

Vontobel

# Investors' Outlook

La nouvelle ère Trump



Février 2025

## 2 Sommaire



### 3 Éditorial

### 4 Stratégie d'investissement

Coup d'envoi de l'année

### 6 Points saillants du marché

Le blues économique de l'Allemagne: du «Bruttosozialprodukt» à la stagnation

### 10 Gros plan sur les classes d'actifs

### 14 Prévisions

### 17 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,  
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 6 mars 2025)

### Concept

MetaDesign AG

### Création et réalisation

Vontobel

### Images

Gettyimages,  
Vontobel

### Date limite de soumission des contributions pour cette édition

29 janvier 2025

### Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 15

# La nouvelle ère Trump



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

Chers lecteurs,

Le 20 janvier à midi, les États-Unis ont accueilli Donald Trump en tant que 47<sup>e</sup> président, lequel a entamé son mandat par une multitude de décrets. De l'immigration à l'énergie en passant par les réglementations fédérales, Trump n'a pas perdu de temps pour prouver son intention de réécrire les règles – et vite. Quelles seront les conséquences de ses actions sur l'économie américaine – et sur l'ordre mondial – en 2025 ?

Les investisseurs ont attentivement suivi le départ en trombe de Trump. L'absence de mesures immédiates concernant les droits de douane, notamment envers la Chine ou d'autres partenaires commerciaux, a été l'une des plus grandes surprises. Cela suggère que les futurs droits de douane pourraient être plus ciblés, par exemple sur les véhicules électriques (VE), plutôt que de faire l'objet de mesures de grande envergure. De plus, la volonté de Trump de maintenir la présence de TikTok aux États-Unis ressemble à une main tendue vers la Chine. Cela laisse entendre que sa rhétorique sur les tarifs douaniers n'était peut-être qu'une tactique de négociation et qu'il s'agissait plus d'aboyer que de mordre. En revanche, il n'y a pas eu de propositions de réductions d'impôts ou de rebond pour les familles américaines. L'accent qu'il devrait mettre sur le renforcement des contrôles de l'immigration et des frontières est conforme à ses promesses de campagne et pourrait réintroduire des pressions inflationnistes.

Cependant, Trump entame son second mandat sur une base économique relativement solide. Bien que les données du marché du travail aient montré un certain affaiblissement, elles continuent d'être plus fortes que prévu et une consommation constante a maintenu

les craintes de récession à distance. Avec des données d'inflation plus fortes, ces facteurs ont contribué à la révision du «dot plot»<sup>1</sup> de la Réserve fédérale américaine, prévoyant deux baisses de taux cette année au lieu de trois. L'approche prudente de la Fed reflète aussi le désir d'évaluer l'impact des politiques de Trump. Alors que les marchés ne prévoient actuellement qu'une seule baisse en 2025, nous pensons toujours que la Fed en maintiendra deux, car les taux réels sont encore trop élevés, à notre avis. Dans l'ensemble, l'économie américaine continue de croître et reste en meilleure forme que de nombreuses autres régions du monde et nous ne prévoyons pas une relance de l'inflation.

Cela dit, les investisseurs pourraient être confrontés à une volatilité accrue à court terme, car les marchés ont généralement tendance à s'affaiblir dans les mois qui suivent une élection présidentielle américaine, dans l'attente d'une clarification des politiques. Nous pensons que les actions américaines ont une marge de progression, soutenue par les énormes investissements dans les infrastructures liées à l'intelligence artificielle (IA). Les révélations selon lesquelles la Chine dispose également d'une solution d'IA – capable d'atteindre des résultats similaires avec une intensité d'utilisation des données bien plus faible et produite à une fraction du coût – ont déstabilisé le marché. Les valorisations élevées de certains noms technologiques pourraient désormais être remises en question. La croissance économique supérieure des États-Unis était déjà censée entraîner une rotation vers des titres moins valorisés en dehors du secteur technologique, ce qui devrait maintenir les actions américaines globalement favorisées.

Cette édition de l'Investors' Outlook explore les difficultés économiques de l'Allemagne, la vente massive mondiale d'obligations d'État et la récente flambée des prix du pétrole.

.....  
→ **Webcast**

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

.....

<sup>1</sup> Voir «Glossaire et sources» à la page 17



—  
**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

# Coup d'envoi de l'année

**Le mois de janvier a été marqué par deux forces antagonistes : l'optimisme nourri par la solidité des données économiques américaines et le malaise lié à l'inflation, aux changements de politique et aux répercussions sur les marchés mondiaux.**

Le marché du travail américain a constitué un point positif. Le nombre d'emplois non agricoles a augmenté de 256 000 en décembre, dépassant largement les prévisions de 155 000, et le taux de chômage a chuté à 4,1%. Après deux années de ralentissement, le marché du travail a semblé retrouver ses marques.

Les marchés, quant à eux, se sont préparés à l'impact des promesses de campagne de Donald Trump concernant l'augmentation des dépenses et de la croissance économique. Les craintes liées à une hausse des déficits et de l'inflation ont également poussé les investisseurs à réévaluer les baisses potentiellement agressives des taux par la Fed en 2025. Les marchés obligataires ont fait les frais de ces attentes changeantes : les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont dépassé la barre des 4,7%, entraînant une hausse des rendements mondiaux.

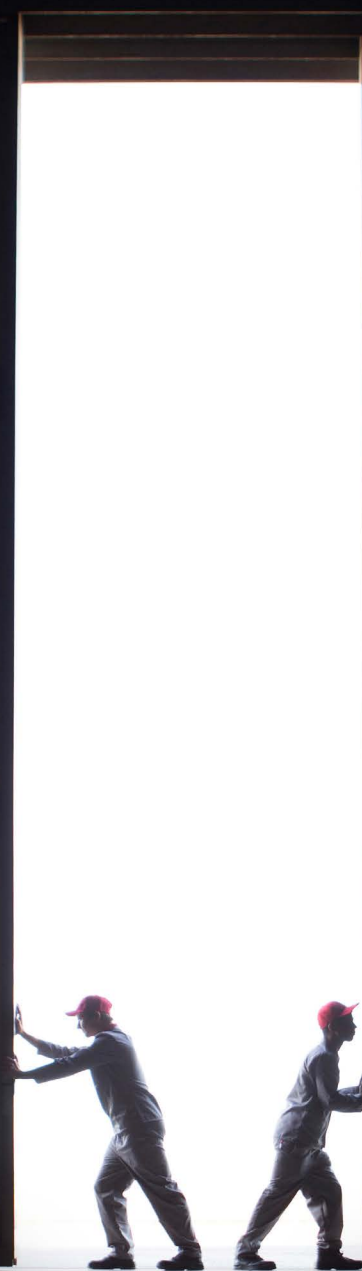
Nous pensons que l'économie poursuivra sa croissance en 2025, que l'inflation restera sous contrôle et que les banques centrales (dans leur grande majorité) baisseront progressivement leurs taux. La Fed a maintenu les taux inchangés en janvier et a souligné qu'elle n'était pas pressée. Nous prévoyons que la Fed ramènera les taux d'intérêt à ce qui est considéré comme un territoire « neutre »<sup>2</sup> cette année, dès que nous observerons de nouvelles surprises à la baisse sur le front de l'inflation. Cela ferait également baisser les rendements des bons du Trésor à 10 ans vers 4%, et soutiendrait les marchés boursiers.

Outre-Atlantique, la situation est moins favorable. La zone euro est mise à rude épreuve. D'une part, l'activité économique reste faible et la confiance des consommateurs et des entreprises demeure fragile.

Le Comité d'investissement de Vontobel a décidé de maintenir son allocation d'actifs actuelle. Vous trouverez de plus amples informations à la page 5.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
<b>1</b> <b>Liquidités</b>			→			Nous réitérons notre position neutre sur les liquidités et restons prêts à investir lorsqu'une opportunité convaincante se présentera.
<b>2</b> <b>Obligations</b>		→				Notre opinion globalement négative sur les obligations reste inchangée. Bien que nous anticipions un certain potentiel de baisse des rendements obligataires à l'avenir, les données économiques positives et la probabilité d'une relance budgétaire supplémentaire nous dissuadent d'adopter une position plus constructive sur les obligations pour l'instant. Nous réitérons donc notre position négative sur les obligations investment grade, tout en maintenant notre positionnement neutre sur les obligations à haut rendement, des marchés émergents et des obligations souveraines.
<b>3</b> <b>Actions</b>				→		Nous maintenons une position surpondérer sur les actions. Étant donné que nous supposons que la croissance économique s'améliorera tout en maîtrisant l'inflation et que la plupart des banques centrales sont prêtes à poursuivre leurs réductions de taux cette année, nous pensons que les actions devraient continuer à surperformer les obligations. Sur le plan régional, nous privilégions les actions américaines, car l'économie de ce pays continue de surperformer celle des autres régions. Bien que les actions américaines affichent des valorisations plus élevées que leurs homologues mondiales, nous pensons qu'elles sont justifiées par plusieurs facteurs, notamment une meilleure rentabilité. Nous restons neutres à l'égard des actions suisses, européennes, japonaises et des marchés émergents. Selon nous, ces régions sont confrontées à des perspectives de croissance et de bénéfices mitigées, ainsi qu'à des valorisations relativement tendues. Toutefois, les actions chinoises pourraient bénéficier de mesures de relance budgétaire et se négocient actuellement à un prix inférieur à celui des marchés développés.
<b>4</b> <b>Or</b>			→			Le cours de l'or s'est effondré après l'élection présidentielle américaine. Il s'est depuis légèrement redressé. La demande continue des banques centrales et l'attrait de l'or comme valeur refuge. Si nous restons optimistes sur l'or à long terme dans un contexte de fragmentation géopolitique, d'endettement croissant et d'efforts de dédollarisation, certains facteurs nous incitent à la prudence à court terme. Il s'agit notamment des politiques pro-croissance et reflationnistes de Trump, de la perspective d'un renforcement continu du dollar américain et le risque d'une Fed restrictive. Nous maintenons notre position neutre sur l'or.
<b>5</b> <b>Matières premières</b>			→			Nous restons neutres en ce qui concerne les matières premières. Notre scénario de base pour 2025 prévoit une croissance économique positive et un nouvel assouplissement de la part des banques centrales, ce qui devrait soutenir la classe d'actifs. Les points négatifs sont notamment un dollar américain qui reste fort et une économie chinoise encore fragilisée. Sur le plan géopolitique, les matières premières sont particulièrement vulnérables aux tarifs douaniers et aux sanctions. Cependant, la visibilité est actuellement très faible : Trump va-t-il sanctionner l'Iran ou conclure un accord ? Renforcera-t-il la pression sur la Russie ou « mettra-t-il fin à la guerre en un jour » ? Ce manque de clarté signifie que la balance pourrait pencher d'un côté ou de l'autre. Compte tenu de ce manque de clarté, un point de vue neutre nous semble le plus raisonnable.
<b>6</b> <b>Stratégies alternatives</b>			→			Nous confirmons notre positionnement neutre sur les fonds alternatifs et l'immobilier.

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



**Le blues économique  
de l'Allemagne: du  
« Bruttosozialprodukt »  
à la stagnation**

«Ja, ja, ja, jetzt wird wieder in die Hände gespuckt, wir steigern das Brutto-sozialprodukt...»\* Au début des années 1980, l'hymne satirique «Bruttosozialprodukt» du groupe Geier Sturzflug prenait d'assaut l'Allemagne, l'Autriche et la Suisse, et se hissait au sommet des hit-parades avec sa critique ludique de l'éthique allemande du travail. La légèreté de cette chanson évoquant le caractère industriel des Allemands semblait parfaitement en phase avec le gouvernement de coalition jaune et noir de l'époque, dont la politique était favorable aux entreprises. Quatre décennies plus tard, le climat économique est loin d'être aussi réjouissant.



—  
**Michaela Huber**  
Senior Cross-Asset Strategist,  
Vontobel



—  
**Stefan Eppenberger**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

L'économie allemande n'a enregistré qu'une croissance de 0,1 % au troisième trimestre 2024<sup>3</sup>. Alors qu'elles constituaient auparavant le moteur de l'économie allemande, les exportations ont, en glissement mensuel, chuté de 2,8 % en octobre. Dans le même temps, et cinq ans après la pandémie de Covid-19, la production industrielle est toujours inférieure de plus de 10 % au niveau qui était le sien avant la pandémie. Les prévisionnistes économiques estiment que cela ne devrait pas changer de sitôt. L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) estime que l'Allemagne devrait, en 2025, « pointer en queue de peloton des pays de l'OCDE<sup>4</sup> », avec une croissance de 0,7 %. La Fédération des industries allemandes (Bundesverband der Deutschen Industrie, BDI) brosse un tableau encore plus sombre et anticipe une baisse de 3 % de la production pour 2024 tout en estimant qu'« aucune amélioration n'est en vue » pour 2025, ce que Siegfried Russwurm, président de du BDI résume dans les termes suivants: « le modèle économique de l'Allemagne est gravement menacé, non pas dans un avenir proche, mais dès aujourd'hui. Près d'un cinquième de la création de valeur industrielle est menacé<sup>5</sup> ».

Comment en est-on arrivé à cette spectaculaire déchéance ? On a beaucoup parlé de la pandémie de Covid-19, de la guerre entre la Russie et l'Ukraine et de la crise de l'énergie pour expliquer les difficultés économiques de l'Allemagne. Un examen plus approfondi du graphique 1 révèle toutefois que les fissures apparues dans les fondations industrielles de l'Allemagne sont bien antérieures à ces crises récentes. La production industrielle allemande avait ainsi atteint son apogée bien des années avant l'apparition de la Covid-19 ou l'éclatement de la guerre en Ukraine. Cela suggère que des défis structurels plus profonds pourraient devoir être relevés.

L'un de ces défis réside dans la forte dépendance de l'Allemagne à l'égard des exportations. Les exportations de biens et de services représentent en effet plus de 40 % du produit intérieur brut (PIB) du pays, ce qui contraste fortement avec les États-Unis (11 %) ou la zone euro (19 %) (toutes les données datent de 2024). Si le modèle de croissance de l'Allemagne, qui est fondé sur les exportations, a longtemps constitué la pierre angulaire de sa réussite économique, il rend également son économie vulnérable aux chocs extérieurs et aux fluctuations du commerce mondial. Cette vulnérabilité est particulièrement prononcée dans les relations qu'entretient l'Allemagne avec la Chine, deuxième économie mondiale. La Chine a ainsi, pendant des décennies, été un importateur majeur de produits allemands, qui comptaient pour moins de 2 % des exportations totales de ce pays en 2000 contre près de 10 % en 2020. En 2024, ce chiffre n'était toutefois plus que de 5 %, et la Chine est passée du statut de client fidèle à celui de concurrent redoutable, notamment dans certains secteurs clés (graph. 2).

#### Une crise qui couve depuis des années

Et puis il y a le problème d'une stratégie énergétique qui a mal tourné. À l'instar de nombreux autres pays euro-

\* «Allez, allez, allez, il est temps de se retrousser les manches et d'augmenter le produit national brut...», ainsi commence ce tube pop satirique des années 1980.

## 8 Points saillants du marché

péens, l'Allemagne est un importateur net d'énergie, ce qui signifie qu'elle n'est pas en mesure de satisfaire tous ses besoins énergétiques sur son territoire et qu'elle dépend donc de fournisseurs étrangers. Au début de l'année 2022, l'Allemagne s'approvisionnait en gaz naturel auprès de la Russie<sup>6</sup> à hauteur de 55 %. L'invasion de l'Ukraine par la Russie a toutefois déclenché une réaction en chaîne: perturbations de l'approvisionnement, hausse massive des prix de l'énergie et recherche effrénée de fournisseurs alternatifs.

La crise énergétique de 2022 a ravivé les débats sur la sécurité énergétique et accéléré le mouvement en faveur des énergies renouvelables. Il convient, à la décharge de l'Allemagne, de souligner à quel point des progrès significatifs ont été accomplis sur ce plan. Selon les estimations du Fraunhofer-Institut für Solare Energiesysteme, la part des énergies renouvelables dans le mix électrique allemand, c'est-à-dire l'électricité provenant de la prise de courant, s'élevait à près de 57% en 2023<sup>7</sup>. Cela ne se traduit toutefois pas automatiquement par des prix bas et stables. De fait, lorsqu'il n'y a ni vent ni soleil, la production d'électricité des centrales éoliennes et solaires diminue, ce qui a pour effet de faire augmenter les prix sur les bourses de l'électricité. C'est ce qui s'est produit en décembre 2024, lorsque les prix de l'électricité à l'horizon d'un jour ont atteint plus de 900 euros par mégawattheure, avant de retomber à 100 euros peu de temps après.

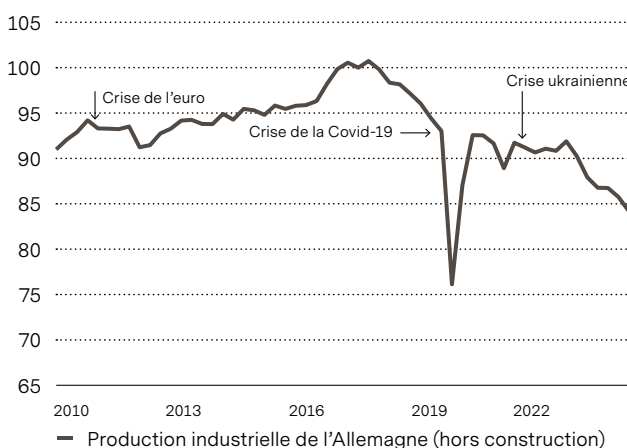
En théorie, l'énergie nucléaire pourrait servir de tampon contre de telles fluctuations. Mais l'Allemagne a fermé ses trois dernières centrales nucléaires au début de l'année 2023, une décision qui a suscité des protestations, tant au niveau national qu'international. La Suède s'est montrée particulièrement critique à l'égard de la sortie du nucléaire de Berlin, et a taxé cette décision d'«hypocrisie»<sup>8</sup>. En décembre 2024, la ministre suédoise de l'Énergie, Ebba Busch, a ainsi critiqué l'Allemagne pour avoir bloqué le financement que l'UE devait consacrer à de nouveaux projets de production d'électricité de base sans combustibles fossiles. «Que les Allemands ne veuillent pas de l'énergie nucléaire pour eux-mêmes, c'est une chose, mais c'en est une autre que d'empêcher d'autres pays d'accéder à ces fonds», a-t-elle ainsi déclaré à cet égard. En définitive, si les ruptures d'approvisionnement de la Russie ont, certes, pu constituer un point de bascule, la crise énergétique de l'Allemagne a commencé avant que la Russie n'envahisse l'Ukraine (graph. 3).

### Une compétitivité en baisse

La question de la compétitivité de l'Allemagne constitue un autre défi de taille. La compétitivité (ou l'absence de celle-ci) recouvre plusieurs dimensions. Les règles relativement strictes dont s'est dotée l'Allemagne en matière de marché du travail en sont un exemple. Contrairement aux États-Unis, la législation allemande exige des motifs valables de licenciement, des avertissements formels et le strict respect de certains délais de préavis. Combinées à une main-d'œuvre fortement syndiquée, ces règles font

**Graph. 1 : La production industrielle allemande connaissait un pic avant la pandémie et la guerre en Ukraine**

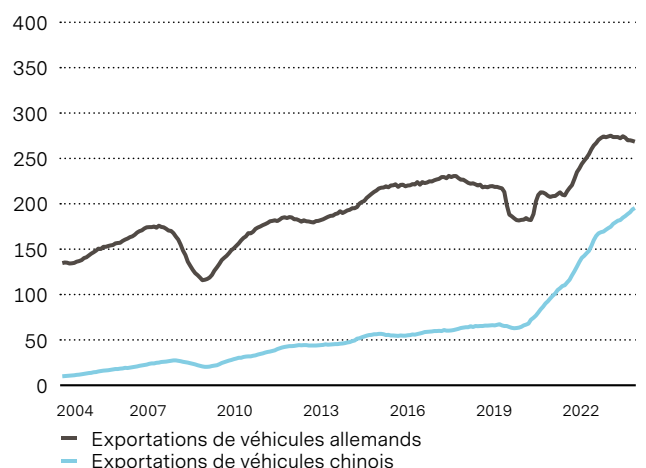
Indice rebasé à 100 = 2018



Source : LSEG, Vontobel ; décembre 2024.

**Graph. 2 : La Chine est passée du statut d'importateur à celui de concurrent**

En milliards d'euros (montant sur 12 mois)

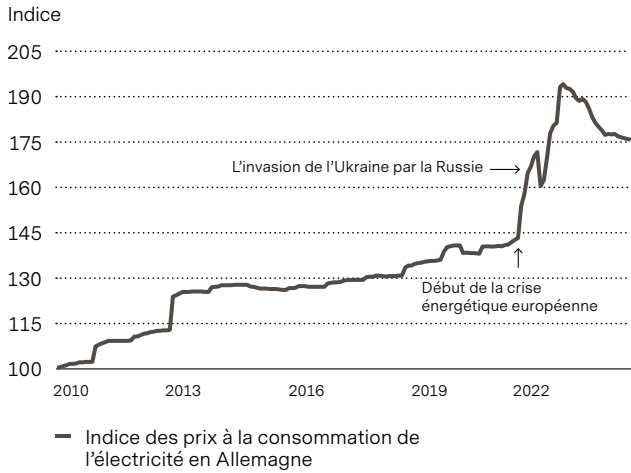


Source : LSEG, Vontobel ; décembre 2024.



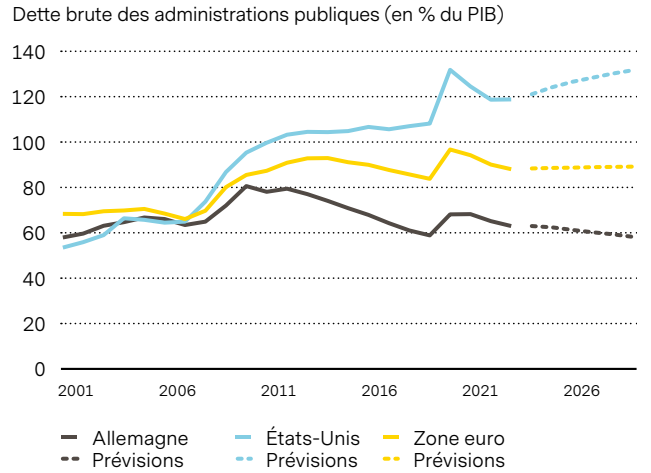


**Graph. 3 : La crise énergétique a commencé avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie**



Source : LSEG, Vontobel ; décembre 2024.

**Graph. 4 : Le niveau d'endettement de l'Allemagne laisse une marge de manœuvre**



Note : Prévisions du Fonds monétaire international

Source : LSEG, Vontobel ; décembre 2024.

# 10 Points saillants du marché

qu'il est relativement difficile pour les entreprises de licencier des employés.

La compétitivité est également intrinsèquement liée à la démographie. Le taux de fécondité de l'Allemagne (le nombre de naissances par femme) n'était que de 1,5 en 2022, ce qui situe le pays dans la partie basse de son groupe de pairs, indiquent les données de la Banque mondiale (États-Unis: 1,7; France: 1,8<sup>9</sup>). Le CIA World Factbook (2023) range en outre l'Allemagne parmi les 10 pays où l'âge médian est le plus élevé, soit 46,7 ans. Ce vieillissement de la population a de profondes répercussions économiques. Avec la diminution de la main-d'œuvre, les risques de pénurie de main-d'œuvre se font de plus en plus probables dans certains secteurs. Selon certaines estimations officielles, l'Allemagne pourrait ainsi être confrontée à une pénurie de sept millions de travailleurs qualifiés d'ici à 2035<sup>10</sup>. Le resserrement du marché du travail pourrait entraîner une hausse des salaires, ce qui aurait pour effet d'exacerber les pressions s'exerçant sur les coûts pour les entreprises. Dans le même temps, le vieillissement de la population nécessite une augmentation des dépenses publiques dans le domaine des retraites et des soins de santé. L'augmentation de ces coûts pourrait peser sur les finances publiques et donner lieu à des hausses d'impôts. L'augmentation de l'immigration pourrait permettre de relever certains de ces défis démographiques (mais cela reste une question politiquement sensible).

À cela s'ajoute la lourdeur de l'impôt sur les sociétés que prélève l'administration fiscale allemande. La base de

données fiscales de l'OCDE indique ainsi que, en Allemagne, le taux légal de l'impôt sur le revenu des sociétés s'élevait à environ 30% en 2024. Cela place le pays en tête de son groupe de pairs (France, Pays-Bas et les États-Unis: environ 25%; Suède, Finlande et Suisse: environ 20%).

Un autre défi structurel réside dans le retard d'investissement de l'Allemagne. Exprimée en pourcentage du PIB, la formation nette de capital fixe du pays est à la traîne par rapport à des pays comme les États-Unis et la zone euro. La réticence de l'Allemagne à dépenser devient également évidente lorsqu'on examine le vieillissement de son parc de biens d'équipement (âge moyen en Allemagne: 7,3 ans; zone euro: 6,7 ans; États-Unis: 6,1 ans). À un moment donné, le vieillissement du parc de biens d'équipement nécessite de nouveaux investissements, au risque, sinon, que la qualité en pâtisse.

### De la marge pour l'optimisme

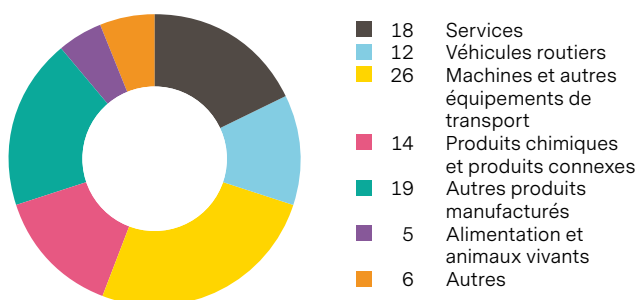
Malgré tous ces défis, le tableau n'est toutefois pas complètement sombre. Grâce à des années de discipline budgétaire, la dette brute des administrations publiques allemandes, qui est exprimée en pourcentage du PIB, est nettement inférieure à celle de ses pairs. Le pays dispose ainsi d'une véritable «marge de manœuvre» financière (graph. 4). Il se pourrait aussi bien qu'un jour l'Allemagne surmonte son aversion pour la dette et se mette à investir davantage. Même l'ancienne chancelière Angela Merkel, que d'aucuns surnommaient autrefois le fléau budgétaire de l'Europe, s'est récemment prononcée en faveur d'un assouplissement du «frein à l'endettement» du pays afin de stimuler les investissements<sup>11</sup>.

N'oublions pas non plus que l'économie allemande peut produire plus que des voitures (graph. 5). S'il est vrai que le secteur automobile représente une part importante des exportations allemandes, en 2023, les machines et autres équipements de transport représentaient 26% des exportations du pays, et les véhicules routiers 12%. Le pays joue également un rôle important dans le secteur chimique (14%) et le secteur des services (18%).

La baisse des prix du gaz pourrait également apporter un certain soulagement. Or toute une vague de nouveaux projets de gaz naturel liquéfié (GNL) devrait voir le jour dans les années à venir. Selon le World Energy Outlook 2024 de l'Agence internationale de l'énergie, l'offre mondiale devrait dépasser la demande, et créer ainsi un excédent qui pourrait durer jusque dans les années 2030<sup>12</sup>. Cela pourrait bénéficier à de nombreux secteurs allemands à forte consommation d'énergie.

### Graph. 5 : L'Allemagne peut produire plus que des voitures

Exportations allemandes de biens et services (2023), en % du total



Source : LSEG, Vontobel ; en 2023.

Et puis l'Allemagne dispose également d'un véritable pouvoir en matière d'innovation. Le montant des dépenses en recherche et développement (R&D) de l'Allemagne s'établit en effet à plus de 3% du PIB, un taux avoisinant presque celui des États-Unis (3,5%). Ce taux est, en outre, nettement supérieur au taux moyen de 2,3% de la zone euro (Banque mondiale, 2021). Cela pourrait se traduire par de nouveaux produits innovants «Made in Germany» (note: le secteur automobile allemand, en particulier, investit massivement dans la R&D).

Enfin, la possibilité d'un changement de politique n'est pas non plus à exclure. À fin de l'année 2024, l'effondrement de la coalition gouvernementale a en effet provoqué l'organisation d'élections anticipées dont la tenue est prévue pour février 2025. À l'heure où nous rédigeons ces lignes, l'alliance CDU/CSU des deux partis de centre-droit est en tête des sondages et pourrait donc être amenée à former le prochain gouvernement. Cette alliance a défini un ambitieux programme politique visant à relever les principaux défis économiques et énergétiques auxquels est confronté le pays. Les réformes fiscales proposées comprennent une réduction progressive du taux de l'impôt sur le revenu, une diminution graduelle du taux de l'impôt sur les sociétés jusqu'à un maximum de 25% et l'aboli-

tion de la surtaxe de solidarité. L'alliance CDU/CSU propose également un compte-titres subventionné par l'État pour chaque enfant. En termes de politique énergétique, l'alliance prévoit de réduire les taxes sur l'électricité et les frais de réseau, d'étendre les réseaux énergétiques et la capacité de stockage, et d'accélérer le développement des sources d'énergie renouvelables. Elle entend également abolir la loi sur le chauffage de la coalition qui visait à réduire les émissions. La CDU/CSU plaide également pour le maintien de l'option nucléaire. Cette option comprend notamment l'examen de la possibilité de remettre en service des centrales nucléaires précédemment fermées.

#### Liste de contrôle – que faudrait-il pour «Make Germany Great Again» ?

Pour déterminer si l'Allemagne retrouvera un jour sa force d'antan, nous avons élaboré une liste de contrôle qui met en évidence les points de friction de l'Allemagne et qui identifie ce qu'il faudrait, selon nous, entreprendre pour les éliminer. Pour l'heure, seuls quelques critères (à savoir: reprise de la croissance des exportations mondiales, absence d'escalade de la guerre commerciale avec les États-Unis, baisse des taux hypothécaires) sont remplis. Mais avec les bons outils et une politique réfléchie, l'Allemagne devrait avoir la possibilité de redresser la barre et de redevenir un jour «une grande nation».

#### Make Germany Great Again: liste de contrôle

POINTS DE FRICTION	CE QUI DOIT CHANGER	LISTE DE CONTRÔLE
Stratégie énergétique	Chute des prix mondiaux de l'énergie	x
	Réduction de la taxe sur l'électricité et des frais de réseau	x
	Accord sur le gaz avec Donald Trump	x
Modèle d'exportation	Reprise de la croissance mondiale (des exportations)	✓
	Pas d'escalade de la guerre commerciale avec les États-Unis	✓
Compétitivité	Initiative de déréglementation	x
	Baisse de l'impôt sur les sociétés	x
	Réformes du marché du travail favorable aux entreprises	x
Retard d'investissement	Une réforme intelligente du «frein à l'endettement»	x
	Un projet de loi substantiel sur les infrastructures	x
	Baisse des taux (hypothécaires)	✓

## Appuyer sur pause



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

À la suite de la réunion du Federal Open Market Committee (FOMC) en septembre dernier, la plupart des investisseurs avaient, dans une large mesure, supposé que le taux de référence des fonds fédéraux se dirigeait vers 3%. Toutefois, après la victoire des Républicains aux élections américaines, les anticipations du marché se sont nettement orientées à la hausse, beaucoup prédisant des taux avoisinant plutôt les 4%. Aujourd'hui, les investisseurs se préparent à la possibilité que les taux d'intérêt restent à leurs niveaux actuels, sans qu'aucune autre baisse ne se profile à l'horizon.

Bien que la réduction d'un quart de point du taux d'intérêt en décembre réponde aux anticipations du marché, la Fed a prévu d'adopter une position restrictive en 2025. Les réductions de taux moins importantes que prévu associées à des révisions à la hausse des prévisions d'inflation n'ont pas dressé un tableau très flatteur. Jerome Powell a reconnu que certains membres du FOMC avaient pris en compte les politiques de la future administration Trump dans leurs projections.

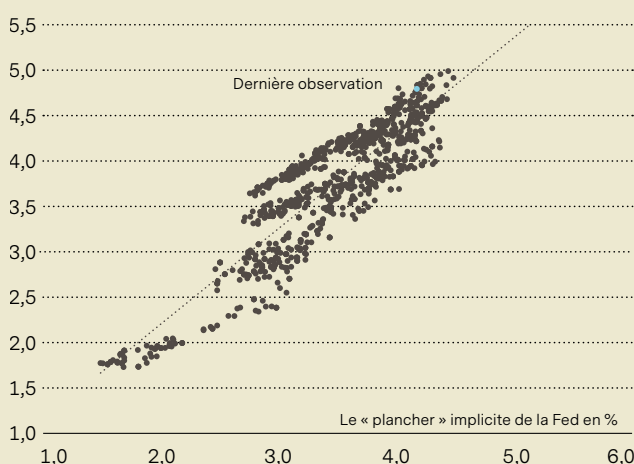
Bien que les responsables de la Fed puissent anticiper des effets potentiels de la politique budgétaire, leur mandat exige une politique monétaire fondée sur des

faits. De nouvelles baisses de taux dépendront en grande partie de l'évolution du marché du travail, notamment de l'éventuelle baisse progressive de l'inflation pour se rapprocher son objectif de 2%. À moins d'un changement radical de la politique de réduction des taux d'intérêt repartant à la hausse, il est peu probable que le rendement du Trésor à 10 ans franchisse le seuil décisif des 5%. Les rendements des bons du Trésor suivent de près les anticipations implicites du marché en matière de taux directeurs (graph. 1). En outre, les marchés sont susceptibles de prendre en compte les nouvelles hausses pour pousser les rendements à des niveaux nettement plus élevés. Pourtant, la Fed considère que sa position actuelle est déjà restrictive, alors que la hausse des rendements sape l'élan de l'immobilier et freine les actions. C'est pourquoi nous pensons qu'une pause prolongée est bien plus probable qu'un nouveau cycle de durcissement.

Un nouvel assouplissement de la Fed pourrait apporter un certain soutien aux obligations d'entreprises Investment Grade (IG). Pour l'instant, la plupart des nouvelles positives semblent avoir été intégrées dans les valorisations, laissant les perspectives de rendements excédentaires fortement déséquilibrées. Alors que les rendements actuels offrent une proposition de rendement total honorable, il y a peu de chances que les spreads se réduisent davantage. Au cours des 15 dernières années, il n'y a eu qu'une poignée de jours de cotation où les spreads de l'Investment Grade (IG) étaient plus resserrés qu'aujourd'hui (graph. 2). Cela suggère un potentiel limité pour un nouveau resserrement et pourrait indiquer une vulnérabilité accrue aux évolutions négatives du marché ou aux chocs économiques, car les spreads ont peu de marge pour absorber un risque supplémentaire.

**Graph. 1 : A la poursuite du plafond: jusqu'où les rendements obligataires peuvent-ils grimper ?**

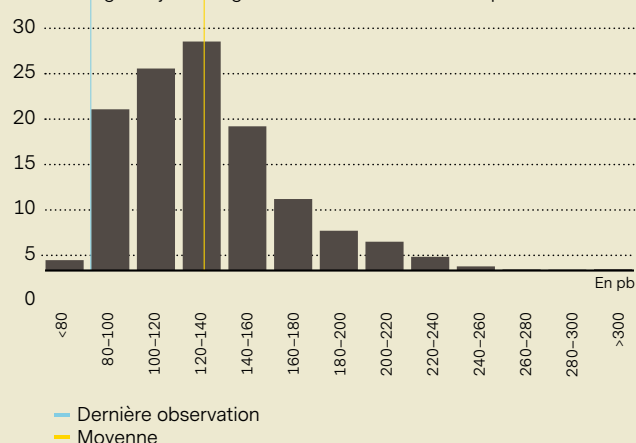
Rendement des obligations américaines à 10 ans (en %)



Source: LSEG, Vontobel ; au 14 janvier 2025.

**Graph. 2 : Forte pression sur les obligations de qualité investment grade : marge limitée pour des rendements excédentaires**

Pourcentage de jours négociés dans la fourchette de prix



Source: LSEG, Vontobel ; au 14 janvier 2025.

# Qu'est-ce qui nous attend après les dernières secousses du marché ?



— **Mario Montagnani**  
Senior Investment Strategist,  
Vontobel

**Le mois de décembre 2024 a été marqué par une interaction complexe entre les politiques monétaires, les tensions géopolitiques, les crises politiques et les efforts de relance économique, ce qui a conduit à des résultats mitigés sur les marchés boursiers mondiaux et a donné le ton pour un mois de janvier très riche en événements.**

Alors que nous nous préparions tous à fêter la nouvelle année au champagne, la baisse « aggressive » des taux décidée par la Banque centrale des États-Unis (Fed) lors de sa réunion de décembre a quelque peu atténué l'ambiance festive. La Fed a indiqué que les taux resteraient probablement restrictifs plus longtemps que les marchés ne l'avaient anticipé, reflétant la préoccupation continue concernant l'inflation et faisant augmenter les rendements des obligations du Trésor.

En conséquence, l'optimisme des investisseurs s'est amoindri après une année 2024 qui a battu tous les records, avec des surévaluations et la publication imminente des résultats de fin d'année, sources d'une plus grande incertitude. Cela a accru la volatilité des marchés d'actions au début du mois de janvier et a déclenché une rotation, passant du marché américain à des styles et

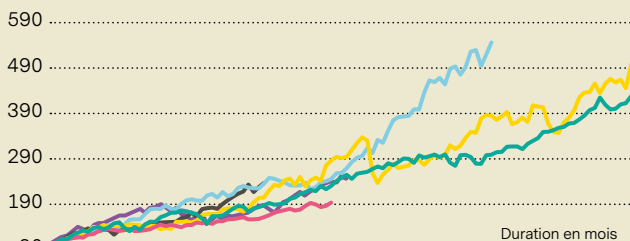
secteurs d'investissement plus défensifs avec des valorisations plus basses, comme la zone euro ou la Suisse. Le marché boursier américain a rebondi en fin de mois, porté par l'optimisme autour de l'investiture de Trump et des annonces d'investissements majeurs dans l'IA. Cependant, l'élan a été freiné par la révélation qu'une start-up chinoise développait un modèle d'IA compétitif et à bas coût, provoquant une frénésie temporaire sur les marchés. Alors, quel est notre point de vue ?

Malgré le recul observé depuis la mi-décembre, nous conservons une opinion positive sur les actions. Nous maintenons une position surpondérée que nous avons adoptée presque sans interruption depuis fin septembre 2022, sous l'impulsion d'un marché haussier séculaire qui, selon nous, pourrait perdurer jusqu'à 2025 (graph. 1). Nous sommes particulièrement optimistes à l'égard des actions américaines, qui devraient bénéficier de plusieurs facteurs, notamment la poursuite des politiques « America First » de Trump et leur forte exposition sectorielle aux nouvelles technologies de rupture.

Malgré le revers de fin janvier et la probabilité d'une volatilité à court terme persistante—particulièrement pour les fournisseurs de semi-conducteurs et de centres de données AI—nous restons confiants que les 12 prochains mois seront portés par une forte croissance des bénéfices et des surprises positives. De plus, nous ne pensons pas être face à un scénario similaire à la bulle Internet de 2000, lorsque les entreprises technologiques étaient caractérisées par une faible rentabilité, un niveau d'endettement élevé, des modèles commerciaux fragiles et des évaluations gonflées. En comparaison, les fondamentaux d'aujourd'hui sont beaucoup plus durables (graph. 2).

**Graph. 1 : Les marchés haussiers au cours des 80 dernières années (l'indice S&P 500)**

Rendement total en USD, en %, indexé sur le début du marché haussier = 100



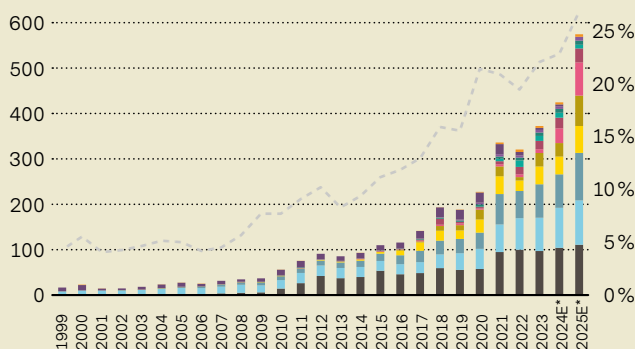
- Reprise après la Seconde Guerre mondiale (novembre 1942)
- L'expansion de l'après-guerre (juin 1949)
- Le grand marché haussier (août 1982)
- Reprise après la bulle Internet (mars 2003)
- Reprise après la crise financière (mars 2009)
- Reprise après la pandémie (mars 2020)

Source : Bloomberg, Vontobel ; au 17 janvier 2025.

**Graph. 2 : Bénéfice net d'une sélection de grandes valeurs américaines liées à la technologie et à l'intelligence artificielle**

En milliards d'USD

Action dans l'indice S&P 500



- Apple
- Microsoft
- Alphabet
- Amazon
- Meta
- Nvidia
- Broadcom
- Intel
- Tesla
- Adobe
- Netflix
- AMD
- Part cumulative dans le bénéfice net du S&P 500 (en %, côté droit)

\* E = Estimation  
Source : Bloomberg, Vontobel ; au 17 janvier 2025.

# Fluctuations des prix du pétrole brut



—  
**Michaela Huber**  
Senior Cross-Asset Strategist,  
Vontobel

**Le mois de janvier a rappelé avec force combien la roue pouvait tourner rapidement dans le monde des matières premières. Depuis des mois, les prix du pétrole brut peinaient à se maintenir au-dessus de USD 70 le baril. Mais, à la mi-janvier, ils ont dépassé les USD 80 le baril.**

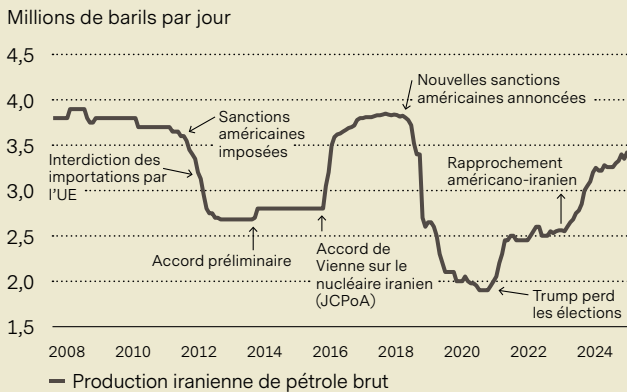
La géopolitique a joué un rôle crucial dans ce rebond. Au cours des deux dernières semaines de son mandat, l'administration Biden a imposé des sanctions sévères et inattendues contre la Russie. Elles visaient deux grandes compagnies pétrolières, plus de 180 navires, des compagnies d'assurance et des traders achetant du pétrole à un prix supérieur au plafond fixé par le G7<sup>13</sup>, à savoir USD 60 le baril.

L'imminente investiture de Donald Trump et les craintes liées à une politique plus agressive envers l'Iran ont également contribué à la hausse des prix. Lors du premier mandat de Trump, la production du pétrole brut iranien était tombée de 3,8 millions de barils par jour (mbj) à 2 mbj (graph. 1), entraînant une hausse marquée des prix du pétrole. Si Trump tient sa promesse de «pression maximale», les prix pourraient encore grimper, une tendance souvent observée lorsque des superpuissances énergétiques sont impliquées.

La proposition de Trump d'imposer un tarif de 25% sur toutes les importations canadiennes, y compris le pétrole, a également joué un rôle. Ajoutez à cela un hiver plus froid que prévu aux États-Unis, qui a augmenté la demande de fioul domestique, et les inquiétudes concernant l'approvisionnement se sont intensifiées. Les rapports signalant que les stocks au hub de livraison de Cushing, dans l'Oklahoma, ont atteint leur niveau le plus bas en une décennie (graph. 2) ont amplifié ces craintes. Bien que les risques à court terme soient orientés à la hausse, il reste une lueur d'espoir que la probabilité d'un choc pétrolier de grande ampleur demeure limitée. La situation actuelle diffère en effet sensiblement de celle de 2018-2019. Aujourd'hui, plus de 90% des exportations de brut iranien sont destinées à la Chine, un pays qui ne reconnaît pas les sanctions américaines. Le ministre iranien du Pétrole a déjà annoncé que «des mesures nécessaires avaient été prises<sup>14</sup>».

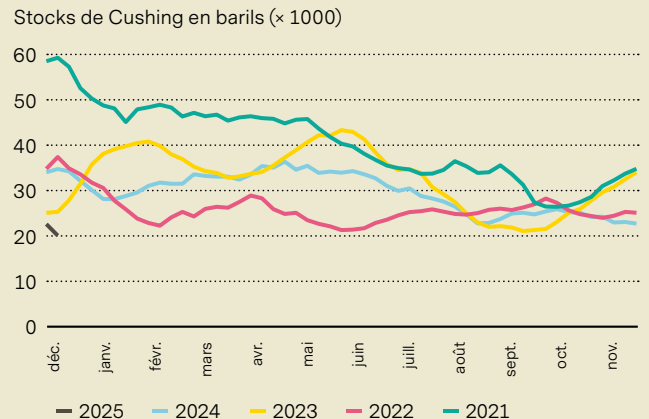
Le rôle du Canada est également primordial. Ce pays est important pour les raffineurs américains, en, car ils sont spécialisés dans le traitement du brut «lourd» canadien et non du brut «léger» américain<sup>15</sup>. Il faut également considérer la faiblesse persistante de la demande. Les principaux prévisionnistes, comme l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), ont réduit à plusieurs reprises leurs prévisions concernant la demande, invoquant souvent la faiblesse de l'économie chinoise, premier importateur mondial de pétrole. L'argument le plus sérieux contre un choc pétrolier est peut-être Donald Trump lui-même, car il s'est ouvertement opposé à des prix élevés du pétrole.

**Graph. 1 : L'approvisionnement en pétrole iranien est-il menacé ?**



Source : LSEG, Vontobel, au 16 janvier 2025.

**Graph. 2 : Niveaux bas des stocks de pétrole américains en début d'année**



Source : LSEG, Vontobel ; au 16 janvier 2025.

# Le dollar règne en maître



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

**Le dollar américain a grimpé de 7,2% l'année dernière avec des hausses essentiellement concentrées sur le dernier trimestre, dans l'espoir d'une relance économique de type « Trump 2.0 », ce qui a eu pour conséquence d'affaiblir les monnaies du reste du monde. Bien que le rebond du billet vert puisse se prolonger, les incertitudes liées au calendrier de la politique américaine et à la dynamique économique pourraient freiner son ascension.**

Trois mots: le roi dollar (graph. 1). Sur le marché des changes, le dollar a réaffirmé sa domination, effaçant la chute de 2,3% de l'année précédente et affichant sa troisième hausse annuelle au-dessus des 5% en quatre ans. La plupart des hausses ont été enregistrées fin 2024, les marchés s'adaptant aux changements de politique potentiels de Trump. Le rebond a frappé de plein fouet les monnaies des marchés développés et émergents, le dollar brésilien plongeant de 21,4% dans un contexte d'instabilité économique nationale et d'aversion pour le risque à l'échelle mondiale.

La trajectoire du dollar dépend des données économiques américaines et du renforcement par Trump d'une écono-

mie déjà robuste. Bien que les gains puissent se poursuivre, l'économie américaine en fin de cycle risque de s'inverser si la croissance s'essouffle.

## L'euro dans les cordes

L'année dernière, l'euro a chuté de 6,2% par rapport au dollar avec une accélération des pertes au dernier trimestre. Le scénario d'un dollar fort a attiré les investisseurs, tandis que l'euro s'est affaibli sous l'effet de l'incertitude politique et d'une croissance atone dans la zone euro. Bien que le dollar reste dominant, son rebond semble de plus en plus excessif, ce qui suscite des spéculations sur un rebond de l'euro. Une résolution du conflit en Ukraine ou des politiques fiscales plus souples en Allemagne pourraient donner un coup de fouet à l'économie, qui en a bien besoin. Le facteur prépondérant reste néanmoins les États-Unis : tout signe d'un ralentissement conjoncturel pourrait affaiblir la main mise du dollar et offrir à l'euro sa plus grande chance de se redresser.

Le franc suisse reste soutenu par les solides performances économiques du pays, qui dépassent celles des pays de la zone euro. Même si des baisses de taux de la Banque nationale suisse (BNS) se profilent à l'horizon, les partisans du franc ne semblent pas découragés. Toutefois, si l'appétit mondial pour le risque s'améliore en raison de l'apaisement des tensions géopolitiques ou de la reprise économique, le franc aurait probablement tendance à s'affaiblir. Les dernières données sur l'inflation en Suisse ont renforcé les anticipations pour une réduction de taux de 25 points de base (pb) par la BNS en mars. La question clé est de savoir si la BNS réitérera sa réduction audacieuse de 50 pb de décembre dernier. Le sentiment du marché suggère que la BNS pourrait finalement abaisser son taux directeur à un plancher de 0% (graph. 2).

**Graph. 1 : Le roi dollar règne en maître en réalisant un bond de 7,2% l'année dernière**

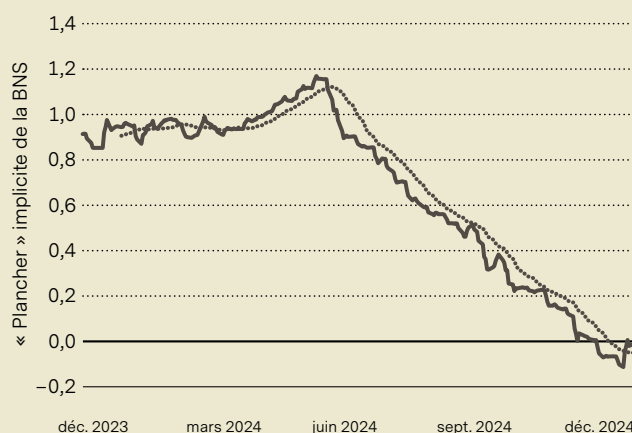
Taux de change de l'USD



Source : LSEG, Vontobel ; au 14 janvier 2025.

**Graph. 2 : L'approche du taux zéro par la BNS est entièrement prise en compte par les marchés**

En %



Source : LSEG, Vontobel ; au 14 janvier 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.

<b>PIB (EN%)</b>	<b>2024<sup>1</sup></b>	<b>ACTUEL<sup>2</sup></b>	<b>CONSENSUS 2025</b>	<b>CONSENSUS 2026</b>	
Mondial (G20)	2,6	2,8	2,6	2,6	
Zone euro	0,8	0,9	1,0	1,2	
États-Unis	2,7	2,7	2,1	2,0	
Japon	-0,2	0,5	1,2	0,9	
R.-U.	0,9	0,9	1,4	1,5	
Suisse	1,3	1,7	1,3	1,5	
Australie	1,0	0,8	1,9	2,4	
Chine	4,8	5,4	4,5	4,2	

<b>INFLATION</b>	<b>2024<sup>3</sup></b>	<b>ACTUEL<sup>4</sup></b>	<b>CONSENSUS 2025</b>	<b>CONSENSUS 2026</b>	
Mondial (G20)	4,9	4,5	3,1	2,7	
Zone euro	2,4	2,4	2,0	2,0	
États-Unis	3,0	2,9	2,5	2,5	
Japon	2,6	2,9	2,2	1,8	
R.-U.	2,5	2,5	2,5	2,2	
Suisse	1,1	0,6	0,7	0,8	
Australie	3,2	2,8	2,8	2,7	
Chine	0,2	0,1	0,9	1,2	

<b>TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)</b>	<b>2024</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>	<b>PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS<sup>5</sup></b>
EUR (taux de dépôt)	3,00	3,00	2,09	1,86	→
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	4,50	4,50	4,05	3,70	↓
JPY	0,25	0,25	0,60	0,79	
GBP	4,75	4,75	4,15	3,50	
CHF	0,50	0,50	0,15	0,15	→
AUD	4,35	4,35	3,95	3,50	

<b>RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)</b>	<b>2024</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>	<b>PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS<sup>5</sup></b>
EUR (Allemagne)	2,37	2,52	2,2	2,23	↓
USD	4,57	4,60	4,2	4,04	↓
JPY	1,10	1,20	1,23	1,46	
GBP	4,57	4,64	4,16	3,9	
CHF	0,33	0,41	0,34	0,60	↓
AUD	4,36	4,50	4,11	4,13	

<b>TAUX DE CHANGE</b>	<b>2024</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>	<b>PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS<sup>5</sup></b>
CHF / EUR	0,94	0,94	0,94	0,94	↑
CHF / USD	0,91	0,91	0,91	0,90	↑
CHF / 100 JPY	0,58	0,59	0,59	0,61	
CHF / GBP	1,14	1,11	1,13	1,14	
USD / EUR	1,04	1,03	1,03	1,05	↑
JPY / USD	157,00	156,00	153,00	148,00	
USD / AUD	0,62	0,62	0,63	0,65	
GBP / EUR	0,83	0,84	0,83	0,83	
CNY / USD	7,30	7,33	7,38	7,40	

<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>	<b>2024</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>	<b>PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS<sup>5</sup></b>
Pétrole brut Brent, USD par baril	75	81	74	73	↓
Or, USD par once troy	2625	2714	2750	2600	→
Cuivre, USD par tonne métrique	8768	9231	9500	9500	↓

<sup>1</sup> Sous réserve de révisions (par exemple, révisions potentielles des données du T4)

<sup>2</sup> Dernier trimestre disponible

<sup>3</sup> Sous réserve de révisions

<sup>4</sup> Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

<sup>5</sup> ↑ 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.

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.

# 18 Informations légales

## **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 3<sup>rd</sup> 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

- <sup>1</sup> Le « dot plot » est un graphique présentant les projections de la Fed en matière de taux d'intérêt.
- <sup>2</sup> Les avis varient quant à la signification du terme « neutre » pour la Fed, mais nous pensons qu'il correspond vraisemblablement à environ 3%.
- <sup>3</sup> Prix en données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier.
- <sup>4</sup> Source : article de Reuters, publié le 4 décembre 2024. <https://www.reuters.com/markets/europe/oecd-cuts-2025-forecast-german-economy-2024-12-04/#:~:text=The%20world%27s%20third%2Dlargest%20economy,from%20the%20OECD%2C%20told%20Reuters>.
- <sup>5</sup> Source : article de la NZZ, publié le 10 septembre 2024. <https://www.nzz.ch/wirtschaft/die-deutsche-industrie-laeutet-die-alarmglocke-und-ruft-nach-dem-staat-ld.1847619>
- <sup>6</sup> Source : article du Forum économique mondial, publié le 24 août 2024. <https://www.weforum.org/stories/2022/08/energy-crisis-germany-europe/>
- <sup>7</sup> Source : communiqué de presse du Fraunhofer-Institut für Solare Energiesysteme ISE, publié le 15 janvier 2024. <https://www.ise.fraunhofer.de/en/press-media/press-releases/2024/public-electricity-generation-2023-renewable-energies-cover-the-majority-of-german-electricity-consumption-for-the-first-time.html#:~:text=In%20total%2C%20renewables%20produced%20around,compared%20to%2050.2%25%20in%202022>.
- <sup>8</sup> Source : article d'Euractiv, publié le 16 décembre 2024. <https://www.euractiv.com/section/politics/news/sweden-ramps-up-criticism-of-berlin-in-energy-price-feud/>
- <sup>9</sup> Source : World Bank, au 9 janvier 2025. <https://genderdata.worldbank.org/en/indicator/sp-dyn-tftrt-in>
- <sup>10</sup> Source : article de Reuters, publié le 21 février 2024. <https://www.reuters.com/markets/europe/germanys-shortage-workers-is-biggest-risk-growth-minister-says-2024-02-21/>
- <sup>11</sup> Source : article du Financial Times, publié le 25 novembre 2024. <https://www.ft.com/content/2854eff3-97a3-4f9f-9e5f-1aaf216424d8>
- <sup>12</sup> Source : World Energy Outlook 2024, publié en octobre 2024. <https://iea.blob.core.windows.net/assets/a5ba91c9-a41c-420c-b42e-1d3e9b96a215/WorldEnergyOutlook2024.pdf>
- <sup>13</sup> Organisation intergouvernementale composée du Canada, de la France, de l'Allemagne, de l'Italie, du Japon, du Royaume-Uni et des États-Unis.
- <sup>14</sup> Source : article de Reuters publié le 13 novembre 2024. <https://www.reuters.com/world/middle-east/iran-ready-possible-oil-export-curbs-after-trump-election-2024-11-13/>
- <sup>15</sup> Le brut lourd et le brut léger diffèrent en termes de densité, de viscosité et de composition, ce qui a une incidence sur leur traitement et leur valorisation. Le brut léger est souvent plus cher que le brut lourd.

Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurich  
Suisse  
[vontobel.com](http://vontobel.com)

