

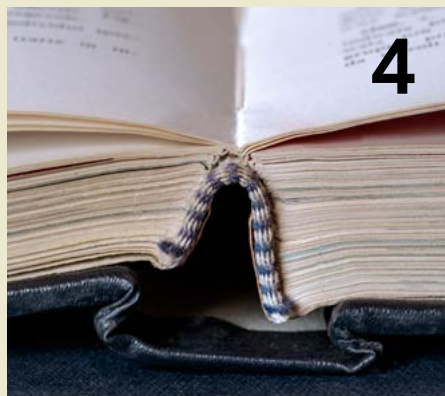
Vontobel

Investors' Outlook

Une page se tourne

Décembre 2025

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Un épisode de volatilité pour les marchés

6 Points saillants du marché

Multipolarité: le nouvel ordre mondial

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 Prévisions

19 Références

Glossaire et sources

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

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

Auteurs*

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

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition: le 29 janvier 2026)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

3 décembre 2025

Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 17

Une page se tourne



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

Chers lecteurs,

Nous voici parvenus au dernier chapitre de l'année, et les marchés semblent refermer l'année dans un climat de réflexion et de prudence, avant d'aborder 2026.

Le débat entourant les valorisations des titres de la tech s'est intensifié en novembre, les marchés montrant des signes d'anxiété devant les valorisations des titres associés aux infrastructures d'IA et la frénésie de dépenses dans le domaine. Les bénéfices de Nvidia pour le troisième trimestre et ses solides perspectives ont apaisé une partie de ces craintes.

Nous trouvons intéressant le fait que les acteurs du marché comparent ce qui se passe dans le domaine de l'IA à la bulle Internet. Cela prouve leur grande vigilance, à tel point que la crainte d'un cycle frénétique de dépenses d'investissement menant au surinvestissement et à la dépréciation des actifs préconditionne le comportement des investisseurs, avant même qu'une bulle ne puisse réellement se former. Quoi qu'il en soit, cette prise de recul par rapport à l'euphorie aveugle suscitée par l'IA nous paraît bienvenue. Elle a permis une certaine consolidation des multiples de la tech.

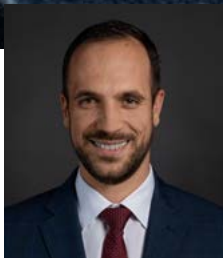
Autre constat encourageant : le marché s'est départi de son obsession de longue date pour les banques centrales, l'inflation et la politique monétaire. L'inflation, globalement, semble être maîtrisée – tout comme les craintes associées – et les banques centrales des pays développés réduisent leurs taux d'intérêt. La Réserve fédérale américaine (Fed) poursuit son assouplissement, est leur cap est clair.

Les investisseurs ont tout de même examiné de près les derniers comptes rendus de la Fed ainsi que les chiffres tardifs de l'emploi de septembre pour deviner la prochaine intervention. Les anticipations de baisse des taux ont fortement oscillé, tombant sous les 50% avant de remonter, alors que le marché réintérait à nouveau une baisse des taux dans les prix¹. Les comptes rendus de la réunion d'octobre montrent que les responsables ne sont pas tous d'accord pour laisser les taux inchangés en décembre. La création d'emplois aux USA a dépassé les attentes en septembre alors que le taux de chômage a grimpé. Peu importe, selon nous, que la Fed réduise ses taux en décembre ou début 2026. Nous pensons qu'il serait important pour les marchés d'obtenir des indications claires signalant un retour vers des taux neutres. Mais leur attention revient lentement sur les bénéfices des entreprises et ils se concentrent à nouveau sur les données transversales, révélatrices de la santé générale du marché. Nous pensons que cette tendance va se généraliser début 2026.

Dans ce numéro d'Investors' Outlook, la Boutique Multi Asset opère une plongée dans le monde multipolaire d'aujourd'hui afin de comprendre l'impact du contexte géopolitique actuel sur les investissements. Elle se penche aussi sur le marché du soja et sur les grandes questions posées par l'IA.

Cette publication fait une pause et revient avec son édition de février. D'ici là, nous tenons à vous remercier pour votre confiance et votre coopération. Nous restons à l'affût des surprises et à l'écoute du monde.

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



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

Un épisode de volatilité pour les marchés

La volatilité s'est invitée en novembre, l'amélioration des relations commerciales et la fin du plus long shutdown de l'histoire des USA ayant coïncidé avec le recul du sentiment envers l'IA et les cryptomonnaies.

Les tensions commerciales se sont apaisées lorsque les États-Unis et la Chine ont fait des concessions et que les USA ont réduit leurs droits de douane sur plus de 200 aliments et boissons. Ils ont aussi conclu un accord préliminaire pour réduire les taxes sur la Suisse. Ces évolutions laissent présager une réduction potentielle des perturbations du commerce mondial. Des sondages ont montré que les craintes pour le pouvoir d'achat ont pesé sur la popularité du président Trump et pénalisé les candidats républicains lors des récentes élections².

Le shutdown, qui a duré 43 jours, a pris fin avec le vote d'un accord budgétaire qui permettra au gouvernement de fonctionner jusqu'au 30 janvier. Pendant la paralysie, les agences de statistique ont cessé toute activité, ce qui a retardé plusieurs publications de septembre et bloqué le recueil des données en octobre. Ces agences ayant repris leurs activités, les marchés peuvent s'attendre à une avalanche de données dans les prochaines semaines, bien que les investisseurs puissent douter de leur fiabilité.

La fin du shutdown a été partiellement assombrie par le scepticisme croissant des investisseurs vis-à-vis des actions liées à l'IA. Ils craignent que la hausse des cours ne confine à la bulle. Les cryptomonnaies ont subi un des ventes massives totalisant 1 000 milliards USD.

Nous pensons toujours que la politique monétaire devrait rester accommodante l'année prochaine et que les responsables politiques adopteront une attitude pro-croissance et s'attacheront à réduire l'incertitude politique. Alors que les investisseurs débattent de la possibilité d'une baisse des taux par la Fed en décembre, nous nous concentrons davantage sur la question de savoir si les responsables monétaires indiquent une volonté de poursuivre les baisses à l'avenir. Nous prévoyons aussi qu'ils redoubleront d'efforts pour atténuer l'incertitude à l'approche des élections de mi-mandat – comme en témoignent déjà le revirement de Trump sur les taxes à l'importation sur les produits alimentaires, son ton plus conciliant avec les partenaires commerciaux des États-Unis, notamment la Chine et la Suisse, ainsi que sa reconnaissance inhabituelle de la baisse de sa cote de popularité³.

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

	SOUS-PONDÉRATION ⁴		NEUTRE ⁵	SURPONDÉRATION ⁶		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités			→			Notre positionnement neutre sur les liquidités demeure inchangé. Nous sommes prêts à agir lorsque des opportunités se présenteront.
2 Obligations		→				Au sein du segment obligataire, nous privilégions les emprunts d'État et les obligations émergentes, tout en maintenant un positionnement neutre. Nous restons sous-pondérés en obligations d'entreprise investment grade (IG) puisque, du fait du resserrement des spreads qui s'est opéré depuis le Liberation Day, les rendements actuels offrent une compensation insuffisante par rapport aux niveaux historiques, surtout au vu des risques et de la volatilité du marché. Pour les mêmes raisons, nous conservons également une sous-pondération des obligations à haut rendement.
3 Actions				→		Si nos hypothèses de base – à savoir le maintien de politiques monétaires et budgétaires accommodantes ainsi que des orientations politiques résolument tournées vers la croissance – se confirment, les actions devraient continuer à surperformer les obligations. Nous restons par conséquent surpondérés en actions. S'il est vrai que certaines valorisations semblent élevées, en particulier aux États-Unis, nos préférences régionales (actions de la zone euro et des marchés émergents) se négocient à des niveaux que nous jugeons plus attrayants. Nous pensons en outre que ces deux régions devraient bénéficier de l'affaiblissement du dollar américain et des mesures de relance locales. Nous conservons un positionnement neutre sur les actions suisses, américaines et japonaises.
4 Or			→			Nous sommes neutres sur l'or. Le métal jaune se négocie actuellement autour de 4200 USD l'once, soit une hausse d'environ 60% depuis le début de l'année (en dollars américains). L'or semble toutefois être entré dans une phase plus volatile, les fortes fluctuations de prix à la hausse ou à la baisse semblant devenir la norme. Bien que les facteurs de long terme soutenant l'or – notamment les craintes liées à la dette, les inquiétudes relatives à la dépréciation monétaire et les efforts des banques centrales pour se dédollariser – demeurent intacts, les investisseurs, en particulier ceux positionnés sur les ETF, semblent désormais attendre un nouveau catalyseur. À court terme, des risques tels qu'un rebond du dollar américain ou un ralentissement des baisses de taux refont surface et retrouvent l'attention des marchés.
5 Matières premières			→			Nous conservons une position neutre sur les matières premières. Plombée par la guerre commerciale et l'incertitude politique, l'économie mondiale a connu une croissance inférieure à son potentiel pendant la majeure partie de l'année 2025. Si nos prévisions économiques sont justes, cette classe d'actifs cyclique pourrait progresser. Nous préférons toutefois attendre que l'excès d'offre sur les marchés pétrolier se résorbe avant de surpondérer ce secteur.
6 Stratégies alternatives			→			Nous maintenons notre position neutre sur les fonds alternatifs et l'immobilier.

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

Multipolarité: le nouvel ordre mondial

L'émergence de nouvelles puissances et la remise en question d'anciennes alliances place le monde à la croisée des chemins.





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



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Boutique Multi Asset, Vontobel

Pendant des siècles, le monde a été modelé par l'émergence et la chute de grandes puissances, au gré des dominations économiques, des révolutions industrielles et des alliances géopolitiques. Le XIX^e siècle a été placé sous le signe de la Pax Britannica (1815 – 1914), période de relative stabilité marquée par la domination économique et navale de la Grande-Bretagne et entretenue par la Révolution industrielle et l'expansion coloniale. Cet ordre mondial s'est effondré au début du XX^e siècle, lorsque le chaos de deux guerres mondiales a redessiné les frontières, remodelé les économies et redéfini les alliances. L'Après-guerre a donné lieu à la Guerre froide (1947 – 1991), une période conditionnée par la rivalité idéologique et militaire entre les USA et l'Union soviétique. Avec la chute du mur de Berlin, les USA sont apparus comme la puissance hégémonique incontestée instaurant la Pax Americana, période de mondialisation et d'intégration économique menées par les États-Unis (graph. 1).

Mais depuis le début des années 2000, la Pax Americana montre des signes de faiblesse. Sur le plan commercial, l'une des premières fissures est apparue en 2001, lorsque

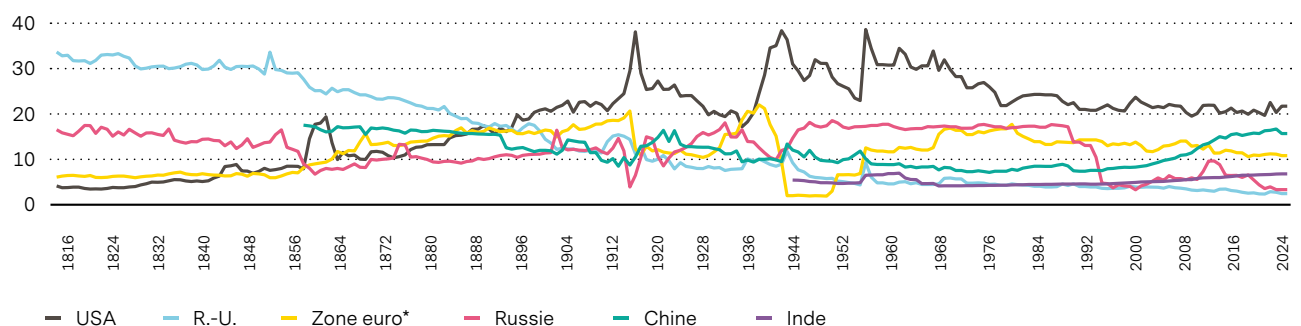
la Chine a rejoint l'Organisation mondiale du commerce, s'imposant de plus en plus comme locomotive de l'économie mondiale et remettant en question le leadership international des USA. Le projet chinois de Nouvelle route de la soie (« Belt and Road Initiative⁷»), lancé en 2013, a étendu la présence économique et géopolitique de la Chine via le financement de projets d'infrastructures, en particulier sur les marchés émergents.

L'érosion progressive de la Pax Americana s'observe dans les données réelles. La Chine est devenue la deuxième puissance mondiale, avec une importance comparable à celle de l'Union européenne. Les USA demeurent la première puissance mondiale, mais leur domination a diminué dans certains domaines clés. Leur participation à la chaîne de valeur manufacturière mondiale est passée de 25% en 2000 à 17% en 2023, et la part de leurs dépenses militaires dans le total mondial a chuté de 53% à environ 43% sur la même période.

En termes de confiance, la crise financière de 2008 a mis au jour les faiblesses du système dirigé par les USA, ébranlant la confiance internationale dans le modèle économique américain et incitant de nombreux gouvernements à diversifier leurs partenariats économiques. L'élection de Donald Trump en 2016, puis en 2024, a marqué un autre tournant, ses mesures basées sur le principe «America First⁸» et son retrait des accords multilatéraux

Graph. 1 : De la Pax Britannica (1815 – 1914) au chaos des guerres mondiales (1914 – 1945), à la guerre froide (1945 – 1991) et à la Pax Americana (jusqu'à 2008)

Indice de puissance géopolitique

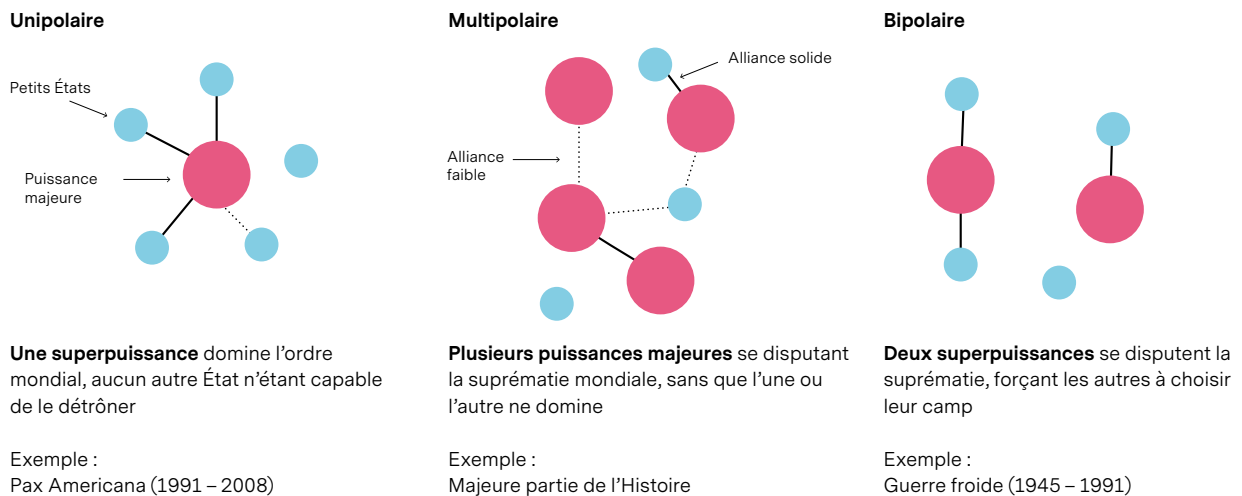


*La zone euro comprend l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne et les Pays-Bas.

Remarque : Les données antérieures à 1990 sont basées sur l'indice de capacité nationale. Les données postérieures à 1990 sont calculées en fonction de la population totale et urbaine, du produit intérieur brut (PIB), des importations, des dépenses militaires, des exportations d'armes et de la consommation d'énergie primaire.

8 Points saillants du marché

Graph. 2 : Les trois types d'ordre mondial



Source : The Tragedy of Great Power Politics (John Mearsheimer), Vontobel ; au 3 décembre 2025.

signalant un abandon du rôle stabilisateur que les USA jouaient depuis longtemps au niveau mondial.

Une étude menée par Ipsos⁹ dans 29 pays en avril 2025 a montré que les États-Unis ont baissé dans l'estime de la population mondiale. Lorsqu'on leur a demandé si les États-Unis avaient une influence positive sur la marche du monde, seuls 46% des sondés ont répondu oui, contre 59% en septembre/octobre 2024, juste avant la réélection de Trump. La réputation du pays s'est surtout détériorée dans les pays longtemps considérés comme de proches alliés. Par exemple, au Canada voisin, la part des répondants ayant une opinion favorable des USA a dégringolé de 52 à 19%.

Certains signes laissent également à penser que les Américains eux-mêmes se lassent du rôle de policier du monde que leur pays joue depuis longtemps. L'enquête mondiale sur les valeurs¹⁰, menée entre 2017 et 2022, a révélé une importante fracture intergénérationnelle concernant l'engagement militaire. Quand on leur a demandé s'ils seraient prêts à se battre pour leur pays en cas de conflit, seuls 41% des Américains âgés de 15 à 24 ans ont répondu oui. Ce chiffre contraste de manière saisissante avec les 55-64 ans, dont 72% se sont déclarés prêts à prendre les armes. Ces réponses diffèrent également de la moyenne des 91 pays étudiés, où 68,5% des jeunes et 64% des personnes plus âgées se sont déclarés

prêts à se battre. En Chine, cette disposition était encore plus forte, avec près de 90% des répondants de tous les groupes d'âges prêts à servir sous les drapeaux.

Cette évolution appelle une question essentielle: à quoi ressemblera le nouvel ordre mondial dans les années à venir ?

Pourquoi un monde multipolaire plutôt que bipolaire ?

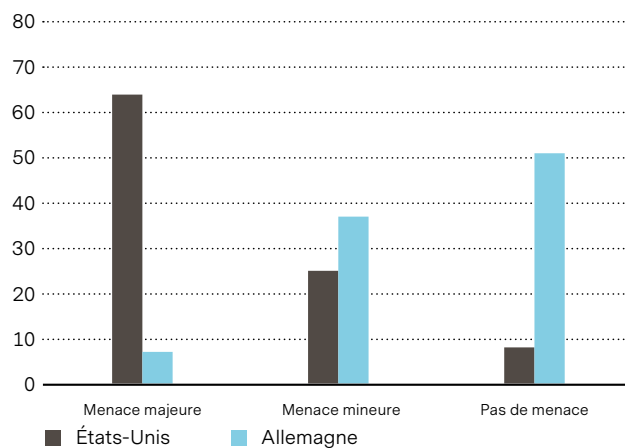
Le regain de rivalité entre les États-Unis et la Chine a fait ressurgir chez certains le souvenir de l'affrontement idéologique de la Guerre froide, et craindre le possible retour

Comprendre l'unipolarité, la bipolarité et la multipolarité dans la dynamique des puissances mondiales

Les concepts de monde unipolaire, bipolaire ou multipolaire aident à comprendre ces évolutions dans l'équilibre mondial (graph. 2). Un monde unipolaire est un monde dominé par une seule superpuissance, comme pendant la Pax Americana. Un monde bipolaire caractérise par la présence de deux puissances dominantes qui rivalisent d'influence, comme pendant la Guerre froide entre les États-Unis et l'Union soviétique. Quant au monde multipolaire, il se caractérise par une répartition du pouvoir entre plusieurs États ou blocs influents, donnant lieu à un environnement mondial plus fragmenté et plus compétitif.

Graph. 3 : Les alliés européens ne voient pas la Chine comme une menace pour leur sécurité

Réponses en %*



*Pourcentage de répondants qui pensent que la Chine représente une menace pour la sécurité de leur pays

Source : Enquête menée à l'été 2022 par le PEW Research Center et le Körber Stiftung, LSEG, Vontobel ; au 10 novembre 2025.

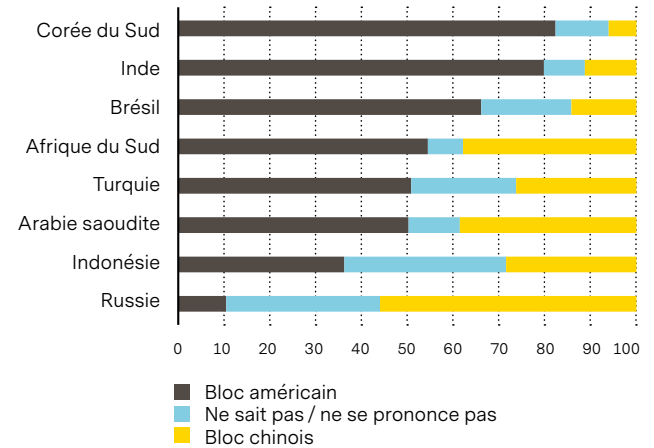
d'un ordre mondial bipolaire. Nous pensons cependant que la nouvelle donne mondiale correspond davantage à un ordre multipolaire.

Pourquoi ? D'abord, parce que nous pensons que ni la Chine, ni les USA ne sont véritablement prêts pour un monde bipolaire. Dans le cas de la Chine, cela paraît évident quand on compare le poids économique et militaire du « camp chinois » (Chine, Russie et Iran) à celui du camp occidental (USA, UE, R.-U., Canada, Australie, Japon et Corée du Sud). Dans le PIB mondial, la part du camp chinois s'élevait en 2024 à 19%, contre près de 56% pour celle du camp occidental. La conclusion que l'on peut en tirer pour l'économie chinoise largement exportatrice, c'est qu'elle a besoin de débouchés au-delà de sa propre « alliance ». La part des dépenses militaires dans le total mondial impose le même constat. Le camp occidental représente environ 57% des dépenses militaires mondiales, contre seulement 18% environ pour le camp chinois.

Nous pensons que les États-Unis ont un intérêt certain à entretenir des relations commerciales avec la Chine, ce qui n'était pas le cas pendant la Guerre froide. Il n'y a qu'à penser au quasi-monopole de la Chine sur le marché des terres rares, ces éléments indispensables à la production de composants tels que les aimants, les catalyseurs et les luminophores, utilisés dans les technologies des énergies

Graph. 4 : Beaucoup de petites puissances choisissent leurs alliés selon leurs intérêts économiques et sécuritaires

Réponses en %*



*Réponses à la question : Si votre pays devait choisir entre le bloc américain et le bloc chinois, lequel préféreriez-vous ?

Source : LSEG, Vontobel ; au 10 novembre 2025.

renouvelables, l'électronique et la défense. On estime que la Chine possède la moitié des réserves mondiales de terres rares, et qu'elle produit 69% des terres rares extraites dans le monde et en raffine 92%. Elle domine aussi la production mondiale d'aimants, avec une part spectaculaire de 98%.

Non seulement les USA ne sont pas prêts pour un monde bipolaire, mais ils ne semblent pas se comporter comme s'ils voulaient en créer un. Washington a imposé de nombreux droits de douane sur un grand nombre de pays, que ceux-ci soient susceptibles de servir d'alliés (potentiels) contre la Chine ou non.

Autre argument en faveur d'un monde multipolaire : les alliés européens, par exemple, ont une vision un peu différente de l'éventuelle menace militaire que représente la Chine (graph. 3). Alors que plus de 60% des répondants américains voient la Chine comme une grave menace pour la sécurité de leur pays, seuls 7% des Allemands partagent cette vision. 51% des répondants allemands ont même déclaré ne pas y voir de menace militaire du tout.

La multipolarité de l'ordre mondial actuel devient évidente si l'on examine les perspectives des puissances régionales (graph. 4). Lorsqu'on leur a demandé quel camp leur pays devrait rejoindre s'il avait à choisir entre les États-Unis et la Chine, plus de 35% des répondants indonésiens

10 Points saillants du marché

et plus de 33% des répondants russes se sont dits indécis. En Arabie saoudite, près de la moitié des répondants ont penché pour le bloc américain, contre 38% pour le bloc chinois. Autrement dit, au lieu d'adhérer aveuglément à une idéologie, de nombreux pays choisissent leurs alliances de manière pragmatique, en fonction de leurs intérêts économiques et sécuritaires. Un événement l'a montré en mai 2022, quand les Nations unies ont voté une résolution condamnant l'invasion de l'Ukraine par la Russie. La majorité des votants était pour cette résolution, mais un nombre non négligeable de pays (34), parmi lesquels des acteurs influents tels que l'Inde, le Vietnam et l'Afrique du Sud, se sont abstenus, et six ont voté contre.

Les conséquences du nouvel ordre mondial pour la sécurité

L'émergence d'un nouvel ordre multipolaire a des conséquences pour la sécurité mondiale, mais aussi régionale. Au niveau mondial, l'absence de puissance dominante capable d'imposer la stabilité coïncide avec l'augmentation du nombre de conflits. Selon l'Uppsala Conflict Data Program, le nombre de conflits interétatiques ou de conflits internes internationalisés était inférieur à 10 dans les premières années de la Pax Americana, et se monte à plus de 50 depuis 2019¹¹.

Néanmoins, nous pensons que la multiplication des conflits ne signifie pas que la Troisième Guerre mondiale est imminente. Nous n'assistons pas à des conflits mondiaux de grande ampleur, car la prolifération des armes nucléaires – leur nombre est estimé à 4 309 ogives pour la Russie, 3 700 pour les USA et 600 pour la Chine – a donné naissance à des «guerres par procuration», où les grandes puissances s'affrontent indirectement par l'intermédiaire de leurs alliés dans la région concernée, ce qui accentue l'instabilité dans les États déjà fragiles¹².

Au niveau national, et surtout en Europe, les pays voient leurs coûts pour la sécurité augmenter, car ils sont obligés de renforcer leurs capacités de défense face aux menaces grandissantes et au recul des garanties de sécurité des USA. Selon les données du Stockholm International Peace Research Institute, chaque pays membre de l'OTAN sauf les USA a relevé ses dépenses militaires en pourcentage de son PIB sur les dix dernières années¹³. Et nous pensons que cette pression à la hausse de la part consacrée à la défense va perdurer.

Les pays asiatiques devront eux aussi probablement augmenter leurs dépenses de sécurité. Pendant des décennies, les USA ont maintenu une forte présence au Moyen-Orient avec un réseau de bases navales et aériennes, assurant ainsi la sécurité dans la région. Mais

leurs priorités en matière de sécurité et leurs relations avec les nations hôtes ont évolué, d'où la relocalisation de leurs forces et la redéfinition de leurs besoins opérationnels. Ce réajustement est marquant, surtout depuis que la majeure partie du pétrole produit au Moyen-Orient est désormais acheminée vers l'Asie, principalement vers la Chine et l'Inde.

Enfin, Taïwan fait partie des nouveaux risques majeurs à surveiller. Les prétentions de la Chine sur l'île ne sont pas nouvelles. Bien que Taïwan fonctionne comme une démocratie indépendante depuis 1949, la Chine persiste à considérer l'île comme une partie de son territoire, en vertu de son principe d'«une seule Chine¹⁴». Mais ces dernières années, les tensions sont montées d'un cran, notamment parce que les deux pays cherchent à dominer le secteur des semi-conducteurs. Taïwan joue un rôle de premier plan dans la production mondiale de semi-conducteurs, puisque le pays fabrique plus de 60% du total mondial, et 90% des puces les plus avancées.

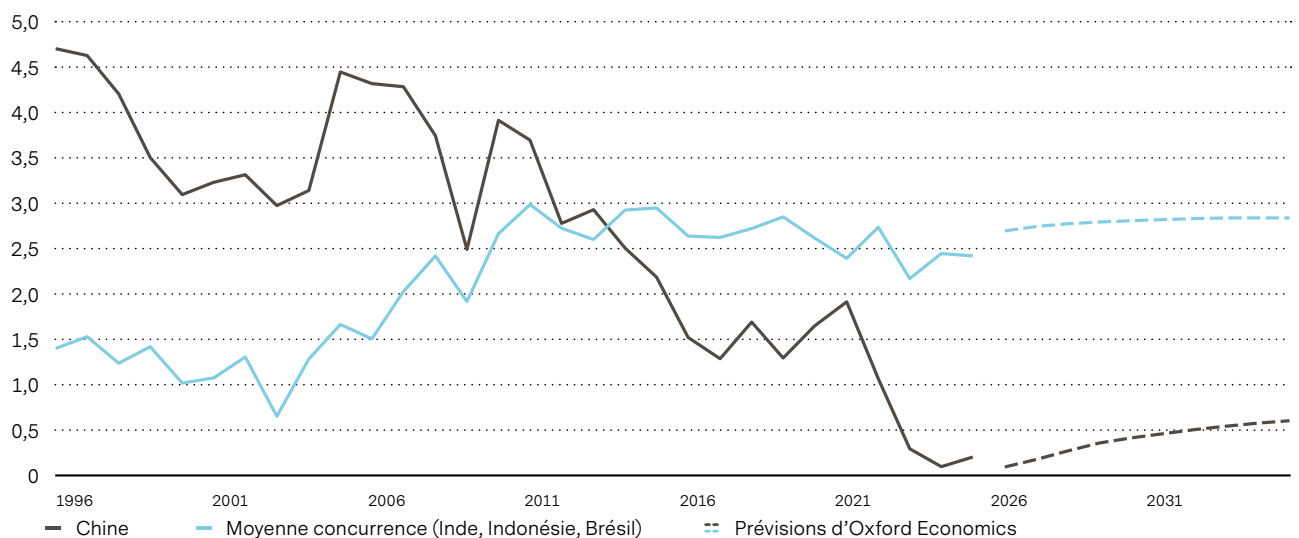
Il existe selon nous un risque croissant que la Chine finisse par chercher à faire main basse sur Taïwan, et plus ce risque augmente, plus ce projet risque d'être mis à exécution (un scénario qui aurait été beaucoup moins probable dans un monde unipolaire). Pour l'instant, la Chine est encore trop faible et trop isolée pour le faire. Mais plus elle attendra, plus la population taïwanaise se détachera de l'identité chinoise. D'après l'Election Study Center de l'Université de Chengchi¹⁵, plus de 62% des sondés se voyaient comme des Taïwanais en 2025, contre 17 à 20% au début des années 1990. Sur la même période, la part des sondés se considérant comme chinois a diminué de 25% à seulement 2,3%. Cette prise de distance s'observe aussi dans les chiffres du commerce de l'île. En 2021, 30% des exportations de Taïwan étaient destinées à la Chine. En cette fin 2025, ce pourcentage est tombé à 16%. Les exportations taïwanaises vers les États-Unis sont passées de 15% en 2021 à plus de 27% aujourd'hui.

Les conséquences du nouvel ordre mondial pour l'économie

Les conséquences économiques du nouvel ordre multipolaire varient selon le point de vue. Pour les optimistes, la concurrence entre les grandes puissances pourrait stimuler les investissements, chaque pays se livrant à sa propre «course à la lune». La diversification accrue réduirait la dépendance à une économie dominante en particulier, et la politique étrangère serait plus pragmatique, les intérêts nationaux primant sur les amitiés ou hostilités ancestrales.

Graph. 5 : Les puissances régionales émergentes ont récemment attiré davantage d'IED, aux dépens de la Chine

Investissements étrangers directs (entrants), en % du PIB



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 novembre 2025.

Quant aux pessimistes, ils avancent que l'incertitude politique accrue créée par un monde multipolaire incitera les entreprises et les consommateurs à reporter leurs décisions, que les restrictions commerciales freineront la croissance et que les chaînes d'approvisionnement mondiales deviendront plus vulnérables en l'absence de puissance dominante. Ils mettent aussi en garde contre la multiplication des conflits, notamment indirects.

À quels pays le nouvel ordre mondial peut-il profiter ?

Pour nous, trois types de pays sont bien placés pour tirer parti d'un monde multipolaire.

- **Les puissances régionales émergentes.** Dans un monde multipolaire, les grandes puissances se disputent encore plus l'influence, les partenariats commerciaux et les opportunités d'investissement. Les économies émergentes peuvent exploiter cette rivalité pour négocier de meilleures conditions commerciales, attirer des investissements étrangers directs et avoir accès à des technologies avancées (graph. 5). L'Inde, le Brésil et l'Indonésie en font partie.
- **Les pays riches en ressources.** Les pays détenteurs d'abondantes ressources naturelles gagnent en importance stratégique, car l'accès à ces ressources met en concurrence plusieurs puissances. Cette compétition peut générer davantage de recettes et des

conditions plus favorables pour les nations exportatrices. Parmi ces pays figurent l'Arabie saoudite, les Émirats arabes unis et le Chili.

- **Les grands pôles de production en devenir.** Les pays qui diversifient leurs partenariats commerciaux et réduisent ainsi leur dépendance à une seule puissance dominante, comme les USA ou la Chine, ont une croissance économique plus équilibrée. Il y a aussi, pour les pays à bas coût, le potentiel de gagner des parts dans la production manufacturière mondiale pendant que les grandes puissances sont occupées à se concurrencer. C'est le cas du Vietnam, du Bangladesh et de la Pologne.

Mais attention : les pays qui aspirent à tirer parti de ces potentielles opportunités doivent d'abord « faire leurs devoirs », c'est-à-dire renforcer leurs infrastructures nationales, résoudre leurs problèmes structurels et s'engager pour le développement durable. Ce n'est qu'ainsi qu'ils pourront se positionner sur la scène internationale comme des acteurs fiables et compétitifs.

Une lecture entre les lignes



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

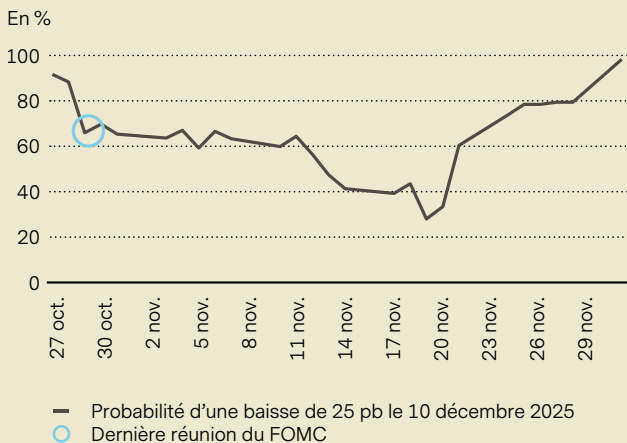
Le shutdown du gouvernement américain a retardé la publication de données clés, des chiffres de l'emploi à ceux de la croissance, alors que les investisseurs s'efforçaient d'apprécier l'avancement du cycle. Privés de leurs repères habituels, les marchés se fient aux gros titres et aux propos des banques centrales plutôt qu'aux chiffres concrets et la volatilité peut augmenter malgré une absence d'évolution significative des fondamentaux.

Les marchés avaient revu à la baisse leurs anticipations concernant une troisième baisse consécutive des taux directeurs, alors que des responsables monétaires au discours plus hawkish (« responsables fermes ») avertissaient que l'inflation restait trop élevée. La probabilité d'une nouvelle baisse d'un quart de point était ainsi tombée de près de 70% à environ 30%. Mais ce mouvement s'est ensuite inversé : une série de commentaires plus dovish (« accommodants ») de responsables clés de la Fed, soulignant un affaiblissement du marché du travail, a fait repartir ces anticipations à la hausse (graph. 1). Que la Fed abaisse ou non ses taux en décembre, son président Jerome Powell se heurte à un comité fracturé, qui manque de données pour le guider.

Le marché obligataire face au super cycle de l'IA

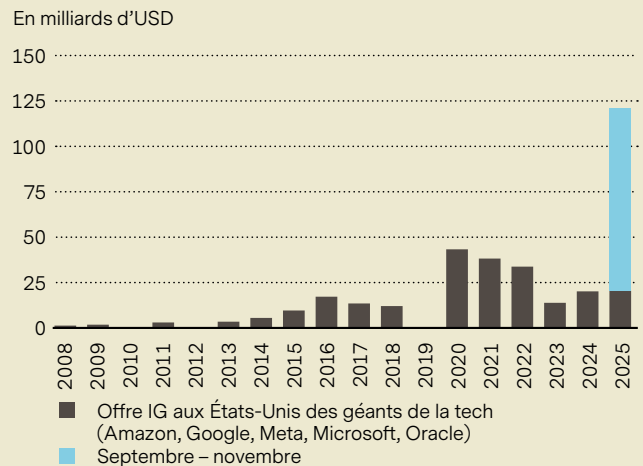
Depuis septembre, les géants de la tech ont émis près de 88 milliards USD d'obligations liées à l'IA et au cloud. Oracle a levé 18 milliards USD en septembre, Meta a émis 30 milliards USD d'obligations de 5 à 40 ans, sa plus grosse opération à ce jour, Alphabet a vendu 25 milliards USD début novembre, suivie par Amazon et ses 15 milliards USD. Meta a aussi créé une joint-venture de 27 milliards USD pour financer son méga centre de données d'IA Hyperion grâce au crédit privé et aux fonds d'obligations. L'opération n'impacte pas le bilan de Meta, mais confirme que les infrastructures d'IA sont de plus en plus financées par des emprunts à long terme plutôt que par les bénéfices non distribués ou les capitaux. Ces sociétés n'émettent pas d'obligations par manque de liquidités. L'IA exige des dépenses initiales colossales, pour les centres de données, l'alimentation, les réseaux et les GPU¹⁶. Les obligations à long terme correspondent naturellement à ces actifs durables. Avec de solides bilans et un effet de levier net faible, augmenter la dette IG peut abaisser le coût du financement, préserver les réserves de liquidités et laisser une marge pour les rachats et les dividendes. Pour les investisseurs en crédit, cela se traduit par une explosion de l'offre liée à l'IA à long terme d'émetteurs prestigieux (graph. 2). À court terme, les obligations semblent toujours offrir un carry de qualité. À plus long terme, elles représentent un pari sur le fait que le super cycle des capex liées à l'IA générera des flux de trésorerie qui justifient de s'exposer au risque des géants de la tech pendant 30 à 40 ans avec des spreads serrés. Au final, ces opérations obligent les investisseurs obligataires à se poser la même question que les investisseurs en actions : combien de temps le boum des dépenses liées à l'IA durera-t-il ?

Graph. 1 : Les propos de la Fed font effectuer un « aller-retour » aux anticipations de baisse des taux en décembre



Source : LSEG, Vontobel ; au 1^{er} décembre 2025.

Graph. 2 : Le marché du crédit inondé par les émissions liées à l'IA



Source : LSEG, Vontobel ; au 19 novembre 2025.

Sous tension, mais la structure tient bon



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

Les craintes d'une potentielle bulle de l'IA s'accroissent face aux doutes sur la monétisation et le financement des investissements, alors que l'attention se porte de plus en plus sur l'usage de l'effet de levier.

Début novembre, les conditions d'une consolidation étaient réunies : segments boursiers à des sommets, valorisations américaines proches d'un plus-haut de 15 ans et participation limitée. Portés par la tech et l'IA, les titres méga-cap américains dominent depuis janvier. La question n'est plus si un repli surviendra, mais quand. Les débats relatifs à une bulle de l'IA se sont eux aussi intensifiés. La visibilité sur les revenus générés par cette technologie encore émergente reste limitée. Et l'explosion des dépenses d'investissement (capex) liées à l'IA, mais aussi leurs divers modes de financement, depuis l'émission de titres de créance et le capital risque jusqu'à des structures hors bilan plus « créatives », suscitent de plus en plus de scepticisme. Notre perspective demeure optimiste.

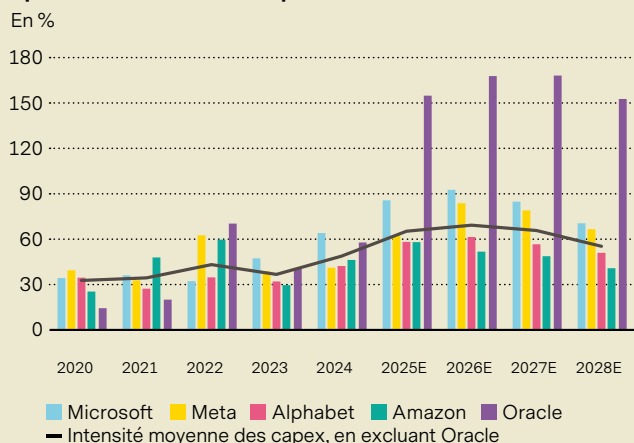
Pour ce qui est des revenus, il faut considérer que l'adoption de l'IA n'en est qu'à ses débuts. L'investissement dans les infrastructures est essentiel pour libérer la croissance

future, favoriser l'adoption par les entreprises et les consommateurs, mais aussi la poursuite de l'innovation. Même avec un manque de visibilité, les revenus liés à l'IA sont déjà conséquents et ils augmentent rapidement, alors que le taux de pénétration du marché est estimé à moins de 1%. La croissance des revenus sous-jacente, les structures de marge, le flux de trésorerie opérationnel et l'intensité des capex pour la plupart des hyperscalers restent solides (graph. 1). C'est là une autre différence notable par rapport à la période de la bulle Internet.

Pour la suite, les quelque 3000 milliards USD d'investissements cumulés dans les infrastructures d'IA prévus au cours des trois prochaines années devraient être principalement financés par des ressources internes, c.-à-d. les flux de trésorerie opérationnels et le capital-investissement. Seuls 40% environ proviendront du crédit privé ou de l'émission d'obligations (graph. 2). Bien que les émissions obligataires dans le secteur technologique aient récemment augmenté, notamment dans le segment des hyperscalers, l'effet de levier net dans le secteur reste généralement bien contenu. Nous continuons à scruter les marchés du crédit, mais les niveaux actuels des credit default swaps (CDS) n'indiquent qu'un stress modéré sur quelques titres isolés. Rien de comparable avec les niveaux annonciateurs d'une bulle.

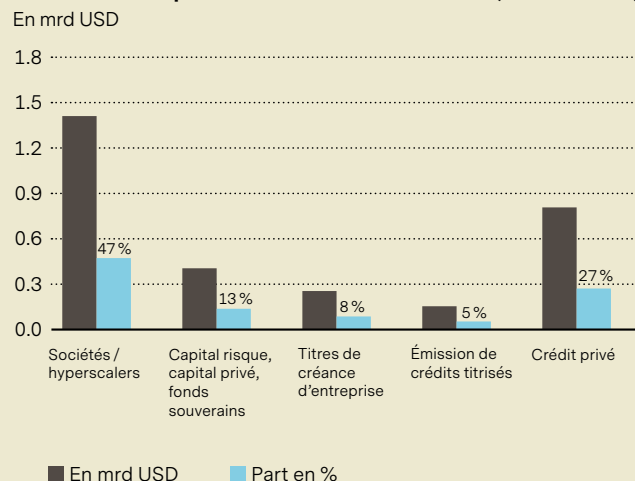
Malgré la récente volatilité, la tendance haussière de fond des marchés actions demeure selon nous intacte. Si l'on se fie au passé, des corrections de 5% à 10% lors des cycles d'adoption d'une technologie majeure sont normales. Elles s'inscrivent donc dans le cours des marchés haussiers et ne signalent pas de dégradation des fondamentaux.

Graph. 1 : L'intensité des capex en % du flux de trésorerie opérationnel reflète une phase d'investissement intensif



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 novembre 2025.

Graph. 2 : Répartition du financement des capex mondiaux estimés pour les centres de données (2025 - 2028)



Source : Morgan Stanley, Vontobel ; au 20 novembre 2025.

Demande chinoise de soja : c'est la fin (des haricots)



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

Autrefois banal produit de l'agriculture américaine, le soja se retrouve aujourd'hui au cœur d'une confrontation aux enjeux majeurs. Dans la guerre commerciale qui oppose la Chine aux États-Unis, cette modeste légumineuse est devenue un levier économique plaçant les agriculteurs en première ligne.

Sur le marché du soja, les USA sont un acteur non négligeable. En 2024, le pays en a produit près de 118 millions de tonnes, ce qui en fait le deuxième producteur mondial après le Brésil, qui en a récolté 169 millions de tonnes¹⁷. Comme la production américaine dépasse la demande intérieure, la moitié environ est exportée.

Mais la Chine a des atouts encore plus puissants. Avec son secteur étendu de l'élevage (la Chine est le premier producteur de porcs au monde) et son aquaculture¹⁸ dominante (aussi la première au monde), le pays importe chaque année plus de 100 millions de tonnes de soja. Depuis longtemps, la moitié des exportations américaines de soja atterrit en Chine.

Mais les temps ont changé. Lorsque les tensions commerciales se sont aggravées, Pékin a imposé aux produits agricoles américains des droits de douane et d'autres

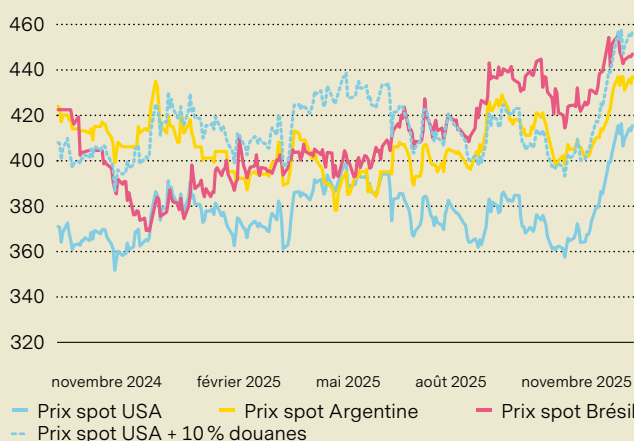
contraintes. De quoi rendre le soja américain moins compétitif que, par exemple, le soja brésilien aux yeux des acheteurs chinois (graph. 1). En mai, les importateurs chinois ont reçu l'ordre d'arrêter d'acheter du soja américain. Jusqu'au mois de septembre, la Chine n'a importé aucun soja des États-Unis¹⁹. Ce fut un coup dur pour les agriculteurs américains – un électorat républicain essentiel, déjà confronté à d'importants coûts de production²⁰.

Le soja s'est même hissé sur la liste des sujets à discuter lors de la rencontre organisée entre les présidents Trump et Xi Jinping en Corée du Sud. À l'approche du sommet, son cours a repris 8,8%. Un optimisme malheureusement douché lorsque la Maison-Blanche a annoncé que Pékin avait accepté d'acheter 12 millions de tonnes seulement d'ici à la fin de l'année (contre 21 millions en 2024). Depuis, la Chine a fait venir quelques cargaisons, mais nous doutons qu'elle augmente significativement ses achats. Elle a en revanche fortement augmenté ses importations de soja sud-américain, portant ses stocks au niveau record de 10,3 millions de tonnes début novembre. Cela a créé une surabondance de farine de soja, qui sert à engraisser les animaux. En conséquence, les usines de trituration chinoises se battent contre des marges négatives depuis le mois d'août (graph. 2).

En se projetant un peu, on devine que le marché du soja a toutes les chances de refléter cette nouvelle normalité : la Chine va continuer d'acheter ce dont elle a besoin au meilleur prix possible, et les producteurs américains ne retrouveront jamais les volumes autrefois exportés, à moins d'un changement de politique majeur du côté de Pékin. Quant aux producteurs sud-américains, ils sont ravis de combler le vide.

Graph. 1 : Sans les droits de douane, le soja américain serait compétitif

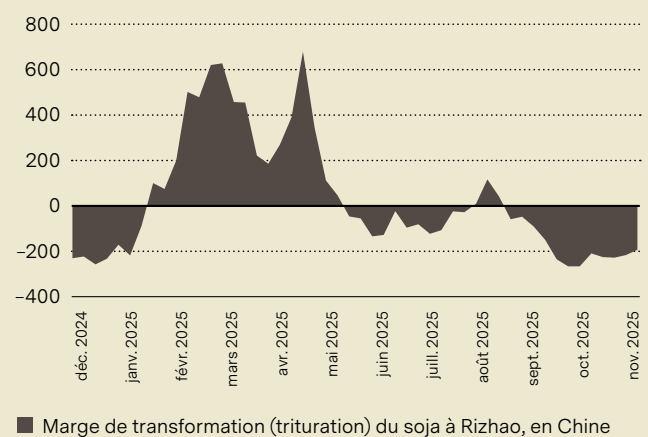
Prix du soja par région (modèle simplifié), en USD la tonne métrique



Source : Bloomberg, Vontobel ; novembre 2025.

Graph. 2 : La trituration des graines de soja n'est plus rentable en Chine

Marge en yuans la tonne métrique



Source : LSEG, Vontobel ; novembre 2025.

Un franc fort maintient l'inflation à un niveau inconfortablement bas



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

L'inflation est inconfortablement basse, mais pas assez pour pousser la BNS à agir fortement. Tant que les prix resteront proches de zéro et que le franc sera fort sans s'envoler, la BNS maintiendra son taux à 0%, misant sur la patience et les données. Un retour aux taux négatifs nécessiterait une déflation durable, tandis qu'une hausse modérée demanderait une conjoncture mondiale plus solide et une inflation intérieure supérieure aux prévisions. L'inaction demeure notre scénario central.

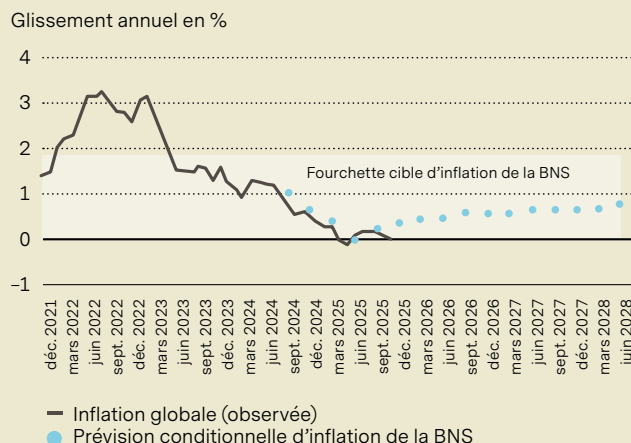
En Suisse, l'inflation est revenue à un taux nul, invitant de plus en plus la BNS à peser de tout son poids contre la vigueur du franc et à stimuler la croissance des prix. En novembre, l'IPC²¹ global est resté inchangé à 0,0% sur un an, alors que le consensus anticipait une hausse de 0,1%. L'inflation de base est passée de 0,5% à 0,4%. Le rôle de valeur refuge du franc a hissé ce dernier proche de ses plus hauts niveaux face à l'euro et au dollar US depuis près de 10 ans, diminuant les prix à l'importation et tirant l'inflation vers le bas.

Ces chiffres sont un revers pour la BNS, qui compte sur un raffermissement de l'inflation vers la fin de l'année et

jusqu'en 2026 (graph. 1). En septembre, les autorités monétaires avaient avancé que ramener les taux à zéro permettrait à l'inflation de remonter progressivement. Leurs options sont limitées, et chacune recèle des risques. Une nouvelle opération sur les devises gonflerait un bilan déjà volumineux et risquerait d'agacer les autorités américaines. Un retour aux taux négatifs affecterait certains pans du système financier, ferait à nouveau craindre pour la rentabilité des banques et entamerait le soutien de l'opinion publique. Le président de la BNS, Martin Schlegel, a dit et répété que pour réinstaurer des taux négatifs, la barre était plus haute que pour une baisse normale.

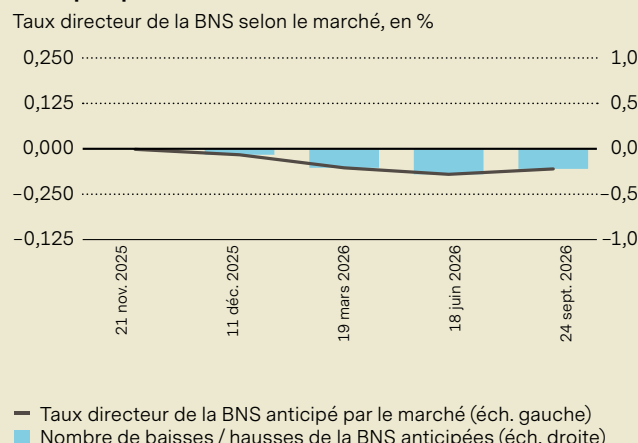
Avant d'agir, la BNS voudra certainement des preuves plus flagrantes du recul des prix. Autrement dit, sa politique devrait consister à maintenir ses taux nuls jusqu'à l'année prochaine tout en surveillant le franc et les données publiées. Dans un sens comme dans l'autre, il y a des risques. Si les exportations faiblissent, si le franc se renforce de nouveau et si l'inflation globale devient négative pendant plusieurs mois, poussant la BNS à revoir sa prévision conditionnelle d'inflation nettement sous zéro, celle-ci pourrait rétablir temporairement des taux négatifs en réponse au risque croissant de déflation. Si au contraire l'économie mondiale se redresse rapidement, si le franc recule et si l'inflation suisse repasse au-dessus de la prévision conditionnelle de la BNS, celle-ci aurait toutes les raisons d'augmenter ses taux de 25 pb, essentiellement pour empêcher les taux réels de plonger en territoire trop négatif et pour restaurer sa marge d'action. Mais même dans ce cas, tout resserrement serait limité et réversible. À ce stade, ce scénario reste un cas extrême peu probable (graph. 2).

Graph. 1 : L'inflation suisse au plus bas depuis le début de l'été



Source : LSEG, Vontobel ; au 3 décembre 2025.

Graph. 2 : La trajectoire monétaire de la BNS anticipée par le marché



Source : LSEG, Vontobel ; au 19 novembre 2025.

Conjoncture et marchés financiers 2024 – 2026

La liste suivante présente les valeurs réelles, les taux de change et les prix de 2024, ainsi que les prévisions consensuelles pour 2025 et 2026 concernant le produit intérieur brut (PIB), l'inflation/ les anticipations d'inflation, les taux d'intérêt clés des banques centrales, les obligations gouvernementales à 10 ans, les taux de change et les matières premières.

PIB (EN%)	2024¹	ACTUEL²	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	
Mondial (G20)	3,0	3,3	2,4	2,5	
Zone euro	0,9	1,4	1,4	1,1	
États-Unis	2,8	2,1	1,9	1,8	
Japon	0,1	1,1	1,1	0,7	
R.-U.	0,9	1,3	1,4	1,1	
Suisse	1,4	1,3	1,2	1,2	
Australie	1,0	1,8	1,8	2,2	
Chine	5,0	4,8	4,9	4,3	

INFLATION	2024³	ACTUEL⁴	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 2026⁵
Zone euro	2,4	2,1	2,1	1,8	→
États-Unis	3,0	3,0	2,8	2,9	↓
Suisse	1,1	0,1	0,2	0,5	→

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	1,96	1,97	→
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	4,50	4,00	3,62	3,26	→
CHF	0,50	0,00	-0,01	-0,01	→

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	2,69	2,77	2,93	↓
USD	4,57	4,11	4,10	4,08	→
CHF	0,33	0,18	0,34	0,50	→

TAUX DE CHANGE	2024	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
CHF / EUR	0,94	0,93	0,94	0,95	↑
CHF / USD	0,91	0,80	0,79	0,81	↓
USD / EUR	1,04	1,16	1,19	1,22	↑

MATIÈRES PREMIÈRES	2024	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
Pétrole brut Brent, USD par baril	75	63	61	62	↑
Or, USD par once troy	2625	4105	4000	4150	→
Cuivre, USD par tonne métrique	8768	10720	10500	10600	→

Remarque : Les opinions sont à jour au 19 novembre 2025. Les prévisions sont fondées sur les conditions et hypothèses de marché actuelles. Sous réserve de modifications sans préavis. Elles ne constituent pas une garantie des résultats futurs.

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

² Dernier trimestre disponible

³ Sous réserve de révisions

⁴ Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

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

Remarques juridiques

Annexe à la publication et mentions légales

1. Disclaimer et mention des sources

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

18 Informations légales

2. Directives et informations propres à certains pays

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

Additional information for UK clients

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

Information for German clients

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

Information for Italian clients

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

Glossaire et sources

- ¹ Source : article de Bloomberg, publié le 25 novembre 2025 (en anglais). [bloomberg.com/news/articles/2025-11-25/traders-crowd-into-fed-futures-targeting-a-december-rate-cut](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-11-25/traders-crowd-into-fed-futures-targeting-a-december-rate-cut)
- ² Source : article de Bloomberg publié le 7 novembre 2025 (en anglais) : [bloomberg.com/news/articles/2025-11-07/government-shut-down-mamdani-win-show-us-politics-is-about-affordability](https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-11-07/government-shut-down-mamdani-win-show-us-politics-is-about-affordability)
- ³ Source : article de Reuters publié le 19 novembre 2025 (en anglais) : [reuters.com/world/us/trump-says-his-approval-ratings-are-down-except-with-smart-people-2025-11-19/](https://www.reuters.com/world/us/trump-says-his-approval-ratings-are-down-except-with-smart-people-2025-11-19/)
- ⁴ « Sous-pondération » signifie que le Comité d'investissement Multi Asset de Vontobel accorde une préférence moindre à une classe d'actifs ou sous-classe d'actifs. Cela reflète la conviction que cette classe d'actifs est moins attractive par rapport à d'autres dans le contexte de marché actuel. Il ne s'agit pas d'une recommandation d'éviter totalement cet actif, mais d'une suggestion de réduire son allocation.
- ⁵ « Neutre » signifie que le Comité d'investissement Multi Asset de Vontobel n'accorde ni préférence supérieure ni inférieure à une classe ou sous-classe d'actifs. Cela reflète une vision équilibrée, selon laquelle la classe d'actifs devrait évoluer en ligne avec ses performances historiques ou avec la moyenne du marché. Il ne s'agit pas d'une recommandation d'agir, mais d'une suggestion de maintenir l'allocation actuelle.
- ⁶ « Surpondération » signifie que le Comité d'investissement Multi Asset de Vontobel accorde une préférence supérieure à une classe d'actifs ou sous-classe d'actifs. Cela reflète la conviction que cette classe d'actifs est plus attractive par rapport à d'autres dans le contexte de marché actuel. Il ne s'agit pas d'une recommandation d'investir massivement, mais d'une suggestion d'augmenter l'allocation.
- Les classifications « sous-pondération », « neutre » et « surpondération » reflètent uniquement les vues internes du comité d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme des recommandations pour les investisseurs individuels ou comme un appel à l'action. Elles reflètent simplement la perspective de Vontobel quant à l'évolution attendue de la valeur d'une classe d'actifs particulière. Ces évaluations sont diffusées uniquement à titre informatif auprès d'un large public et ne sont pas adaptées à un groupe de clients spécifique.
- ⁷ Projet international de développement économique et infrastructurel lancé par la Chine pour construire des routes, des chemins de fer, des ports et d'autres sites d'échanges commerciaux afin de renforcer le commerce et les investissements entre la Chine et le reste du monde.
- ⁸ Doctrine politique privilégiant les intérêts, la sécurité et la prospérité économique des États-Unis sur ceux des autres pays. Elle met généralement l'accent sur le protectionnisme dans le commerce, une moindre implication dans les conflits étrangers et des contrôles stricts aux frontières.
- ⁹ Source : Communiqué de presse Ipsos publié le 23 mai 2025 (en anglais). [ipsos.com/sites/default/files/ct/news/documents/2025-05/Ipsos%20Press%20Release_Consumer%20Confidence%20and%20Impact%20on%20U.S.%20Reputation_230525.pdf](https://www.ipsos.com/sites/default/files/ct/news/documents/2025-05/Ipsos%20Press%20Release_Consumer%20Confidence%20and%20Impact%20on%20U.S.%20Reputation_230525.pdf)
- ¹⁰ Source : Enquête mondiale sur les valeurs 2017-2022, [worldvaluessurvey.org/WVSDocumentationWV7.jsp](https://www.worldvaluessurvey.org/WVSDocumentationWV7.jsp)
- ¹¹ Sources : Uppsala Conflict Data Program, calculs de Vontobel.
- ¹² Source : Kristensen, Korda, Johns, Knight-Boyle (2025), [fas.org/initiative/status-world-nuclear-forces/](https://www.fas.org/initiative/status-world-nuclear-forces/)
- ¹³ Source : Données du Stockholm International Peace Research Institute transmises par LSEG, calculs de Vontobel.
- ¹⁴ Principe voulant que les pays ne reconnaissent qu'un seul gouvernement chinois (la République populaire de Chine) et ne reconnaissent pas officiellement Taiwan comme un État indépendant.
- ¹⁵ Source : Election Study Center, Université nationale de Chengchi, données publiées le 7 juillet 2025. esc.nccu.edu.tw/upload/44/doc/6961/People202506.png
- ¹⁶ Processeur graphique, un circuit électronique utilisé dans le traitement numérique de l'image.
- ¹⁷ Source : US Department of Agriculture (USDA), 17 novembre 2025. [fas.usda.gov/data/production/commodity/2222000](https://www.fas.usda.gov/data/production/commodity/2222000)
- ¹⁸ L'aquaculture est la culture en environnement contrôlé d'organismes aquatiques – poissons, crustacés, plantes – à diverses fins, notamment la production alimentaire ou la restauration d'habitats et d'espèces.
- ¹⁹ Source : article de Reuters publié le 20 octobre 2025 (en anglais) : [reuters.com/world/china/china-imports-no-us-soybeans-september-first-time-seven-years-2025-10-20/](https://www.reuters.com/world/china/china-imports-no-us-soybeans-september-first-time-seven-years-2025-10-20/)
- ²⁰ Source : article de Reuters publié le 3 octobre 2025 (en anglais) : [reuters.com/world/china/us-soybean-farmers-deserted-by-big-buyer-china-scramble-other-importers-2025-10-03/](https://www.reuters.com/world/china/us-soybean-farmers-deserted-by-big-buyer-china-scramble-other-importers-2025-10-03/)
- ²¹ Indice des prix à la consommation, qui représente la fluctuation moyenne au fil du temps des prix payés par les consommateurs pour les produits et services.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

