



Vontobel

Investors' Outlook

Des points à relier

Septembre 2026

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Cruel été

6 Points saillants du marché

With love, Kevin

14 Gros plan sur les classes d'actifs

18 Prévisions

21 Références

Glossaire et sources

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

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

Auteurs*

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

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition: le 1 octobre 2026)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

2 septembre 2026

Date de publication

3 septembre 2026

Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 19

Des points à relier



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Chères lectrices, chers lecteurs,

Cette publication fait son retour après sa pause estivale, et les points à relier ne manquent pas. Mais ces points ne mènent pas nécessairement tous à la même conclusion. Prenons l'économie, par exemple. À en croire le « Dr Copper »,¹ l'économie serait en plein boom, portée par la demande en centres de données, réseaux électriques et infrastructures pour l'intelligence artificielle (IA). L'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan, en revanche, nous dit le contraire depuis des années, annonçant régulièrement une récession qui ne s'est toujours pas concrétisée. Les dépenses de consommation ont bien tenu, et l'économie en forme de K² aide à en expliquer la raison : les ménages les plus aisés ont continué à dépenser,³ tandis que ceux aux revenus plus modestes ont beaucoup plus souffert du contexte économique.

Plusieurs inquiétudes sont passées au second plan. Selon nous, le crédit privé ne devrait pas faire basculer la situation : le secteur digère quelques créances douteuses et les emprunteurs reviennent vers les banques et marchés publics. La reprise du trafic dans le détroit d'Ormuz atténue les craintes pour la croissance, tandis que les résultats des entreprises continuent de soutenir l'essor des investissements dans l'IA. Le recul de l'emploi non agricole et une inflation plus faible que prévu avaient apaisé les craintes d'une hausse des taux de la Réserve fédérale américaine (Fed) en septembre. Mais le discours plus restrictif du président de la Fed, Kevin Warsh, lors du symposium de Jackson Hole a remis l'hypothèse d'une hausse des taux au centre des anticipations des marchés.

Par ailleurs, quelques nuages se profilent à l'horizon. Aux États-Unis, les ventes au détail ont été décevantes pendant deux mois consécutifs, et même si deux rapports ne suffisent pas à confirmer un ralentissement, cela nous incite à rester attentifs à la consommation. L'autre signal qui nous donne à réfléchir provient du marché obligataire.

Les taux longs ont atteint leurs plus hauts niveaux depuis plusieurs années, et le secrétaire au Trésor américain, Scott Bessent, tente de lutter en doublant le montant des rachats prévus d'obligations à longue échéance afin d'alléger quelque peu la pression. Malgré tout, les investisseurs exigent une meilleure rémunération pour détenir des obligations à maturité plus longue, dans un contexte d'inquiétude à propos de l'ampleur des déficits et de l'inflation. La hausse de la prime de terme⁴ qui en résulte fait partie des raisons pour lesquelles nous assistons à une pentification baissière⁵ de la courbe des taux, ce qui, historiquement, n'a pas été très bon signe pour les actions.

Nous maintenons notre surpondération en actions en attendant de voir dans quelle mesure celles-ci pourront amplifier les rendements à partir de maintenant. Nous estimons toutefois qu'il est prudent de rechercher davantage d'actifs défensifs susceptibles d'aider à équilibrer les risques au sein des portefeuilles. C'est pourquoi nous avons relevé notre exposition à l'or, car nous pensons qu'il est bien positionné pour bénéficier d'un potentiel affaiblissement du dollar US et qui offre également une couverture contre les risques géopolitiques. Dans ce numéro d'Investors' Outlook, nous nous penchons sur les changements que pourrait connaître la Fed sous la direction de Kevin Warsh (qui préférerait probablement se passer d'une certaine série de points), décryptons ce qui se joue sur les marchés obligataires et partageons notre analyse sur le métal jaune.

Il se peut que tous les points ne s'assemblent pas parfaitement, mais nous continuerons à les relier entre eux pour aider nos clients à mieux comprendre ce que l'avenir pourrait leur réserver.

→ Webcast

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

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



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



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

Cruel été

L'été n'a guère apporté de répit, que ce soit du côté des températures ou sur les marchés. Les tensions entre les États-Unis et l'Iran se sont ravivées, entraînant une hausse des cours du pétrole, tandis que les inquiétudes concernant les dépenses pour l'IA ont pesé sur les valeurs technologiques. La publication de solides résultats et la demande d'infrastructures d'IA ont ensuite aidé les actions à se redresser. Le marché obligataire s'est montré moins clément : la dette publique américaine a franchi le seuil des 40 000 milliards USD, tandis que les craintes suscitées par l'abondance des émissions ont fait grimper les rendements à long terme.

L'économie mondiale, et en particulier celle des États-Unis, s'est montrée résiliente. Nous pensons que la croissance va perdre de son élan : les banques centrales offrent moins de soutien qu'en début d'année, les possibilités de nouvelles mesures de relance budgétaire semblent limitées et les risques géopolitiques demeurent. Mais nous ne pensons pas que ce ralentissement fera basculer l'économie dans une récession.

Selon nous, l'inflation devrait légèrement baisser, malgré la pression exercée par les prix de l'énergie cet été. Nous prévoyons que l'inflation des biens aux États-Unis, tem-

porairement poussée à la hausse par les droits de douane, devrait encore se modérer. L'impact du choc pétrolier devrait lui aussi s'atténuer, car une part croissante du brut est redirigée pour contourner les perturbations dans le détroit d'Ormuz. Ainsi, bien que l'inflation reste supérieure à l'objectif fixé tant aux États-Unis que dans la zone euro, nous estimons que les récentes tensions sur l'offre devraient s'atténuer au cours des prochains mois.

Cela devrait permettre aux banques centrales d'adopter une approche plus patiente avant de poursuivre le resserrement monétaire. Les investisseurs ont eu les yeux rivés sur le pétrole et l'inflation une grande partie de l'été alors que le marché du travail américain s'affaiblissait en arrière-plan. Compte tenu du double mandat de la Fed, le recul de l'inflation et le ralentissement du marché du travail pourraient lui donner de bonnes raisons de ne pas bouger. À notre sens, le seuil à partir duquel elle relèvera ses taux est élevé.

Le comité d'investissement de la Boutique Multi Asset de Vontobel a décidé de réduire son exposition aux obligations d'État, passant de neutre à sous-pondérée, et de rehausser celle de l'or, de neutre à surpondérée. Retrouvez le détail de notre allocation d'actifs en page 5.

	SOUS-PONDÉRATION ⁶		NEUTRE ⁷	SURPONDÉRATION ⁸		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités			→			Nous conservons une position neutre sur les liquidités, mais restons prêts à saisir les opportunités qui se présentent.
2 Obligations	↘					Nous avons relégué notre position sur les obligations d'État de neutre à sous-pondérée, ce qui ramène notre exposition globale aux titres obligataires en nette sous-pondération. Dans la mesure où nous n'anticipons pas de récession dans un avenir prévisible, les arguments en faveur des obligations d'État nous semblent moins convaincants. La solidité de la croissance économique, l'incertitude persistante sur l'évolution de l'inflation, la perspective d'une hausse des primes de terme avec Kevin Warsh à la tête de la Fed, ainsi que les préoccupations croissantes concernant la soutenabilité du budget des finances publiques et l'ampleur des émissions de dette continuent de peser sur cette classe d'actifs. Nous maintenons notre surpondération des obligations à haut rendement. Leurs rendements restent supérieurs à leur moyenne sur 10 ans, tandis que leur durée plus courte les rend moins sensibles à l'inflation et à la hausse des taux d'intérêt.
3 Actions				→		Notre surpondération en actions reste inchangée, principalement concentrée sur des titres de marchés émergents. Les marchés actions ont largement absorbé la volatilité estivale liée aux tensions géopolitiques et à l'IA. L'environnement macroéconomique demeure solide, porté principalement par la forte dynamique des bénéfices, le maintien du soutien budgétaire et la poursuite des dépenses d'investissement dans l'IA, qui sont les principaux moteurs de l'appétit pour le risque.
4 Or				↗		Nous avons relevé notre exposition à l'or de neutre à surpondérée, car nous estimons désormais son profil risque/rendement plus attractif. Après un bon début d'année, les cours se sont repliés sous l'effet du conflit avec l'Iran, qui a entraîné une hausse du prix du pétrole et du dollar américain et ravivé les craintes de l'inflation et d'un resserrement monétaire. Cette vague de ventes a éliminé une grande partie des excès spéculatifs du marché. Depuis lors, la publication de données américaines plus faibles a apaisé les craintes d'un resserrement monétaire de la Fed, tandis que les inquiétudes concernant la soutenabilité des finances publiques et la dynamique de la dette viennent renforcer les arguments en faveur de l'or. La demande des banques centrales reste solide et les ETF adossés à l'or enregistrent à nouveau des entrées de capitaux. Si la Fed maintient ses taux inchangés et finit ensuite par les baisser, nous pensons que l'un des derniers freins majeurs pesant sur l'or pourrait disparaître.
5 Matières premières			→			En 2026, les matières premières ont une nouvelle fois démontré leur efficacité comme couverture contre l'inflation, en particulier lorsque la hausse des prix résulte principalement de chocs sur l'offre. Elles constituent également une protection contre les incertitudes liées aux tensions géopolitiques, ce qui renforce leurs atouts en termes de diversification. Cependant, même si les risques vont probablement s'atténuer à l'approche des élections de mi-mandat aux États-Unis et que l'offre de pétrole se rétablit progressivement, il nous semble justifié d'adopter une position neutre sur les matières premières.
6 Stratégies alternatives			→			Notre position neutre sur les fonds alternatifs et l'immobilier reste inchangée.

Remarque: Les opinions sont à jour en août 2026. Sous réserve de modifications sans préavis.

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

With love, Kevin

La Fed jouit d'une excellente réputation, mais ses résultats récents sont désastreux. Tel était le message de Kevin Warsh lors de la conférence du Groupe des Trente (G30)⁹ en avril 2025 (Commanding Heights: Central Banks at a Crossroads). À cette occasion, il a sévèrement critiqué ce qu'il a appelé « l'organisme économique le plus influent au monde ».¹⁰



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

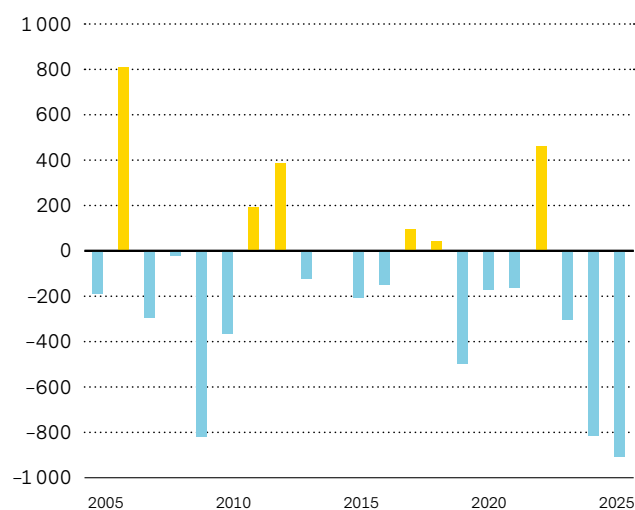


—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Dans ce pamphlet de neuf pages, Kevin Warsh décrivait ce qu'il considère comme les nombreuses défaillances de l'institution qu'il dirige aujourd'hui. À commencer par ce qu'il a appelé le « fast food de la banque centrale ». M. Warsh a exprimé son mépris pour les fréquents revirements de la Fed quant à ses indicateurs, notamment ses principales mesures de l'inflation. Il a également rejeté la politique de dépendance aux données de l'institution, estimant qu'elle n'apportait guère de valeur ajoutée, et a fait valoir que les décideurs ne devraient pas se préoccuper de la deuxième décimale des dernières données fournies par le gouvernement. Selon lui, « attendre fébrilement des données tardives tirées de comptes nationaux déjà dépassés », qui sont susceptibles d'être révisés, traduit un faux souci de précision plutôt qu'une conduite avisée de la politique monétaire (graph. 1). Kevin Warsh s'est également montré sceptique quant aux prévisions à court terme. Pour lui, les décideurs politiques risquent d'être prisonniers des projections économiques qu'ils publient. Il n'était pas non plus convaincu par les indications prospectives, « un outil déployé en grande pompe durant les crises financières ». Selon lui, ces efforts destinés à aiguiller les attentes du marché peuvent être appropriés en période de tensions aiguës, mais ne sont guère pertinents dans un contexte économique normal.

Graph. 1 : M. Warsh juge les données officielles décalées par rapport à la conjoncture et fortement révisées

Nombre d'emplois +/- par rapport aux données précédentes*, en milliers



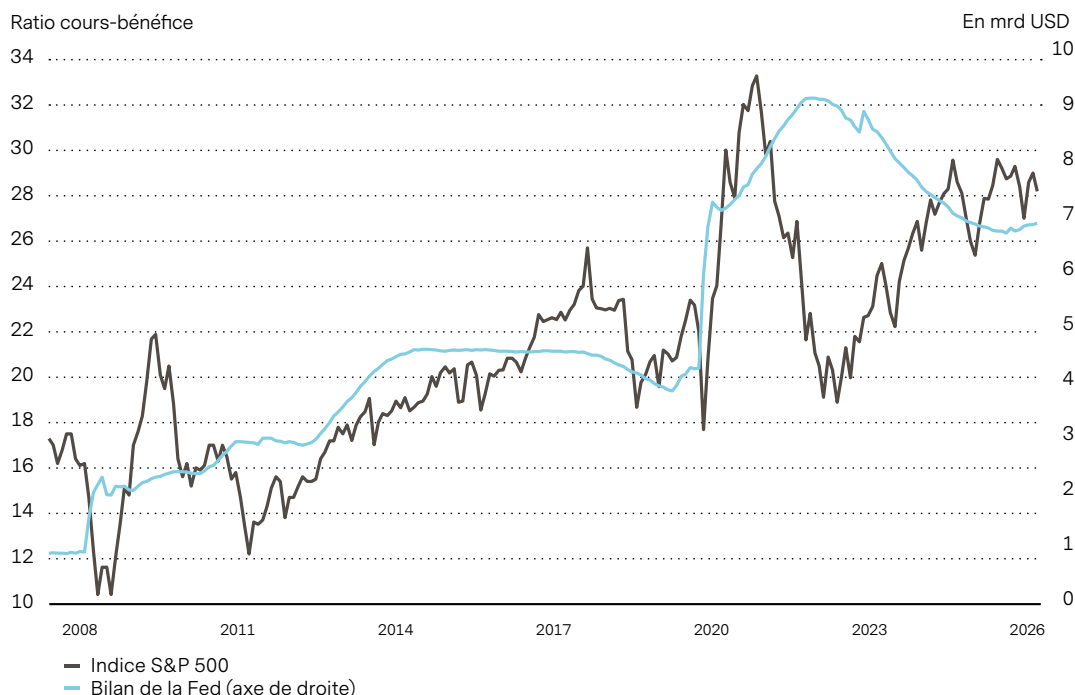
*Au cours de la période de 12 mois s'achevant en mars

Sources : Bureau of Labor Statistics, Vontobel ; au 2025. Remarque : Les estimations de 2013 indiquées dans la graphique s'entendent après changement des champs d'activité.



8 Points saillants du marché

Graph. 2 : Kevin Warsh estime que la Fed est devenue un acteur trop puissant



Sources : LSEG, Vontobel ; au 31 juillet 2026.

Puis ce fut au tour de ce que M. Warsh qualifia de « proposition plus ambitieuse ». Au-delà de la gestion courante de la politique monétaire, il a estimé que la Fed avait profondément étendu son rôle dans l'économie américaine. M. Warsh soulignait que, entre le début des années 1990 et la crise financière internationale, la banque centrale s'était largement cantonnée à gérer les épisodes de crise et de panique des marchés avant de se retirer, de manière largement conforme à sa mission, une fois la situation stabilisée. Mais depuis 2008, « la prééminence de la banque centrale est devenue une composante de la gouvernance américaine ». Il a ensuite blâmé les responsables de la Fed pour avoir soutenu les dépenses publiques en période de ralentissement économique et être ostensiblement silencieux sur la rigueur budgétaire en période de croissance soutenue et de plein emploi. Ce qui est encore plus préoccupant, a-t-il fait valoir, c'est le fait que la Fed soit, depuis 2008, le principal acheteur de bons du Trésor américain et d'autres titres garantis par l'État. Pour Kevin Warsh, le bilan de 7000 milliards USD de l'institution est un « moyen pour la Fed d'accroître son emprise sur l'économie ». Il estimait que cela avait créé un cercle vicieux : « Chaque fois que la Fed intervient, elle accroît d'autant

sa taille et son champ d'action... davantage de dette est accumulée... davantage de capitaux sont mal alloués... davantage de frontières institutionnelles sont franchies... et la Fed est contrainte d'intervenir encore plus vigoureusement la fois suivante. » (graph. 2)

Mais M. Warsh ne s'est pas arrêté à la politique budgétaire. Il s'en est également pris à la « banque centrale moderne », selon lui désormais « un peu trop encline à se livrer à des activités douteuses », puisqu'elle s'aventure sur des terrains politiques qui ne relèvent pas de son mandat officiel (autrement dit, il a accusé la Fed de s'être écartée de sa vocation initiale). Selon lui, la Fed devrait s'abstenir de prendre position sur des sujets sociaux ou politiques à moins qu'ils ne représentent une menace claire pour ses missions principales, à savoir stabiliser les prix et assurer un maximum d'emploi. À ce propos, Kevin Warsh a également accusé la banque centrale d'avoir commis des « erreurs intellectuelles » qui ont finalement abouti au choc d'inflation du début des années 2020. Il a à cet égard notamment cité l'idée que la politique monétaire n'avait « rien à voir avec l'argent », que la Fed était surtout spectatrice de forces qui échappent à son contrôle et

que l'inflation était bien plus le fait de «Poutine et de la pandémie» que de «l'augmentation des dépenses publiques et l'impression (de monnaie)».

Dans son allocution de 2025, Kevin Warsh esquissait son désir de changement. Dans les mois qui ont suivi, il a soumis d'autres réflexions, notamment sa vision de l'IA comme puissante force désinflationniste, capable de stimuler la productivité et de faire baisser les coûts dans tous les secteurs de l'économie.

Qui est ce critique virulent de la Fed ?

Peu de personnalités de la politique économique contemporaine naviguent avec autant d'aisance entre Wall Street, le Capitole et le monde des banques centrales que M. Warsh. Après avoir étudié à l'université de Stanford et à la Harvard Law School, il a commencé sa carrière dans les fusions-acquisitions chez Morgan Stanley avant de devenir Special Assistant to the President for Economic Policy dans l'administration de George W. Bush.¹¹ Sa nomination au Board of Governors de la Fed en 2006, à tout juste 35 ans, a fait de lui le plus jeune gouverneur de l'histoire de la banque centrale. Durant son mandat, il s'est clairement positionné en partisan d'une ligne dure. Il n'a cessé de mettre en garde contre les risques à long terme d'une inflation galopante et a remis en question le recours prolongé aux mesures de relance monétaire d'urgence. Après s'être opposé au projet de Ben Bernanke de racheter 600 milliards USD de bons du Trésor, il a démissionné du Conseil des gouverneurs en 2011. M. Warsh peut également se prévaloir d'un parcours exceptionnel dans les milieux financiers et politiques. Par son mariage avec Jane Lauder, l'une des héritières de l'empire cosmétique Estée Lauder, il est la personne la plus riche à avoir jamais dirigé la banque centrale. Son beau-père, Ronald Lauder, est non seulement un important donateur du Parti républicain,¹² mais aussi un ami de longue date de Donald Trump.¹³

La réorientation stratégique: cinq groupes de travail

Pour impulser un changement de régime, M. Warsh a créé cinq groupes de travail composés de trois personnes. Chacun rassemble des experts issus du monde universitaire, du secteur technologique et de la politique internationale afin de réexaminer les principes fondamentaux de la Fed.¹⁴

La **Communications Task Force**, co-dirigée par l'ancien responsable du Trésor Peter R. Fisher, l'ancien président de la banque centrale brésilienne Arminio Fraga et l'ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre Mervyn King, «passera en revue la façon dont la Réserve fédérale communique ses réflexions et décisions en matière de

politique monétaire dans un contexte d'incertitude». M. Fisher est connu pour ses critiques à l'encontre des communications de la Fed, puisqu'il a affirmé que le processus décisionnel et les communications du Federal Open Market Committee (FOMC) reflètent un «faux consensus qui masque les responsabilités et accentue l'inertie».¹⁵ Mervyn King s'est quant à lui illustré par sa théorie de Maradona des taux d'intérêt, inspirée du «but du siècle» marqué par la star du football argentin Diego Maradona contre l'Angleterre lors de la Coupe du monde 1986.¹⁶ Selon M. King, si Maradona avait semblé passer sans effort cinq défenseurs, son génie ne tenait pas tant à son dribble qu'à sa capacité à anticiper l'orientation que prenait le jeu. La leçon qu'il en tire est que les banquiers centraux peuvent influencer les décisions en devançant les événements et en orientant les anticipations. C'est ainsi que les banques centrales peuvent influencer la situation financière et entraîner un ajustement des taux d'intérêt et des prix des actifs avant même que des mesures politiques ne soient adoptées.

La **Balance Sheet Policy Task Force** est dirigée par la professeure de Harvard Karen Dynan. Elle est accompagnée de Raghuram Rajan, ancien gouverneur de la Banque de réserve de l'Inde et professeur à la Chicago Booth School of Business, et de Jeremy Stein, ancien gouverneur de la Fed et professeur à Harvard. Ce groupe examinera «les avantages et les risques du régime actuel de fortes réserves et la composition du bilan de la Fed... [et] évaluera d'autres cadres pour conduire et appliquer la politique monétaire». Karen Dynan est une économiste réputée pour fonder son approche sur les données. Raghuram Rajan avertit depuis longtemps qu'il est bien plus facile d'augmenter le bilan d'une banque centrale que de le réduire. Il soutient qu'une telle expansion a sans doute rendu le système financier plus dépendant des liquidités de la banque centrale, de sorte que de futures réductions du bilan exposent à des faiblesses de financement qui nécessiteront d'autres interventions.¹⁷ Jeremy Stein envisage le bilan essentiellement sous l'angle de la stabilité financière.¹⁸ Plutôt que de réduire aveuglément le volume total du bilan, il s'intéresse à sa composition et plaide pour un abandon des bons du Trésor et des titres adossés à des créances hypothécaires à long terme au profit de bons du Trésor à brève échéance. Selon lui, conserver un bilan important peut en effet renforcer la stabilité financière, car l'offre abondante de passifs sûrs à court terme limite la création monétaire risquée du secteur privé.

La **Data Task Force** réunit l'économiste de Harvard Raj Chetty, le professeur à l'université de Chicago Kevin Murphy et l'ancien CEO de Walmart Doug McMillon. Ils

10 Points saillants du marché



ont pour mission d'«améliorer la qualité et la réactivité des signaux de l'économie réelle» qui guident les décisions de la Fed. Ils sont largement convaincus que les indicateurs macroéconomiques traditionnels tardent trop à refléter les changements de comportement des consommateurs. Raj Chetty a été l'un des premiers à recourir à des données alternatives pour surveiller les conditions économiques durant la pandémie, tandis que Doug McMillon a observé que les données massives issues des entreprises peuvent offrir une vision plus précise de l'inflation, des habitudes de dépenses des consommateurs et, plus largement, de la robustesse de l'économie, souvent plusieurs semaines avant la publication des données officielles.

La **Productivity and Jobs Task Force** réunit l'investisseur en capital-risque Marc Andreessen, l'économiste de Stanford Charles I. Jones (actuellement détaché auprès d'Anthropic) et la CEO de Xbox Asha Sharma. Elle a pour mandat d'«enquêter sur le rythme, la portée [et] l'impact économique des nouvelles technologies grand public, y compris l'IA, et d'explorer leurs implications pour la Fed dans le cadre de ses missions liées à l'emploi et à l'inflation». Marc Andreessen étant ouvertement convaincu du pouvoir déflationniste et transformatif de l'IA¹⁹ et Charles I. Jones ayant largement axé ses recherches sur les modèles de croissance économique à long terme induits par le changement technologique,²⁰ il est clair que ce groupe de travail a une vision protechnologie très optimiste et semble soucieuse d'intégrer rapidement dans les modèles de la Fed les effets économiques de l'adoption rapide de l'IA.

La Inflation Frameworks Task Force est dirigée par Greg Mankiw, issu de Harvard, le professeur à l'université de New York et lauréat du prix Nobel Thomas Sargent, ainsi que le Senior Fellow au C.D. Howe Institute William White. Ce groupe a la tâche plutôt obscure de «revisiter» la façon dont la Fed «comprend les facteurs d'inflation et y répond». Greg Mankiw a non seulement soutenu que les agrégats monétaires méritent plus d'attention, mais il a aussi lancé, non sans ironie, qu'un «taux d'inflation cible de 2 est mieux qu'un objectif de 2,0».²¹ Thomas Sargent était l'une des figures de proue de la révolution des anticipations rationnelles dans les années 1970. Les modèles précédents portaient du principe que les gens répondaient de manière passive aux changements de politique budgétaire et monétaire. La théorie des anticipations rationnelles adoptait une vision différente, reconnaissant que les individus se projettent, anticipent les actions des gouvernements et des marchés et adaptent leur comportement selon ce qu'ils estiment être le mieux pour eux.

Le communiqué de presse de la Fed ne précisait pas quand les travaux des groupes de travail prendront fin, bien que Kevin Warsh ait indiqué qu'il s'attend à ce que la plupart, sinon la totalité des conclusions soient annoncées cette année.

Ce que nous en attendons: un peu de révolution, un peu d'évolution

Les nouvelles task forces ont mis Wall Street en ébullition pour prédire les premières recommandations et celles qui pourraient le plus impacter la politique monétaire et

les marchés financiers. Des cinq groupes, la Communications Task Force nous semble la plus à même de produire des changements politiques à court terme. Il est d'ailleurs même permis de penser que le processus a déjà commencé. La déclaration consécutive à la réunion du FOMC qui a suivi la première réunion du président Warsh, en juin, ne contenait que 132 mots, contre 341 après la dernière réunion de Jerome Powell, en avril. Et surtout, Kevin Warsh a refusé de soumettre ses propres projections de taux d'intérêt pour le dot plot de juin. Ce faisant, il a réduit le nombre de points (ou dots) de 19 à 18, signe que, sous sa direction, la Fed s'appuiera moins sur des promesses, et plus sur des données économiques en temps réel.²²

Selon nous, modifier la nature des données prises en compte par la Fed ou élargir l'éventail des indicateurs qu'elle surveille ne devrait pas susciter beaucoup de résistance. Peu de responsables soutiendraient qu'envoyer des agents arpenter les magasins et relever manuellement les prix pour calculer l'inflation reste une méthode efficace à l'ère numérique. De fait, la Fed cherche à utiliser les données du secteur privé depuis des années. Cela étant, nous pensons que les données alternatives compléteront les statistiques gouvernementales traditionnelles, mais ne les remplaceront pas. Car si ces jeux de données peuvent fournir des éclairages opportuns, ils s'assortissent de sérieuses limites méthodologiques. Les données sur les prix en ligne, par exemple, peuvent être collectées fréquemment et permettent de détecter précocement les pressions inflationnistes, mais elles ne sont pas nécessairement représentatives du panier des biens et services consommés par les ménages. Autre écueil, ces jeux de données remontent souvent moins loin que les statistiques officielles et indiquent par conséquent moins bien comment ils se comportent dans différents contextes économiques.

À l'inverse, les changements apportés à la politique de bilan devraient prendre davantage de temps. Une décision de procéder activement à la vente de titres adossés à des créances hypothécaires ou de titres du Trésor à longue maturité, plutôt que de se limiter à une réduction passive du bilan, ne serait vraisemblablement prise qu'au terme d'un long processus d'examen. Comme Kevin Warsh l'a lui-même souligné : « Je ne partage pas l'idée erronée selon laquelle nous pouvons revenir à la situation qui prévalait lorsque je suis arrivé à la Fed, en 2006, mais je pense que nous pouvons atteindre d'autres équilibres durables. » Il en va de même pour le cadre d'inflation. Nous pensons notamment que Kevin Warsh souhaite que la task force conçoive une feuille de route adaptée à un monde où les chocs d'offre sont désormais monnaie

courante et qu'elle réévalue le cadre de ciblage flexible de l'inflation moyenne (FAIT) adopté en 2020, qui visait à compenser les périodes d'inflation inférieure à l'objectif en permettant à l'inflation de dépasser modérément 2 % pendant un certain temps.

Nous nous attendrions également à ce que le groupe de travail examine si des mesures telles que l'inflation moyenne tronquée pourraient jouer un rôle plus important, aux côtés des indicateurs traditionnels des dépenses de consommation personnelle (PCE), dans l'évaluation des tensions sous-jacentes sur les prix. Mais tout gros changement du cadre d'inflation ou des objectifs d'inflation nécessitera une étude approfondie, compte tenu de ses implications potentiellement lourdes pour la politique monétaire. Pour l'heure, il nous semble plus probable que la Fed cherche à réinterpréter son objectif de 2 % plutôt qu'à le redéfinir formellement. Kevin Warsh l'a lui-même suggéré en indiquant que « le deux est le chiffre situé à gauche de la virgule », ce qui signifie qu'il ne faut pas se préoccuper du chiffre des décimales.²³ La même prudence vaut pour la Productivity and Jobs Task Force. Même si le groupe peut se pencher sur les implications économiques des évolutions technologiques et de l'IA, le FOMC ne semble guère disposé à prendre des décisions de politique monétaire à court terme sur la base d'estimations incertaines concernant les gains de productivité futurs.

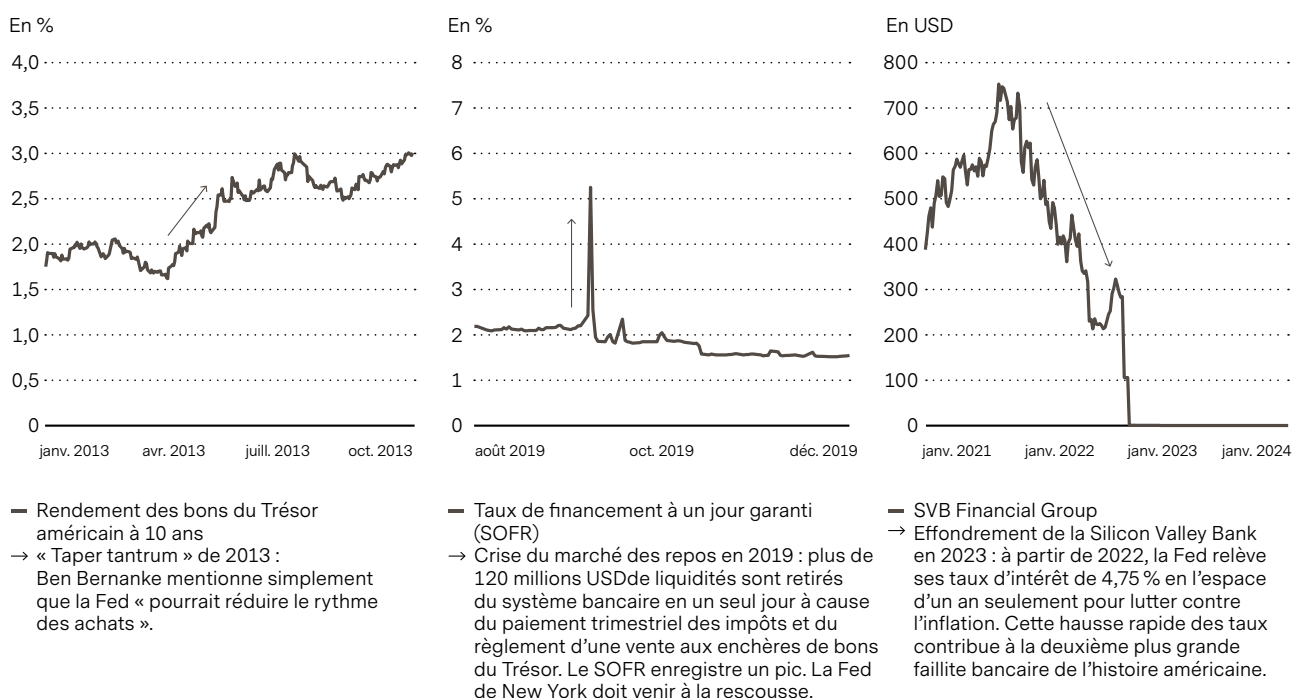
Des relations compliquées

Si Kevin Warsh se présente comme un agent du changement, d'importantes contraintes devraient limiter sa capacité à façonner la Fed à son image. Tout d'abord, la politique monétaire ne se décide pas seul. Le président de la Fed ne peut pas gouverner seul, par décret. Il doit parvenir à un consensus avec les 11 autres membres du FOMC. La réunion de juillet a montré à quel point le débat interne s'est tendu, trois membres du comité s'étant opposés à la décision de maintenir les taux.

Ensuite, retirer des liquidités à des marchés financiers qui se sont habitués à un abondant soutien de la banque centrale est plus facile à dire qu'à faire (graph. 3). En 2013, l'évocation par Ben Bernanke, alors président de l'institution, d'une possible baisse des achats d'actifs a déclenché ce que l'on a appelé le « taper tantrum », faisant grimper en flèche les rendements des bons du Trésor et suscitant des fuites de capitaux dans les marchés émergents. Six ans plus tard, les tensions sur les marchés américains du financement ont provoqué une envolée inattendue des taux repo au jour le jour, contraignant la Fed à intervenir en injectant d'importantes quantités de liquidités. Plus récemment, la faillite de

12 Points saillants du marché

Graph. 3 : Retirer des liquidités est plus facile à dire qu'à faire



Sources : LSEG, Vontobel ; graph. de gauche au 31 décembre 2013, graph. du milieu au 31 décembre 2019, graph. de droite au 27 décembre 2024.

la Silicon Valley Bank, en mars 2023, a montré la rapidité avec laquelle des tensions financières peuvent apparaître lorsque la hausse des taux d'intérêt expose les vulnérabilités accumulées durant les longues périodes d'assouplissement monétaire.

Troisièmement, Kevin Warsh doit composer avec les pressions exercées par une Maison-Blanche souvent impatiente. Bien que Donald Trump ait publiquement affirmé respecter l'indépendance de Kevin Warsh, il a souvent fait ouvertement pression sur la banque centrale. Jerome Powell a fréquemment été la cible de Trump du fait de sa politique de taux d'intérêt et il n'est pas du tout garanti que M. Warsh sera épargné si la Fed ne procède pas aux baisses des taux attendues.

Ces contraintes ne rendront toutefois pas la politique menée sans effet. Même si Kevin Warsh ne parvient pas à pleinement appliquer sa vision, un changement marginal dans la fonction de réaction de la Fed pourrait malgré tout avoir de lourdes répercussions pour les marchés financiers. Cela pourrait ainsi et surtout remettre en question le fameux « Fed put », la conviction que la banque centrale assouplira sa politique monétaire

pour soutenir les marchés en période de ventes massives, offrant aux investisseurs un filet de sécurité en cas de baisse. Une Fed plus soucieuse de la stabilité des prix pourrait être moins encline à amortir chaque accès de volatilité des marchés, en particulier lorsque les pressions inflationnistes demeurent fortes. Pour le dire plus clairement, nous ne pensons pas que la Fed restera les bras croisés en cas de crise financière. En cas d'urgence, elle continuera à agir comme un filet de sécurité. Mais les conditions requises pour intervenir pourraient être plus strictes, ce qui rendrait le soutien apporté par les autorités moins systématique et donnerait davantage de poids aux fondamentaux de marché et à la gestion active.

Une autre conséquence pourrait être le retour d'une prime de terme plus substantielle (graph. 4). Des années d'assouplissement quantitatif ont comprimé les rendements à long terme en réduisant la rémunération demandée par les investisseurs pour détenir des emprunts souverains à long terme. Même si des contraintes opérationnelles limitent la rapidité avec laquelle le bilan peut être réduit, une Fed moins disposée à freiner les rendements à long terme obligerait généralement les investisseurs privés à absorber une part accrue du risque de

Graph. 4 : Le retour de la prime de terme ?



Remarque : La prime de terme est définie comme la rémunération exigée par les investisseurs pour supporter le risque lié à une éventuelle variation des taux d'intérêt pendant la durée de vie de l'obligation.

Sources : LSEG, Vontobel ; au 31 juillet 2026.

duration des titres du Trésor. Bien sûr, le Trésor pourrait en partie compenser ce changement au travers de sa stratégie d'émission, par exemple en s'appuyant plus fortement sur les bons à court terme et moins sur les obligations à longue échéance. Mais faute de compensation complète, l'équilibre des risques continuerait néanmoins de pointer vers une pression à la hausse sur les primes de terme. La trajectoire potentielle dépendra aussi de facteurs comme les prévisions d'inflation et l'incertitude à cet égard, la dynamique budgétaire et la demande des investisseurs pour les valeurs refuges. Un meilleur ancrage des anticipations d'inflation par une Fed plus disciplinée pourrait contribuer à atténuer les pressions haussières sur les primes de terme. Cela étant, nous estimons que les perspectives globales indiquent un niveau d'équilibre plus élevé des rendements à long terme, une courbe des taux plus pentue et une attention accrue portée au risque de duration.

Une Fed qui privilégie la stabilité des prix devrait, en principe, soutenir le dollar américain et être moins favorable aux actifs non rémunérateurs, comme l'or. Mais, en pratique, la situation est plus nuancée. En poussant le curseur trop loin, une Fed moins interventionniste pour-

rait peser sur la croissance économique et affaiblir le dollar. Par ailleurs, la Fed agit rarement de manière isolée. Les autres grandes banques centrales ne devraient pas rester les bras croisés, ce qui signifie que les marchés des changes resteront façonnés par les décisions de politique monétaire relatives des différentes banques centrales, plutôt que la seule politique de la Fed.

Kevin Warsh a plusieurs fois souligné que ses critiques relèvent plus de l'admiration que de l'opposition. Revenant sur son discours devant le G30 quelques mois plus tard, il l'a décrit comme une « lettre d'amour plutôt qu'une critique froide ». Il s'en est expliqué : « Il s'agit d'une lettre d'amour car, si l'institution est capable de se réformer, cela pourra être très positif pour elle comme pour le pays. »²⁴

Kevin Warsh a envoyé sa lettre d'amour. Il lui reste maintenant à découvrir si sa destinataire l'aime suffisamment pour changer.

Le centre de gravité de la Fed se déplace vers une ligne plus restrictive



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

En début d'année, les marchés anticipaient un assouplissement de la Fed. Depuis, les attentes en matière de politique monétaire pour la fin 2026 ont nettement augmenté sous l'effet d'une inflation toujours supérieure à l'objectif et du ton de plus en plus restrictif adopté par le FOMC.

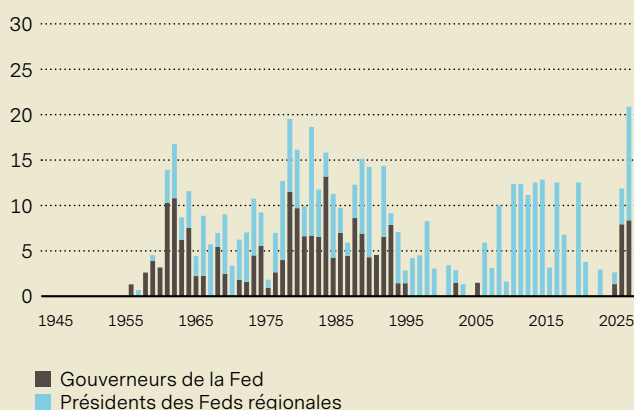
La réunion de juillet a clairement reflété ce changement. Trois membres du comité ont voté en faveur d'une hausse immédiate de 25 points de base, alors que plusieurs autres ont laissé entendre qu'un resserrement de la politique monétaire pourrait s'avérer approprié si la désinflation venait à s'enrayer (graph. 1). Au-delà de cette divergence d'opinion, on retient surtout le déplacement du centre de gravité au sein du FOMC : les discussions portent de plus en plus sur le moment et les conditions d'une éventuelle nouvelle hausse des taux. Le fait que Kevin Warsh, président de la Fed, mette moins l'accent sur la forward guidance (orientations prospectives) a également renforcé l'incertitude quant à la trajectoire de la politique monétaire. La hausse des anticipations de taux directeurs, l'augmentation de la prime de terme, l'abondance

des émissions du Trésor et les préoccupations relatives au budget ont contribué à la remontée des rendements des bons du Trésor à longue échéance. Les anticipations d'inflation à long terme sont relativement stables, ce qui suggère que les investisseurs souhaitent une meilleure rémunération pour l'incertitude, tandis que la confiance dans la crédibilité de la Fed semble intacte. L'inflation reste le principal facteur à prendre en compte, alors que la Fed doit arbitrer entre des pressions têtues sur les prix et le ralentissement du marché du travail.

Dans le segment investment grade, les émissions américaines ont dépassé 1 500 milliards USD depuis le début de l'année, au-dessus du niveau atteint à la même période en 2020. La part des hyperscalers augmente avec leurs besoins de financement liés à l'IA et aux centres de données. Malgré une demande soutenue, l'offre abondante a accru les concessions à l'émission et pesé sur certains segments technologiques. Les investissements dans l'IA devraient maintenir les besoins de financement et la pression sur l'offre, malgré des bilans solides. Dans le haut rendement, les spreads restent historiquement serrés, mais la qualité du marché s'est améliorée : les émetteurs BB représentent plus de la moitié de l'indice (graph. 2), l'accès au marché primaire reste aisé et les rendements globaux élevés. Une durée plus courte réduit aussi la sensibilité aux taux des obligations d'État à long terme. En effet, les investisseurs en titres à haut rendement restent exposés à un risque de taux d'intérêt historiquement très faible, avec une durée proche de son plus bas niveau depuis 15 ans, même si elle était encore plus faible à la fin de l'année dernière. Avec une meilleure qualité de crédit, nous estimons que les revenus restent un important facteur de rendement, même sans nouvelle compression des spreads.

Graph. 1 : Gouverneurs et présidents des Fed régionales sont bien plus enclins au désaccord

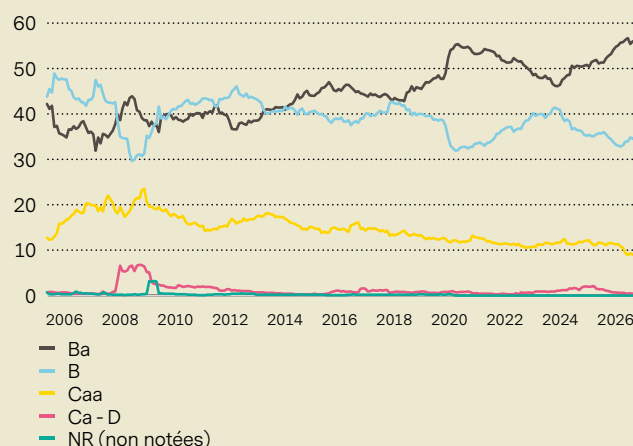
Votes dissidents par an, en %



Source : Fed de Saint-Louis ; calculs réalisés à partir des données officielles de vote enregistrées lors des réunions, Vontobel ; au 29 juillet 2026.

Graph. 2 : Les émetteurs notés BB représentent plus de la moitié du marché, signe d'une meilleure qualité

Répartition des notations, en %



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 août 2026.

La tempête estivale des actions



—
Clémence Rusek
Senior Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Cette année, les marchés actions mondiaux ont essuyé leur propre tempête estivale, les turbulences de juin et juillet ayant cédé la place à une embellie en août.

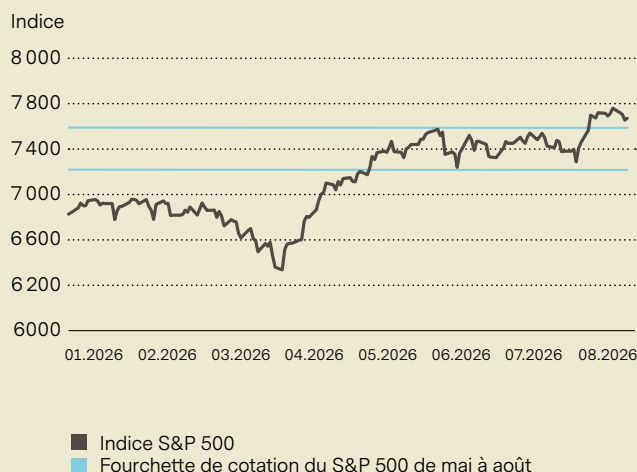
Les actions mondiales ont évolué latéralement en juin et juillet, le secteur technologique ayant perdu ses gains initiaux suite à une vague de ventes qui a touché le secteur des semi-conducteurs. Mais les marchés ont fait un impressionnant retour en août, sortant de cette fourchette et se rapprochant à nouveau de nouveaux sommets (graph. 1).

Au début de l'été, trois défis se sont enchaînés pour les investisseurs. Tout d'abord, les positions sur les fabricants de puces étaient devenues extrêmement concentrées, le mouvement de débouclage a été amplifié par la réduction des positions à effet de levier en Corée du Sud. Parallèlement, les avancées majeures chinoises en matière d'IA ont ravivé un débat plus large sur le rendement des colossaux capitaux injectés dans cette technologie. Ensuite les prix du pétrole ont rebondi pour se rapprocher de 100 USD le baril mi-juillet, quand les tensions entre les États-Unis et l'Iran se sont à nouveau exacerbées, alimentant les craintes d'une nouvelle poussée d'inflation. Enfin, ces risques d'inflation ont amené les marchés

à anticiper un durcissement de ton de la Fed. Certaines de ces inquiétudes se sont apaisées courant août. Le débouclage des positions sur les valeurs des semi-conducteurs semble être arrivé à son terme. L'impasse dans le détroit d'Ormuz reste sans issue, mais les prix du pétrole demeurent contenus. Si les propos du président de la Fed, Kevin Warsh, lors du symposium de Jackson Hole se sont révélés plus restrictifs que prévu, nous estimons que la barre reste haute pour une hausse des taux de la Fed.

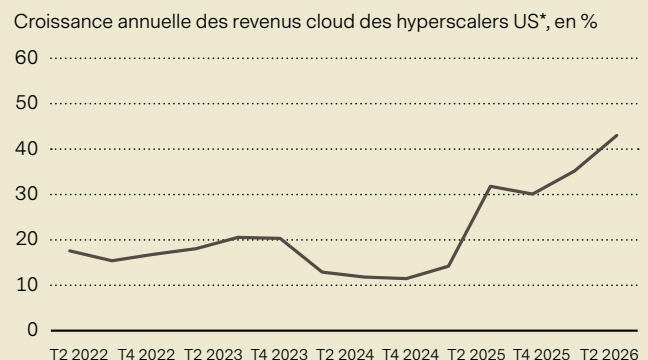
Les résultats du deuxième trimestre ont fourni un appui supplémentaire, avec une croissance du bénéfice par action (BPA) d'environ 50%, la plus solide en dehors d'une phase de reprise après une récession. À notre avis, les chiffres ont également confirmé que le cycle de l'IA reste intact. Le groupe des «Big Four» hyperscalers²⁵ a bondi de près de 10% en juillet, après la publication des résultats. Le principal enseignement est que la demande en capacités de calcul reste exceptionnellement forte, tandis que l'offre demeure limitée. Les carnets de commandes ont augmenté pour un trimestre supplémentaire, maintenant des dépenses d'investissement (capex) élevées et une bonne visibilité sur les revenus pour l'année prochaine. La preuve peut-être la plus manifeste que les dépenses consacrées à l'IA se traduisent par des revenus est venue de la croissance inattendue du cloud²⁶ d'environ 45% en glissement annuel (graph. 2) ainsi que de l'accroissement des marges. Il est toutefois important de souligner que cette vigueur ne se limitait pas au secteur technologique. Les surprises sur les bénéfices ont été généralisées dans l'ensemble des secteurs, ce qui suggère que la rentabilité des entreprises s'améliore dans un éventail plus large du marché, offrant ainsi aux actions des fondamentaux plus sains et plus durables.

Graph. 1 : Le S&P 500 est sorti de sa fourchette de cotation des trois derniers mois



Sources : LSEG, Vontobel ; au 21 août 2026.

Graph. 2 : Les revenus liés au cloud des hyperscalers bondissent



*Ce graphique fait référence à Amazon, Microsoft, Alphabet

Source : publications réglementaires des sociétés, Vontobel ; au 21 août 2026.

Quand les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles



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

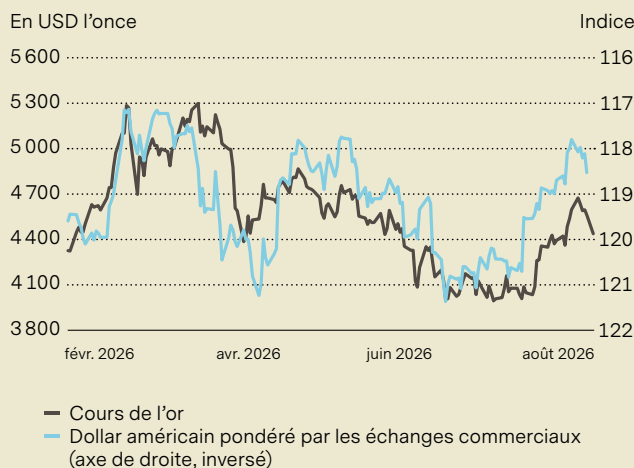
Après des records début 2026, l'or a subi une longue baisse avant de rebondir grâce à des statistiques économiques décevantes, rappelant que les mauvaises nouvelles pour l'économie sont souvent bonnes pour l'or.

Cette faiblesse tient à une conjonction inhabituelle de facteurs macroéconomiques. L'escalade de la guerre en Iran et la flambée du pétrole ont amené les marchés à anticiper un ton plus ferme de la Fed. Les rendements nominaux des bons du Trésor ont progressé plus vite que les anticipations d'inflation, faisant monter les rendements réels. Pour l'or, actif non rémunérateur, cela accroît le coût d'opportunité de sa détention. Le raffermissement du dollar a accentué la pression sur le métal jaune en réduisant son attrait pour les acheteurs internationaux. Les spéculateurs ont commencé à liquider leurs positions sur l'or, provoquant des sorties des marchés à terme et des ETF adossés à l'or. Le soutien du secteur public s'est aussi atténué, plusieurs banques centrales, dont celles de Russie et de Turquie, ayant, selon certaines informations, vendu de l'or pour soutenir leurs monnaies et couvrir leurs besoins budgétaires. Le sentiment des marchés a commencé à changer en août. Les données

macroéconomiques plus faibles que prévu aux USA ont apaisé les craintes d'un resserrement monétaire plus vigoureux de la Fed et pesé sur le dollar américain (graph. 1). Parallèlement, les inquiétudes croissantes sur la viabilité budgétaire et la dette ont renforcé l'attrait de l'or comme réserve de valeur. Les banques centrales ont aussi poursuivi leurs achats : la Banque populaire de Chine a ainsi acquis 20 tonnes nettes en juillet, et certains investisseurs sont revenus aux ETF or.

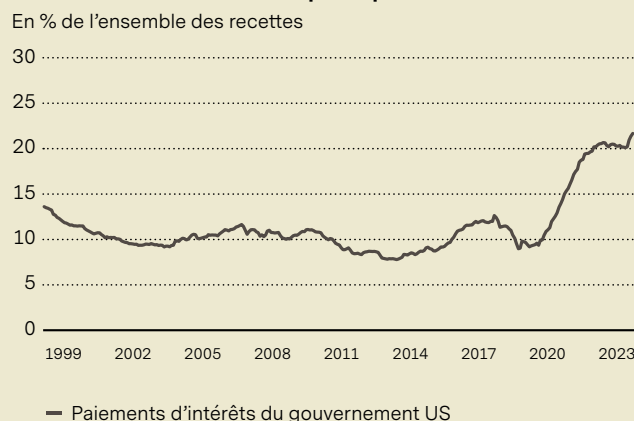
Selon nous, la politique monétaire de la Fed devrait rester le principal moteur de la dynamique cyclique. Si les marchés cessent d'anticiper de nouvelles hausses et que la perspective de baisses de taux se renforce, les rendements réels devraient reculer, ce qui pourrait relancer la demande d'or via les ETF et le marché physique. Les banques centrales devraient aussi continuer à soutenir les cours. Mais après plusieurs années d'achats soutenus et de diversification des réserves, la demande souveraine pourrait peiner à retrouver ses récents records. Sans signaler un retournement de tendance, cela pourrait nécessiter un rôle accru des investisseurs privés pour soutenir les cours, renforçant l'importance des perspectives de taux et de rendements réels. Au-delà des facteurs cycliques, la situation budgétaire et la dette, notamment aux États-Unis, restent un argument majeur en faveur de l'or à long terme. Les déficits persistants, le poids croissant du service de la dette et les doutes sur la viabilité de la trajectoire budgétaire américaine pourraient éroder la confiance dans les monnaies fiduciaires et renforcer le rôle de l'or comme réserve de valeur (graph. 2). Ces facteurs, conjugués à la fragmentation progressive du système financier centré sur le dollar, continuent d'offrir à l'or un cadre structurel propice.

Graph. 1 : L'or profite généralement de la baisse du dollar américain



Sources : LSEG, Vontobel ; au 21 août 2026.

Graph. 2 : La hausse des intérêts inquiète quant à la soutenabilité des finances publiques



Sources : LSEG, Vontobel ; au 21 août 2026.

Les taux ne racontent que la moitié de l'histoire



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

Le paysage mondial des taux a nettement évolué depuis fin 2025. Après avoir anticipé des baisses généralisées dans les économies développées, les marchés ont revu leurs attentes, plusieurs banques centrales s'orientant vers un nouveau resserrement. Cette évolution a généralement favorisé les monnaies dont le portage relatif²⁷ s'est amélioré, notamment celles de l'Australie, de la Norvège et de la Nouvelle-Zélande (graph. 1).

Mais les anticipations de hausse des taux n'ont pas profité à toutes les monnaies. L'euro et la livre sterling ont sous-performé malgré des anticipations plus restrictives, la BCE ayant déjà relevé ses taux, tandis que la Banque d'Angleterre ne l'a pas encore fait. Les marchés ont aussi relevé leurs anticipations concernant les taux de la Fed. En Europe et au Royaume-Uni, la perspective d'un resserrement reflète davantage le retour des pressions inflationnistes qu'une croissance plus forte. Les hausses de taux, anticipées ou effectives, ne renforcent pas nécessairement l'attrait d'une monnaie.

Un peu moins de dollar ?

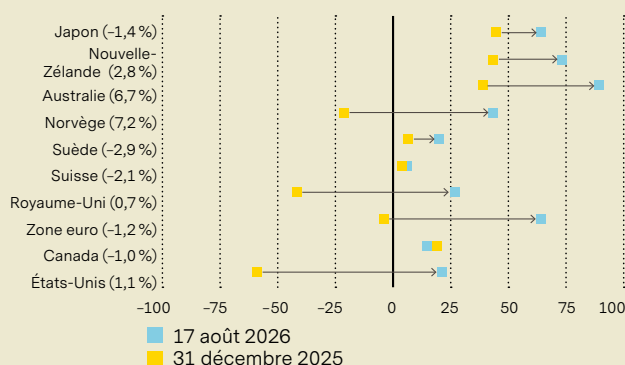
Les gestionnaires de réserves commencent à réduire leur exposition au dollar. Pour la première fois en trois ans, les

banques centrales interrogées par l'OMFIF²⁸ prévoient de la réduire à long terme, tout en augmentant leurs allocations à l'euro et au renminbi. Les fonds de pension publics et souverains suivent cette tendance, signe que les considérations géopolitiques pèsent davantage dans les choix de devises, aux côtés des écarts de taux. Cette évolution est progressive. Le dollar représente toujours environ 57% des réserves de change mondiales (graph. 2), et les gestionnaires de ces réserves prévoient que sa part devrait seulement reculer à environ 52% au cours des dix prochaines années. Sa liquidité, la profondeur de son marché et son rôle de valeur refuge sont inégalés, et ni l'euro ni le renminbi ne sont aujourd'hui en mesure de la remplacer entièrement. À court terme, les anticipations d'une hausse des taux de la Fed et les incertitudes géopolitiques devraient soutenir le dollar. À plus long terme, sa valorisation, les préoccupations budgétaires et un système de réserves plus diversifié plaident en faveur d'une situation moins déséquilibrée.

En ce qui concerne l'euro, nous anticipons une certaine vulnérabilité supplémentaire à court terme. Les taux relatifs ont de nouveau évolué en faveur du dollar, tandis que la hausse des prix de l'énergie constitue un problème particulier pour l'Europe, en renchérissant les importations et en pesant sur la croissance. À moyen terme, nous pensons qu'un accroissement des investissements et un soutien budgétaire accru profiteront davantage à l'euro. Le franc bénéficie toujours de son statut de valeur refuge, mais la très faible inflation, un désavantage considérable en termes de taux et le risque d'une intervention de la Banque nationale suisse pour contrer une appréciation excessive pourraient limiter son potentiel de hausse.

Graph. 1 : Les monnaies plus fortes ont généralement enregistré les plus fortes révisions à la hausse des taux

Pays (performance spot des devises depuis le début de l'année vs US)

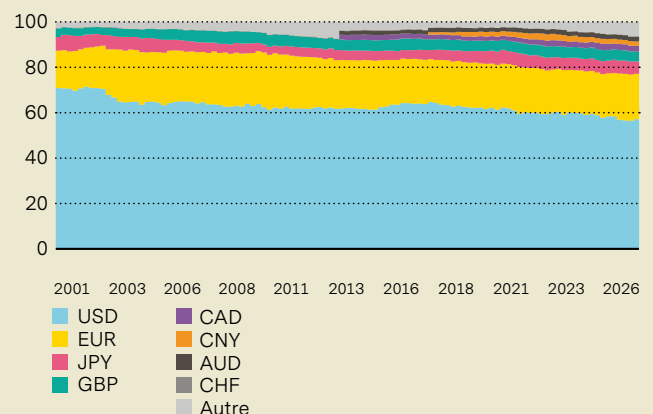


Anticipations du marché jusqu'au T4 2026 (en points de base) et évolutions effectives des taux directeurs depuis le début de l'année

Source : LSEG, Vontobel ; au 17 août 2026.

Graph. 2 : La part du dollar dans les réserves mondiales de change recule lentement

Répartition des réserves mondiales de change, en %



Source : LSEG, Vontobel ; au 21 août 2026.

Conjoncture et marchés financiers 2025 – 2027

La liste suivante présente les valeurs réelles, les taux de change et les prix de 2025, ainsi que les prévisions consensuelles pour 2026 et 2027 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%)	2025 ¹	ACTUEL ²	CONSENSUS 2026	CONSENSUS 2027	
Mondial (G20)	2,6	2,2	2,4	2,6	
Zone euro	1,4	1,0	0,8	1,2	
États-Unis	2,1	2,1	2,2	2,1	
Japon	1,1	0,7	0,6	0,8	
R.-U.	1,4	1,2	1,0	1,1	
Suisse	1,4	0,6	1,1	1,4	
Australie	2,0	2,5	1,9	1,7	
Chine	5,0	4,3	4,6	4,4	

INFLATION	2025 ³	ACTUEL ⁴	CONSENSUS 2026	CONSENSUS 2027	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 2026 ⁵
Zone euro	2,1	2,9	2,8	2,2	↓
États-Unis	2,7	3,4	3,3	2,4	↓
Suisse	0,2	0,4	0,5	0,7	→

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS ⁵
EUR (taux de dépôt)	2,00	2,25	2,43	2,27	→
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	3,75	3,75	3,80	3,62	→
CHF	–	–	–	0,05	→

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS ⁵
EUR (Allemagne)	2,86	3,26	2,99	2,93	→
USD	4,17	4,74	4,45	4,33	→
CHF	0,32	0,43	0,42	0,49	→

TAUX DE CHANGE	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS ⁵
CHF / EUR	0,93	0,94	0,93	0,93	→
CHF / USD	0,79	0,81	0,80	0,80	↓
USD / EUR	1,17	1,16	1,16	1,18	↑

MATIÈRES PREMIÈRES	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS ⁵
Pétrole brut Brent, USD par baril	61	91	76	70	→
Or, USD par once troy	4319	4397	4482	4823	→
Cuivre, USD par tonne métrique	12423	14158	13600	12900	↓

Remarque: Les opinions sont à jour au 18 août 2026. Les prévisions et estimations consensuelles présentées sont basées sur les conditions de marché et les hypothèses en vigueur à la date indiquée et sont sujettes à modification sans préavis. Les prévisions ne sont pas indicatives des résultats réels et ne sont pas garanties. Les résultats réels peuvent différer de manière significative. Ces informations sont fournies à titre illustratif uniquement et ne constituent ni un conseil en investissement ni une recommandation. Veuillez consulter la clause de non-responsabilité complète à la page 19.

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

Informations juridiques

Le présent document est destiné aux investisseurs de détail et/ou institutionnels (professionnels, qualifiés) dans les juridictions mentionnées. Il est fourni à titre strictement informatif et ne tient pas compte des objectifs d'investissement individuels, de la situation financière ni des besoins spécifiques des destinataires. Il ne constitue pas une base appropriée pour une décision d'investissement. Les investisseurs sont invités à solliciter un conseil professionnel indépendant avant toute décision d'investissement.

Disponibilité pour investisseurs institutionnels (professionnels): AT, AU, CH, DE, DK, ES, FI, FR, GB, HK, IE, IT, LI, LU, NL, NO, NZ, PT, SE, SG, US Offshore, et certains pays d'Amérique latine.

Disponibilité pour investisseurs de détail: AT, CH, DE, ES, FI, FR, GB, IE, IT, LI, LU, NL, NO, PT, SE.

Le présent document constitue une communication à caractère commercial. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation personnalisée, ni une recherche en investissement, ni une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni la mise en œuvre d'une stratégie d'investissement ou la conclusion de toute opération juridique. Ce document n'a pas été préparé conformément aux exigences légales visant à garantir l'indépendance de la recherche en investissement.

Les informations, analyses et opinions exprimées dans le présent document reflètent l'opinion de l'entité émettrice à la date de publication et peuvent être modifiées sans préavis. Il n'existe aucune obligation de mettre à jour ou de réviser les informations contenues dans ce document. Ce document peut contenir des déclarations prospectives, y compris, sans s'y limiter, des prévisions, estimations et projections. Ces déclarations comportent des risques et incertitudes inhérents, et les résultats réels peuvent différer sensiblement de ceux exprimés ou suggérés. Toute indication relative à l'allocation d'actifs, au positionnement de marché ou aux stratégies d'investissement (par exemple surpondération, neutre, sous-pondération) est fournie exclusivement à titre informatif et ne constitue pas une recommandation ni un conseil.

Les investissements comportent des risques. La valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent augmenter ou diminuer et ne sont pas garantis. Les investisseurs peuvent ne pas récupérer l'intégralité du montant investi. Les investissements sont soumis à divers risques, notamment le risque de marché, le risque de taux d'intérêt, le risque d'inflation, le risque de change, le risque de crédit et le risque de liquidité. Les investissements en actions peuvent être soumis à une forte volatilité des prix. Les investissements obligataires sont exposés aux risques de taux d'intérêt et de crédit. Les investissements en devises étrangères sont soumis aux fluctuations des taux de change. Les investissements dans des actifs ou marchés moins liquides peuvent être plus difficiles à céder et présenter une volatilité accrue. Le cas échéant, certaines classes d'actifs (telles que les matières premières, les marchés émergents ou les investissements alternatifs) peuvent être soumises à des risques supplémentaires, notamment géopolitiques, réglementaires ou structurels.

Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances actuelles ou futures.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources considérées comme fiables. Toutefois, aucune déclaration ni garantie, expresse ou implicite, n'est donnée quant à leur exactitude, exhaustivité ou actualité. Ce document peut contenir des données fournies par des tiers (tels que, sans s'y limiter, LSEG, Bloomberg, MSCI, Morningstar ou autres). Ces données sont soumises aux conditions d'utilisation des fournisseurs concernés et ne peuvent être reproduites ou redistribuées sans leur consentement.

Les entités du groupe émetteur, ainsi que leurs administrateurs, dirigeants et employés, peuvent détenir des positions ou des intérêts dans les instruments financiers ou marchés mentionnés dans le présent document. Ils peuvent également avoir fourni ou fournir à l'avenir des services aux émetteurs mentionnés.

20 Informations légales

Lorsque des facteurs environnementaux, sociaux ou de gouvernance (ESG) sont pris en compte, ces évaluations reposent sur des méthodologies internes et/ou des données fournies par des tiers, lesquelles peuvent être incomplètes, incohérentes ou sujettes à modification. Il n'existe pas de norme universellement reconnue en matière d'évaluation ESG et différents fournisseurs peuvent produire des résultats divergents. Les considérations ESG peuvent ou non être intégrées dans les décisions d'investissement et ne garantissent ni la performance financière ni la réduction des risques.

Dans la mesure permise par la législation applicable, l'entité émettrice ne saurait être tenue responsable de toute perte directe ou indirecte résultant de l'utilisation ou de la confiance accordée aux informations contenues dans le présent document.

La distribution de ce document peut être restreinte dans certaines juridictions. Il ne peut être distribué que lorsque cela est légalement autorisé et lorsque l'entité distributrice dispose des autorisations requises. Ce document ne s'adresse pas aux personnes américaines et ne doit pas être distribué aux États-Unis ni à des personnes américaines. Les destinataires sont responsables du respect des lois et réglementations locales applicables.

Le présent document est protégé par le droit d'auteur. Il ne peut être reproduit, distribué ou publié, en tout ou en partie, sans le consentement écrit préalable de l'entité émettrice.

Informations destinées aux clients allemands: Cette publication, préparée par Bank Vontobel AG, est distribuée par Bank Vontobel Europe AG, Munich.

Glossaire et sources

- ¹ Dr Copper est un surnom donné au cuivre, car celui-ci est considéré comme un précieux baromètre de la santé de l'économie mondiale en raison de son utilisation répandue dans les secteurs de la construction, de l'industrie manufacturière et des infrastructures.
 - ² Une économie en forme de K est une économie dans laquelle différents groupes évoluent dans des directions opposées. Certains prospèrent (branche ascendante du K), tandis que d'autres prennent du retard (branche descendante).
 - ³ Source : article de Reuters publié le 23 juillet 2026. www.reuters.com/commentary/reuters-open-interest/americas-mass-affluence-is-bigger-than-you-think-2026-07-23/
 - ⁴ La prime de terme est le rendement supplémentaire que les investisseurs demandent pour détenir une obligation à long terme plutôt que d'investir de manière répétée dans des obligations à court terme, rémunérant les risques de taux d'intérêt, d'inflation et d'incertitude qu'ils prennent sur le long terme.
 - ⁵ On parle de pentification baissière lorsque les taux longs des obligations augmentent plus rapidement que ceux des obligations à court terme, ce qui accentue la pente de la courbe des taux. Cette pentification est qualifiée de « baissière » car la hausse des taux correspond à une baisse des cours des obligations.
 - ⁶ « Sous-pondérer » signifie que le Vontobel Multi Asset Investment Committee affiche une préférence moindre pour une classe ou sous-classe d'actifs. Cela reflète l'opinion selon laquelle cette classe d'actifs est moins attrayante que d'autres dans l'environnement de marché actuel. Il ne s'agit pas d'une recommandation visant à éviter totalement cet actif, mais d'une indication en faveur d'une allocation réduite.
 - ⁷ « Neutre » signifie que le Vontobel Multi Asset Investment Committee n'affiche ni préférence supérieure ni préférence inférieure pour une classe ou sous-classe d'actifs. Cela reflète une opinion équilibrée, selon laquelle la classe d'actifs devrait afficher une performance conforme à sa performance historique ou à la moyenne du marché. Il ne s'agit pas d'une recommandation d'agir, mais d'une indication en faveur du maintien de l'allocation actuelle.
 - ⁸ « Surpondérer » signifie que le Vontobel Multi Asset Investment Committee affiche une préférence plus élevée pour une classe ou sous-classe d'actifs. Cela reflète l'opinion selon laquelle cette classe d'actifs est plus attrayante que d'autres dans l'environnement de marché actuel. Il ne s'agit pas d'une recommandation visant à investir massivement, mais d'une indication en faveur d'une augmentation de l'allocation.
- Les classifications « sous-pondérer », « neutre » et « surpondérer » constituent des opinions internes du comité d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme des recommandations destinées aux investisseurs individuels ni comme une incitation à agir. Elles reflètent uniquement les perspectives de Vontobel concernant l'évolution attendue de la valeur d'une classe d'actifs donnée. Ces évaluations sont diffusées exclusivement à des fins d'information auprès d'un public plus large et ne sont pas adaptées à un groupe de clients spécifique.
- ⁹ Désigne une organisation à but non lucratif regroupant les principaux dirigeants des banques centrales, de la finance, du monde universitaire et du milieu économique, qui traite des grands sujets économiques et financiers mondiaux.
 - ¹⁰ Source : « Commanding Heights: Central Banks at a Crossroads » par Kevin Warsh, conférence du FMI organisée par le G30, le 25 avril 2025. [hoover-s3-website.s3.us-west-2.amazonaws.com/s3fs-public/research/docs/Commanding%20Heights%20April%2025%202025%20DC.pdf](https://www.hoover-s3-website.s3.us-west-2.amazonaws.com/s3fs-public/research/docs/Commanding%20Heights%20April%2025%202025%20DC.pdf)
 - ¹¹ Source : Conseil des gouverneurs du Système de la Réserve fédérale. www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/warsh.htm
 - ¹² Source : Open Secrets, une organisation à but non lucratif qui recueille et publie des données sur le financement électoral, le lobbying et l'influence de l'argent dans la politique américaine. www.opensecrets.org/donor-lookup/results?name=ronald+lauder&order=desc&page=1&sort=D
 - ¹³ Source : Article du Time, publié le 5 février 2026 : <https://time.com/7368798/trump-greenland-pursuit/>
 - ¹⁴ Source : Conseil des gouverneurs du Système de la Réserve fédérale. www.federalreserve.gov/monetarypolicy/task-forces.htm
 - ¹⁵ Source : Article du Wall Street Journal, publié le 29 avril 2026. www.wsj.com/articles/former-fed-official-fisher-urges-fomc-reforms-1461961049?eafs_enabled=false
 - ¹⁶ Source : Article de The Economist publié le 16 mai 2024. www.economist.com/finance-and-economics/2024/05/16/diego-maradona-offers-central-bankers-enduring-lessons
 - ¹⁷ Source : The London School of Economics and Political Science, allocution de Raghuram Rajan, le 17 mai 2023. www.lse.ac.uk/lse-player/central-bank-balance-sheet-expansion-and-financial-stability-why-less-can-be-more
 - ¹⁸ Source : Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson, et Jeremy C. Stein. 2016. « The Federal Reserve's Balance Sheet As a Financial-Stability Tool ». 2016 Economic Policy Symposium Proceedings. Jackson Hole : Banque fédérale de réserve de Kansas City. stein.scholars.harvard.edu/publications/federal-reserves-balance-sheet-financial-stability-tool
 - ¹⁹ Source : Andreesen Horowitz / Marc Andreesen : « Why AI will save the world », 6 juin 2023, a16z.com/ai-will-save-the-world/
 - ²⁰ Sources : Stanford GSB et NBER / Charles I. Jones : « AI and Our Economic Future », 18 mai 2026 – Version 2.0. web.stanford.edu/~chadj/AIandEconomicFuture.pdf
 - ²¹ Source : Gregory Mankiw à l'université de Harvard : « Six Beliefs I Have About Inflation », 18 mai 2024. conference.nber.org/confer/2024/INFs24/InflationConference_Mankiw.pdf
 - ²² Un dot plot de la Fed comporte habituellement 19 points, représentant, de manière anonyme, les prévisions de taux d'intérêt des 19 participants (les 7 membres du Conseil des gouverneurs et les 12 présidents des banques de réserve régionales).
 - ²³ Source : Transcription de la conférence de presse du président Kevin Warsh, le 17 juin 2026. www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20260617.pdf
 - ²⁴ Source : Hoover Institution, « Inflation Is a Choice: Kevin Warsh on Fixing the Federal Reserve », 8 juillet 2025. www.hoover.org/research/inflation-choice-kevin-warsh-fixing-federal-reserve
 - ²⁵ Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta
 - ²⁶ Amazon Web Services, Microsoft Azure, Google Cloud Platform et Oracle Cloud Infrastructure
 - ²⁷ Désigne le coût ou le bénéfice lié à la détention d'une devise dans le temps, principalement dû aux écarts de taux d'intérêt entre deux monnaies.
 - ²⁸ Official Monetary and Financial Institutions Forum, un think tank spécialisé dans les banques centrales, la politique monétaire, les marchés financiers et l'investissement public.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

