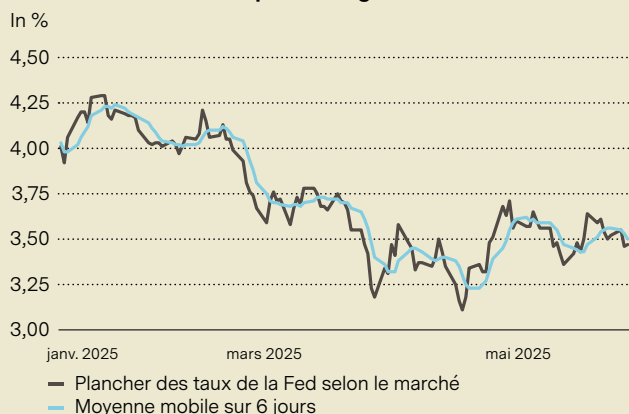
baisses. Les prévisions pour 2026–2027 ont aussi été revues à la baisse, signalant un ralentissement de la normalisation. Tous ont voté le statu quo, et Jerome Powell a rappelé que la Fed reste guidée par les données, sans exclure d'ajuster si nécessaire.

Une réduction des taux en septembre reste possible, sous réserve de progrès en désinflation et d'un marché du travail plus souple. En attendant, la Fed est prête à patienter, tout en gardant un œil sur les deux piliers de son mandat. Les attentes du marché concernant le taux terminal de la Fed restent stables (graph. 1). Les investisseurs semblent donc penser que les dernières données d'inflation, les conditions du marché du travail et les indicateurs politiques annoncent une politique de taux durablement élevés.

Les spreads bravent la volatilité

Les marchés du crédit montrent des signes de complaisance. Vu les niveaux de volatilité, les spreads devraient être plus larges (graph. 2). La soudaine hausse boursière et la compression des spreads qui ont suivi l'épisode de tensions printanier ont peut-être entraîné une correction excessive. Les spreads ne sont peut-être plus en adéquation avec les conditions macroéconomiques et les risques de crédit sous-jacents. Il leur reste peu de marge de sécurité en cas d'accroissement de la volatilité ou de dégradation des fondamentaux. La prime de risque des obligations investment grade semble élevée par rapport au niveau de stress des marchés mesuré par l'indice VIX, ce qui soulève des questions sur la protection en cas de baisse et sur la vulnérabilité croissante des valorisations du crédit.

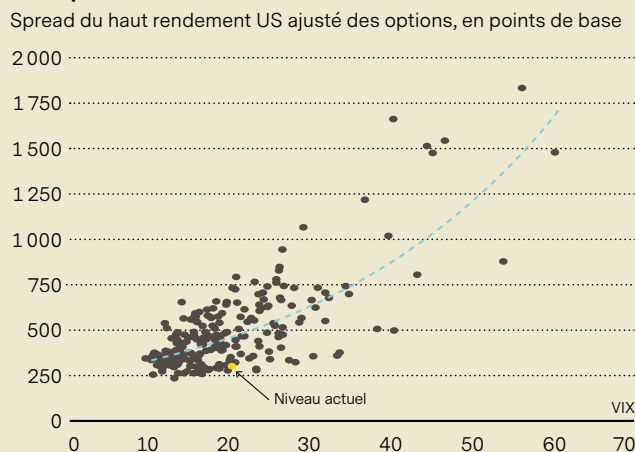
Graph. 1 : Les attentes du marché concernant le taux terminal de la Fed ont peu changé ces dernières semaines



Remarque : Le taux terminal est le taux des fonds fédéraux le plus bas selon les swaps de taux au jour le jour de ces trois dernières années

Source : LSEG, Vontobel ; au 18 juin 2025.

Graph. 2 : Les primes de risque de crédit sont inférieures à ce qu'elles devraient être



Source : LSEG, Vontobel ; au 18 juin 2025.

Décoder les signaux contradictoires de l'Europe



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

Le dollar américain reste le pilier du système monétaire mondial. Il représente la plus grande part des réserves officielles, sert de référence à la majorité de la dette transfrontalière et des crédits commerciaux, et représente environ 40% du volume quotidien des transactions de change. Pourtant, sa prééminence n'est plus considérée comme acquise. Deux dynamiques – l'évolution des schémas commerciaux et l'aggravation des tensions budgétaires – amènent les gestionnaires de réserves et les investisseurs en devises à reconsidérer leur position (graph. 1).

Les marchés restent concentrés sur ce qui fait vraiment bouger les choses : l'inflation, les banques centrales et l'orientation de la politique monétaire. Dans ce contexte, nous maintenons notre légère surpondération des actions, qui s'explique principalement via une surpondération des marchés émergents. En Europe, après un solide premier trimestre, les actions ont perdu de leur élan en fin de deuxième trimestre. Les secteurs cycliques, surtout les banques et la défense. En prenant l'indice allemand DAX comme exemple, les valeurs liées à la défense ont à elles seules représenté environ 30% des gains de l'indice depuis le début de l'année. En dehors de ces moteurs, les marchés restent stables en monnaies locales, à l'image de la

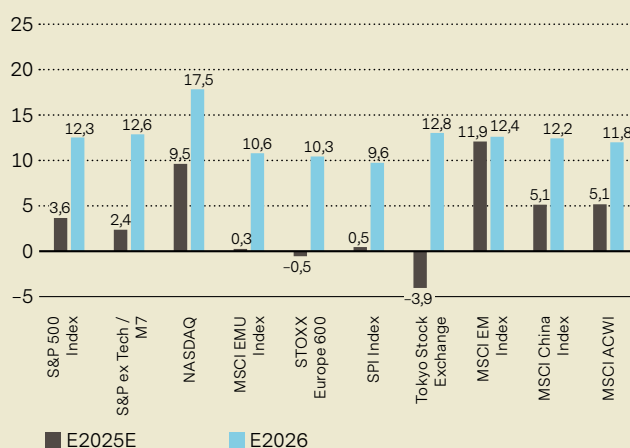
Suisse ou des États-Unis, freinés par un dollar faible. Le contraste est net entre une politique monétaire toujours restrictive aux États-Unis et un assouplissement budgétaire en Europe. Avec des taux bas maintenus par la BCE, la croissance des bénéfices en Europe pourrait repartir après des années de stagnation (graph. 2), portée notamment par la relance budgétaire historique de l'Allemagne axée sur la défense et les infrastructures.

Toutefois, la question est de savoir si ces bonnes nouvelles ont déjà été intégrées dans les prix. Les valorisations de certains secteurs nous semblent excessives et les enquêtes auprès des investisseurs institutionnels mondiaux montrent que les positions longues sur les actions européennes, en particulier sur les banques, restent une stratégie d'investissement très encombrée. Il convient également de souligner que la performance relative des valeurs cycliques par rapport aux valeurs défensives²³ a atteint son plus haut niveau depuis 10 ans, une tendance habituellement soutenue par la solidité des indices PMI²⁴, contrairement à l'environnement actuel (graph. 2). Cela signifie que les indices PMI devront s'améliorer pour maintenir la tendance que les marchés ont déjà anticipée. En outre, avec la réduction des taux d'intérêt par les banques centrales, les banques (qui étaient jusqu'à présent l'un des principaux moteurs de la reprise) pourraient commencer à s'essouffler.

Si l'on ajoute à cela la fin imminente, en juillet, des 90 jours de suspension de l'application des droits de douane décrétés par Donald Trump, on peut s'attendre à un regain de volatilité tout au long de l'été. Voilà pourquoi, malgré certaines évolutions positives, nous restons neutres sur les actions européennes pour l'instant.

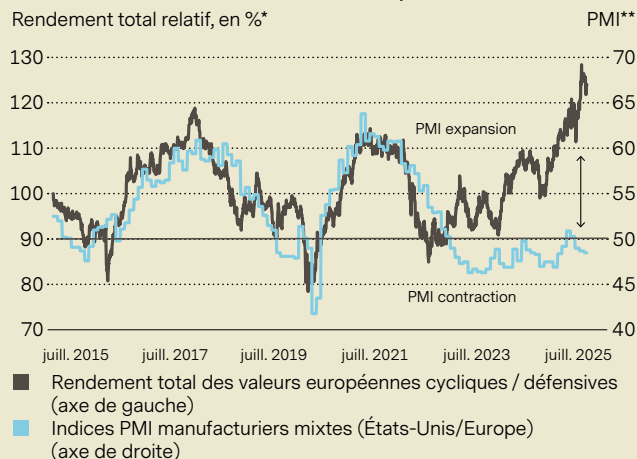
Graph. 1 : 2025 ont été revues à la baisse sur la plupart des marchés développés

Croissance en glissement annuel en % et en monnaies locales



Source : LSEG, Vontobel ; au 19 juin 2025.

Graph. 2 : La performance des secteurs cycliques dépasse les défensifs à un sommet de 10 ans, à rebours du PMI



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 juin 2025.

Un grondement puissant du marché pétrolier



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

Il existe un adage parmi les analystes des matières premières : « Les marchés pétroliers prêtent toujours attention lorsque l'Iran est impliqué. »²⁵. Après une performance morose pendant la majeure partie de l'année, L'opération « Rising Lion » a fait grimper temporairement le prix du brut au-delà de 80 USD le baril.

À ce jour, notre scénario de base a été confirmé. Dans ce scénario, nous avons anticipé des attaques israéliennes et des frappes de représailles iraniennes, suivies d'une implication militaire limitée des États-Unis. Par conséquent, nous ne prévoyons aucun impact, ou seulement un impact minimal, sur l'approvisionnement en pétrole, ainsi qu'une hausse temporaire des prix du brut (entre 70 et 80 USD le baril). Par la suite, nous supposons une stabilisation de la situation.

Comme lors des conflits précédents, l'Iran a de nouveau menacé de fermer le détroit d'Ormuz,²⁶ qu'il contrôle de fait. Souvent qualifié d'artère pétrolière mondiale, environ 20 % des expéditions mondiales de produits pétroliers transitent par ce point de passage stratégique (graph. 1). Près des deux tiers de ce volume sont constitués de pétrole brut en provenance d'Iran, du Koweït, d'Arabie saoudite, du Qatar et des Émirats arabes unis,

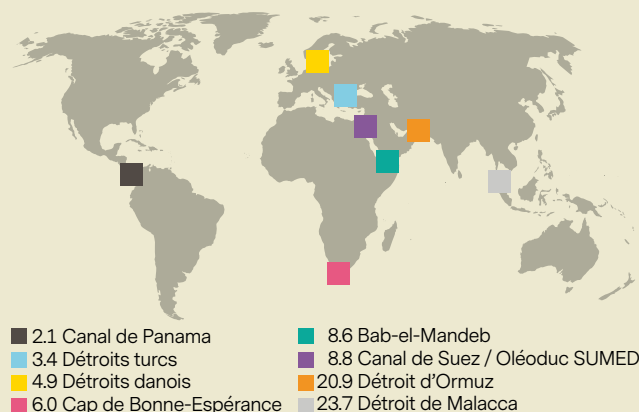
tandis que le reste comprend des produits pétroliers et du gaz naturel. La fermeture du détroit représente le principal risque extrême, susceptible de faire grimper les prix bien au-delà de 100 USD. Cependant, nous jugeons ce scénario peu probable. Il y a une raison pour laquelle l'Iran n'a jamais mis sa menace à exécution : en fermant le détroit, il se priverait lui-même de ses exportations de pétrole et, par conséquent, de ses principales sources de revenus. Nous pensons que l'Iran ne recourrait à une mesure aussi radicale que s'il redoutait un changement de régime imposé de l'extérieur.

Si, contrairement aux attentes, le détroit devait être entraîné dans le conflit, la Réserve stratégique de pétrole des États-Unis (SPR)²⁷ et/ou l'OPEP+²⁸ pourraient intervenir pour stabiliser la situation (graph. 2). Toutefois, certaines limites doivent être prises en compte. Après plusieurs retraits d'urgence, la SPR est désormais amoindrie²⁹ et ne contient plus que « seulement » 402 millions de barils. Quant à l'OPEP+, des incertitudes subsistent quant à l'ampleur réelle des capacités de production inutilisées. Des années de réductions de production et de baisse des investissements à la suite de la pandémie de Covid-19 ont laissé certains champs pétroliers et installations dans l'incapacité de redémarrer facilement. Il est probable que seuls l'Arabie saoudite et les Émirats arabes unis seraient en mesure d'augmenter rapidement leur production.

Au-delà des tensions géopolitiques, notre prévision pour le pétrole brut reste modérée jusqu'à la fin de 2025. Cela s'explique en partie par les incertitudes liées aux guerres commerciales, aux inquiétudes sur la croissance qui en découlent, ainsi qu'à l'augmentation de l'offre provenant d'autres producteurs (Brésil, Guyana et Canada).

Graph. 1 : Le détroit d'Ormuz – l'artère pétrolière mondiale

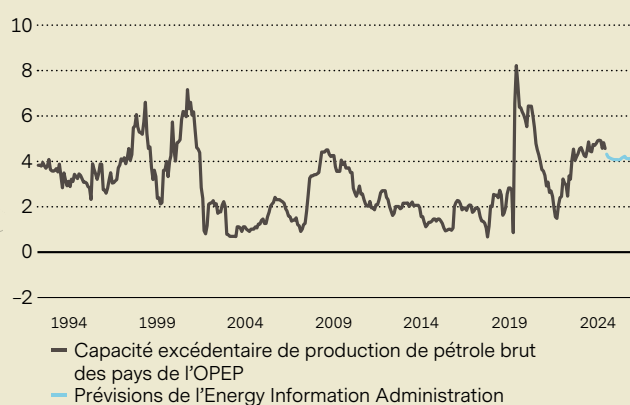
Approvisionnement en liquides pétroliers, en %



Source : Energy Information Administration (2023), données de suivi des pétroliers de Vortexa et de l'Autorité du canal de Panama, dernière mise à jour le 25 juin 2024. Chiffres en millions de barils par jour.

Graph. 2 : Si le pire devait se produire, l'OPEP+ pourrait apporter une certaine aide

Millions de barils par jour



Source : LSEG, Vontobel ; mai 2025.

Des taches permanentes sur le billet vert ?



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

Le dollar américain reste le pilier du système monétaire mondial. Il représente la plus grande part des réserves officielles, sert de référence à la majorité de la dette transfrontalière et des crédits commerciaux, et représente environ 40% du volume quotidien des transactions de change. Pourtant, sa prééminence n'est plus considérée comme acquise. Deux dynamiques – l'évolution des schémas commerciaux et l'aggravation des tensions budgétaires – amènent les gestionnaires de réserves et les investisseurs en devises à reconsidérer leur position (graph. 1).

Les droits de douane américains et la réorganisation des chaînes d'approvisionnement réduisent la part du commerce mondial en dollars. Chaque facture dans une autre devise réduit la demande structurelle de liquidité en dollar. Les banques centrales suivent : selon le FMI, la part du dollar dans les réserves déclarées baisse depuis neuf trimestres, tandis que l'or officiel grimpe. Le rythme est lent, mais l'intention paraît stratégique.

Les fondamentaux intérieurs accentuent cette tendance. Les paiements d'intérêts rivalisent avec le budget de la défense, et les besoins d'emprunt dépassent 2 000 milliards USD par an jusqu'en 2029. Alors que le Congrès prépare de nouvelles dépenses et une autre limite de dette, les primes à long terme s'élargissent face à un risque budgétaire devenu saillant.

Cette prime liée aux politiques est déjà intégrée dans les options de change, renforçant la vision baissière sur le dollar. Les biais des options suggèrent que sa faiblesse jusqu'en 2026 viendra non seulement de facteurs cycliques (baisses de taux, écarts réduits), mais aussi d'un réexamen structurel du rôle des États-Unis dans les flux de capitaux mondiaux. Résultat : un dollar plus faible et plus volatil, à mesure que les fondements du statut de monnaie de réserve s'érodent. Les options USD / CHF sont explicites (graph. 2) : au 19 juin, le marché donne 51,8% de chances à un cours < 0.80 dans 9 mois, 57,1% dans 1 an, et 69,3% dans 2 ans. Les probabilités de la zone 0.80 – 0.85 diminuent. Ce pricing traduit une revalorisation structurelle, non un simple repli tactique.

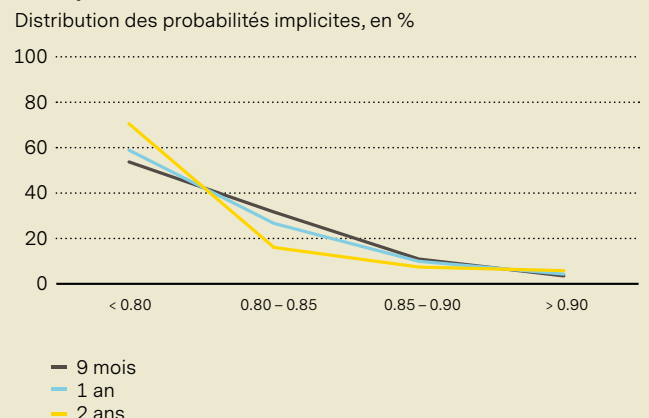
En somme, le dollar fait face à un double défi : économie intérieure en ralentissement et prime budgétaire croissante dans un cadre politique moins accueillant pour les capitaux. Le statut de réserve ne disparaîtra pas d'un coup, mais de légers ajustements dans les devises de facturation, les portefeuilles et la crédibilité perçue pèseront plus qu'auparavant sur les taux de change. Les risques penchent vers une dépréciation progressive, parfois volatile.

Graph. 1 : Le dollar américain sous pression, à son plus bas niveau depuis début 2022



Source : LSEG, Vontobel ; au 19 juin 2025.

Graph. 2 : Baisse de l'USD / CHF alors que le marché anticipe une hausse du franc



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 juin 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	1,9	2,3	2,4	
Zone euro	0,9	1,2	1,0	1,1	
États-Unis	2,8	2,1	1,4	1,6	
Japon	0,1	1,7	0,8	0,7	
R.-U.	0,9	1,3	1,1	1,2	
Suisse	1,4	1,9	1,1	1,4	
Australie	1,0	1,3	1,8	2,3	
Chine	5,0	5,4	4,5	4,2	

INFLATION	2024³	ACTUEL⁴	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 2025⁵
Zone euro	2,4	1,9	2,0	1,9	↓
États-Unis	3,0	2,4	3,0	2,8	↓
Suisse	1,1	-0,1	0,3	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	1,74	1,77	↓
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	4,50	4,50	4,30	3,70	↓
CHF	0,50	0,00	-0,10	-0,05	↓

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	2,52	2,57	2,76	↓
USD	4,57	4,41	4,32	4,17	↓
CHF	0,33	0,39	0,35	0,46	↓

TAUX DE CHANGE	2024	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
CHF / EUR	0,94	0,94	0,94	0,95	↑
CHF / USD	0,91	0,82	0,82	0,81	↓
USD / EUR	1,04	1,15	1,15	1,18	↑

MATIÈRES PREMIÈRES	2024	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
Pétrole brut Brent, USD par baril	75	77	66	64	↑
Or, USD par once troy	2625	3354	3155	3206	→
Cuivre, USD par tonne métrique	8768	9615	9178	9600	↓

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

¹ Sous réserve de révisions (par exemple, révisions potentielles des données du T4)

² Dernier trimestre disponible

³ Sous réserve de révisions

⁴ Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

⁵ ↑ au-dessus du consensus, → conforme au consensus, ↓ en dessous du consensus

Remarques juridiques

Annexe à la publication et mentions légales

1. Disclaimer et mention des sources

Ce document commercial a été produit par une ou plusieurs sociétés du Groupe Vontobel (collectivement «Vontobel») pour des clients privés et institutionnels. Les informations, analyses et opinions figurant sur ce site web ont été préparées par Vontobel Asset Management.

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

Le présent document a été conçu uniquement à des fins d'information et ne constitue ni une incitation à l'achat ou à la vente de titres, ni une incitation à la remise d'une offre d'achat ou de souscription. L'analyse fournie dans ce document ne constitue pas et ne doit pas être interprétée comme une approbation de quelque parti politique que ce soit.

Ce document peut contenir des déclarations prospectives, soumises à des incertitudes et à des éventualités échappant au contrôle de Vontobel. Les destinataires ne doivent pas accorder une confiance excessive à ces déclarations prospectives. Il convient de noter qu'il existe un risque que les prévisions, projections, estimations et résultats décrits ou sous-entendus dans les déclarations prospectives s'avèrent incorrects.

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

La performance historique ne saurait préjuger des résultats actuels ou futurs. Le rendement peut augmenter ou diminuer, par exemple en fonction des fluctuations monétaires. La valeur des devises d'investissement peut augmenter ou diminuer et il n'y a aucune garantie de remboursement de l'intégralité ou d'une partie du capital investi. Investir comporte des risques, y compris la perte possible du capital, et les rendements positifs, y compris les revenus, ne sont pas garantis. Les références aux entreprises sont fournies à titre illustratif uniquement. Aucune hypothèse ne doit être faite quant à la rentabilité ou à la performance des titres qui leur sont associés. Vous ne devez pas présumer qu'un investissement est ou sera rentable.

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

Bien que Vontobel soit d'avis que les informations figurant dans le présent document s'appuient sur des sources fiables, Vontobel décline toute responsabilité quant à la qualité, l'exactitude, l'actualité et l'exhaustivité desdites informations. Sauf autorisation émanant des lois de droits d'auteur, aucune de ces informations ne pourra être reproduite, adaptée, téléchargée pour une tierce partie, reliée, mise en exergue, publiée, distribuée ou transmise sous quelque forme que ce soit par quelque processus que ce soit sans le consentement écrit spécifique de Vontobel. Dans toute la mesure permise par la législation applicable, Vontobel décline toute responsabilité résultant de toute perte ou de tout dommage que vous encourez occasionné(e) par l'utilisation ou l'accès aux présentes informations, ou de son incapacité à fournir les présentes informations. Notre responsabilité pour négligence, violation contractuelle ou contravention à la loi résultant de notre incapacité à fournir les présentes informations dans leur intégralité ou en partie, ou pour tout problème posé par ces informations, qui ne peut être licitement exclu, se limite à la retransmission des présentes informations en intégralité ou en partie ou au paiement pour assurer cette retransmission, à notre gré et dans la mesure autorisée par la loi en vigueur. Aucun exemplaire du présent document ni aucune copie de celui-ci ne peuvent être distribués dans toute juridiction où sa distribution est limitée par la loi. Les personnes recevant le présent document doivent être conscientes de ces restrictions et les accepter. Ce document en particulier ne doit être ni distribué ni remis à des personnes américaines ni être distribué aux Etats-Unis.

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

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

20 Informations légales

2. Directives et informations propres à certains pays

La diffusion et la publication du présent document, ainsi que les placements évoqués, peuvent être soumis dans certaines juridictions à des restrictions en vertu des lois et prescriptions locales. La diffusion du présent document et des informations qu'il contient n'est autorisée que dans les pays où la banque qui en est l'auteur, ou le diffuseur, dispose des licences correspondantes. Sauf indication contraire dans le présent document, on ne saurait présumer que la banque qui en est l'auteur, ou le diffuseur, dispose desdites licences dans un pays donné. Veuillez noter les informations ci-dessous, propres à certains pays, qui doivent être strictement respectées. À l'exception des canaux de diffusion spécifiques décrits ci-après, le présent rapport est considéré comme diffusé par la société indiquée en page de couverture.

Additional information for UK clients

This communication is issued and approved by Vontobel Asset Management S.A. London Branch which has its registered office at 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA") with Firm Reference Number 966651. Details of its regulatory permissions are available on the FCA Register and can also be obtained upon request from Vontobel Asset Management S.A., London Branch. Vontobel Asset Management S.A. London Branch is an overseas branch of Vontobel Asset Management S.A. ("Vontobel") public limited company registered in Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") with reference number A00001304 and S00001011.

Information for German clients

This publication prepared by Bank Vontobel AG is distributed by Bank Vontobel Europe AG, Munich.

Information for Italian clients

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Glossaire et sources

- ¹ Sous-pondération signifie que le Comité d'investissement de l'équipe Multi Asset a une préférence moindre pour une classe ou sous-classe d'actifs.
- ² Neutre signifie que le Comité d'investissement de l'équipe Multi Asset n'a ni préférence accrue ni réduite pour une classe ou sous-classe d'actifs.
- ³ Surpondération signifie que le Comité d'investissement de l'équipe Multi Asset a une préférence plus forte pour une classe ou sous-classe d'actifs.
- ⁴ Rendement total en dollars US, au 18 juin 2025.
- ⁵ Source : Conseil européen, consilium.europa.eu/fr/policies/capital-markets-union-explained/.
- ⁶ La crise de l'euro, ou crise de la dette de la zone euro, est une grave crise économique et financière qui a touché les pays de la zone euro à partir de 2009. Elle trouve son origine dans la crise financière mondiale de 2008, qui a mis en évidence les faiblesses structurelles de la zone euro et la mauvaise gestion budgétaire de certains États membres. Elle a commencé avec la Grèce, lorsqu'il a été révélé en 2009 que le pays falsifiait ses comptes budgétaires depuis des années. Dans l'incapacité d'assurer le service de sa dette, la Grèce a été contrainte d'accepter un plan de sauvetage. La crise s'est rapidement propagée à d'autres pays, notamment l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie, confrontés à des niveaux d'endettement élevés et/ou dotés de systèmes bancaires fragiles. De nombreuses banques européennes avaient investi massivement dans les obligations d'État de ces pays, qui ont dû renflouer leurs propres banques pour éviter un effondrement du système financier.
- ⁷ Europe du Sud : moyenne de l'Espagne, du Portugal et de l'Italie
- ⁸ Le ratio de fonds propres de catégorie 1 (également appelé ratio de fonds propres de base) est une mesure clé de la réglementation bancaire. Il indique le montant de fonds propres de base d'une banque par rapport à ses actifs pondérés en fonction des risques. Les fonds propres de base sont les fonds propres de qualité supérieure d'une banque. Ils sont principalement composés d'actions ordinaires et de bénéfices non distribués. Un ratio de catégorie 1 élevé indique qu'une banque a une base de fonds propres solide et est mieux armée pour faire face aux risques financiers.
- ⁹ Les dépenses d'intérêt nettes du secteur public en pourcentage du PIB mesurent le montant qu'un État dépense en paiements d'intérêts par rapport à la taille de son économie. Il s'agit d'un indicateur important de la santé financière d'un État et de la viabilité de sa dette.
- ¹⁰ Source : article de la BBC publié le 5 mars 2025. [bbc.com/news/articles/c981w25y5wpo](https://www.bbc.com/news/articles/c981w25y5wpo)
- ¹¹ Source : Commission européenne, commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en
- ¹² Source : Commission européenne, publié le 29 janvier 2025. ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/ip_25_339
- ¹³ L'IRA a été promulguée par le président Joe Biden en 2022, dans le but, entre autres, d'encourager les investissements dans les énergies propres.
- ¹⁴ Source : Energy Transition Investment Trends 2025 de BloombergNEF, publié le 30 janvier 2025 about.bnef.com/blog/global-investment-in-the-energy-transition-exceeded-2-trillion-for-the-first-time-in-2024-according-to-bloombergnef-report/
- ¹⁵ Source : Article de Reuters, publié le 16 décembre 2022. [reuters.com/markets/commodities/energy-crisis-fuels-coal-comeback-germany-2022-12-16/](https://www.reuters.com/markets/commodities/energy-crisis-fuels-coal-comeback-germany-2022-12-16/)
- ¹⁶ Source : Commission européenne, commission.europa.eu/topics/energy/repowereu_en?
- ¹⁷ Source : article du Forum économique mondial, publié le 6 septembre 2023. [weforum.org/stories/2023/09/inflation-reduction-act-clean-energy-us-global-impact/](https://www.weforum.org/stories/2023/09/inflation-reduction-act-clean-energy-us-global-impact/)
- ¹⁸ Source : Communiqué du ministère japonais de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie, publié le 10 février 2023. [meti.go.jp/english/press/2023/0210_003.html](https://www.meti.go.jp/english/press/2023/0210_003.html)
- ¹⁹ Source : Rapport de l'AIE, publié en mai 2024. [iea.org/energy-system/industry/critical-minerals](https://www.iea.org/energy-system/industry/critical-minerals)
- ²⁰ Source : Communiqué du département de l'Énergie des États-Unis, publié le 20 décembre 2024. [energy.gov/articles/doe-releases-new-report-evaluating-increase-electricity-demand-data-centers](https://www.energy.gov/articles/doe-releases-new-report-evaluating-increase-electricity-demand-data-centers)
- ²¹ Source : Rapport de l'AIE, publié le 10 avril 2025. [iea.org/news/ai-is-set-to-drive-surging-electricity-demand-from-data-centres-while-offering-the-potential-to-transform-how-the-energy-sector-works](https://www.iea.org/news/ai-is-set-to-drive-surging-electricity-demand-from-data-centres-while-offering-the-potential-to-transform-how-the-energy-sector-works)
- ²² L'indicateur d'inflation core CPE mesure les variations des prix à la consommation aux États-Unis, hors produits alimentaires et énergie, et traduit donc les tendances de l'inflation sous-jacente. C'est l'indicateur de l'inflation à long terme privilégié par la Fed.
- ²³ Les actions cycliques montent et baissent avec l'économie, tandis que les actions défensives restent stables car elles concernent des biens ou services essentiels dont les gens ont besoin quelle que soit la conjoncture économique.
- ²⁴ Les PMI (indices des directeurs d'achat) sont des enquêtes qui mesurent la santé de l'économie en suivant l'activité des entreprises. Une valeur supérieure à 50 indique une croissance, tandis qu'une valeur inférieure à 50 signale une contraction.
- ²⁵ L'Iran est un poids lourd du secteur énergétique : sa production avoisine les 3,3 millions de barils par jour (bpj) et ses exportations dépasseraient 2 millions de bpj de pétrole brut et produits raffinés.
- ²⁶ Le détroit d'Ormuz relie le golfe Persique au golfe d'Oman et à la mer d'Arabie, et sépare l'Iran de la péninsule arabique.
- ²⁷ La réserve stratégique de pétrole (RSP) des États-Unis est considérée comme la plus grande réserve mondiale de pétrole brut d'urgence. Elle a été créée surtout pour atténuer les conséquences des perturbations d'approvisionnement en produits pétroliers et pour respecter les engagements américains du programme énergétique international. Les stocks de pétrole appartenant à l'État fédéral sont entreposés dans d'immenses cavernes de sel souterraines réparties sur quatre sites le long de la côte du golfe d'Amérique.
- ²⁸ L'Organisation des pays exportateurs de pétrole et ses alliés. C'est une coalition des 12 membres de l'OPEP plus 10 pays producteurs de pétrole non membres de l'OPEP.
- ²⁹ Après l'invasion de l'Ukraine par la Russie (2022), l'administration Biden a autorisé des ventes d'urgence de la Réserve stratégique de pétrole (RSP), la vidant de plus de 40 %.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

