

Vontobel

Investors' Outlook

Sans détour

Mai 2026

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Passage étroit

6 Points saillants du marché

Taiwan, principal risque de perte majeure

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,
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 4 juin 2026)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

6 mai 2026

Date de publication

7 mai 2026

Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 17

Sans détour



Dan Scott
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Chères lectrices, chers lecteurs,

Lorsque l'actualité géopolitique accapare les gros titres, le réflexe est souvent de se préparer à une chute des marchés. Et pourtant, malgré tous les revirements de ces dernières semaines, ce n'est pas ce qu'on observe. Les marchés semblent moins attentifs au bruit géopolitique et plus en phase avec la perspective de réouverture du détroit d'Ormuz, même si celle-ci tarde à venir. Ainsi, la situation au Moyen-Orient est certes épineuse, avec les flux de pétroliers toujours perturbés et des négociations ayant progressé de manière inégale, mais le sentiment de risque est resté intact, notamment au vu des informations les plus récentes faisant état d'un possible accord de paix préliminaire.

Il y a de nombreuses raisons à cela. D'abord, la situation actuelle diffère des précédentes crises énergétiques qui ont débouché sur des récessions par le fait que l'économie mondiale est moins dépendante du pétrole. La Chine a diversifié son mix énergétique et les États-Unis ne sont plus aussi dépendants du pétrole du golfe Persique que par le passé. Nous anticipons une croissance économique légèrement plus faible cette année, mais nous prévoyons malgré tout une croissance honorable. Les bénéfices des entreprises redeviennent un point d'attention, les estimations de croissance des sociétés du S&P 500 avoisinant les 20%. Nous pensons que la zone euro et les marchés émergents (ME), dont une grande partie de l'Asie, offrent d'intéressants points d'entrée en termes de valorisation. Et enfin, la perspective de relances budgétaires, dont nous avons déjà parlé, surtout en Europe et au Japon, a toutes les chances de booster la croissance.

En attendant, on parle à nouveau de relever les taux d'intérêt, surtout du côté de la Banque centrale européenne (BCE). Selon nous, une hausse des taux ne résoudrait pas le problème du choc pétrolier et étranglerait une économie qui peine déjà à digérer la hausse des coûts énergétiques. À notre avis, un relèvement des taux de la BCE

constituerait une erreur de politique monétaire à ce stade. Aux États-Unis, Kevin Warsh devrait succéder à Jerome Powell à la tête de la Réserve fédérale américaine (Fed) à la mi-mai, si le Sénat l'approuve. Bien que le président américain Donald Trump ait déclaré qu'il serait déçu si Warsh n'abaissait pas immédiatement les taux, nous pensons que la Fed devrait les maintenir inchangés jusqu'en septembre avant d'envisager éventuellement un assouplissement en fin d'année. Nous pourrions évoquer la puissance des forces désinflationnistes, notamment des gains de productivité engendrés par l'intelligence artificielle (IA). Nous en sommes déjà témoins et pensons que ce n'est pas fini. Il convient également de replacer le risque d'inflation dans son contexte : nous sommes loin d'un retour aux niveaux post-pandémiques, lesquels étaient dus non seulement à des chocs d'offre mais aussi à des chocs de demande, et ont vu les taux globaux approcher les deux chiffres.

Nous connaissons aussi certainement de la volatilité, avec des semaines marquées par un sentiment négatif et la crainte que l'issue du conflit au Moyen-Orient ne soit pire que prévu. Mais les marchés semblent anticiper dans les cours une poursuite de la croissance, une normalisation des voies d'approvisionnement et des conditions politiques largement favorables.

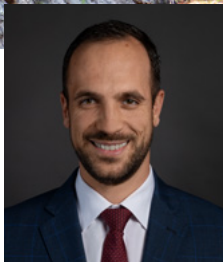
Dans ce numéro d'Investors' Outlook, nous examinons de plus près Taiwan en tant que risque¹ géopolitique potentiel, partageons notre opinion sur l'environnement macro et analysons les marchés actions.

Pour les investisseurs diversifiés, nous estimons que le détroit est un risque à surveiller, non une raison de jeter l'ancre.

→ 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

Passage étroit

Après des semaines d'escalade verbale entre les États-Unis et l'Iran, un accord de paix préliminaire pourrait être proche, selon des informations de presse, s'ajoutant aux signes d'amélioration. Le trafic des pétroliers avait lentement repris, bien qu'il reste nettement inférieur aux niveaux d'avant-guerre.

En amont des développements les plus récents, nous avons mis à jour les probabilités de nos scénarios concernant le conflit au Moyen-Orient. Nous avons attribué une probabilité de 40% à la désescalade et l'enlèvement, et 10% à une escalade et à un basculement dans le chaos. Si la désescalade et l'enlèvement diffèrent quant à leur calendrier et leurs conséquences pour les prix du pétrole, aucun des deux scénarios ne devrait selon nous déclencher un ralentissement économique. S'il y a désescalade, la croissance repartira, même si c'est plus lentement qu'on ne le pensait avant la guerre. Dans un scénario d'enlèvement, la croissance peut ralentir mais rester suffisamment stable pour éviter une contraction.

D'après les données macroéconomiques de mars, l'inflation a légèrement augmenté aux États-Unis et dans la zone euro, et même en Suisse, où elle a atteint 0,3%. Les banques centrales ont dès lors adopté une approche prudemment attentiste, conscientes des risques liés à un durcissement trop précoce dans un environnement incertain. La guerre a interrompu la tendance antérieure à la désinflation mais nous n'anticipons pas une nouvelle vague d'inflation, notamment parce que la situation actuelle diffère des épisodes passés dans la mesure où les taux directeurs sont plus élevés, l'épargne excédentaire a diminué et les marchés du travail sont plus détendus. Nous pensons donc que les craintes de nouveaux relèvements des taux sont probablement exagérées.

Les marchés ont fidèlement reflété l'afflux d'actualités, et les matières premières ont subi certaines des fluctuations plus fortes en avril, en particulier lorsque le Brent a effacé une partie de la « prime de guerre » qui avait fait grimper les prix du baril à 120 USD. Retrouvez le détail de notre allocation d'actifs en page 5.

	SOUS-PONDÉRATION ²		NEUTRE ³	SURPONDÉRATION ⁴		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités				→		Notre opinion sur les liquidités reste légèrement positive, mais nous nous tenons prêts à saisir toute opportunité.
2 Obligations		→				Nous conservons une opinion légèrement négative sur les titres obligataires. Alors que nous anticipons une normalisation progressive de la politique monétaire de la Fed et un retour à un niveau de taux neutre, ce qui devrait entraîner une baisse des rendements, l'attentisme actuel des banques centrales risque de limiter le potentiel de rendement à court terme des obligations d'État, malgré des niveaux de rendement en apparence attractifs. Nous restons sous-pondérés dans les obligations investment grade (IG) ⁵ et à haut rendement (HY). ⁶ Bien que l'environnement macroéconomique semble stable, nous estimons que les valorisations actuelles sont tendues et qu'un afflux d'émissions, notamment en raison des émissions liées à l'IA, exerce une pression sur les spreads. Nous réaffirmons notre position neutre sur les obligations en devises fortes des ME, pour lesquelles nous estimons que la solidité des fondamentaux contrebalance leur valorisation relativement élevée.
3 Actions				→		Nos perspectives concernant les actions restent optimistes. Nous prévoyons que les conditions à court terme resteront sensibles, les marchés étant susceptibles de réagir au flux quotidien d'informations. Mais selon nous, les fondamentaux restent dans l'ensemble solides. La vigueur des résultats des entreprises, le soutien budgétaire continu et l'envolée des dépenses liées à l'IA ont contribué à compenser l'impact de la volatilité des prix du pétrole. Nous continuons de privilégier les actions des ME, car les prévisions de bénéfices sont en cours de révision à la hausse, notamment à Taiwan et en Corée, sous l'effet de la demande en semi-conducteurs et en technologies d'IA. En Chine, une croissance stable et un positionnement modéré des investisseurs pourraient offrir un potentiel de hausse par rapport aux autres régions du monde. Nous pensons aussi que les actions européennes sont bien placées pour bénéficier d'une reprise de la croissance mondiale dans un contexte d'affaiblissement du dollar US et de nouvelles mesures de relance budgétaire en Allemagne.
4 Or			→			Nous maintenons notre position neutre sur l'or. Bien que les prix aient quelque peu rebondi après la baisse de mars, ils restent inférieurs aux niveaux d'avant le conflit. Le rôle traditionnel de l'or en tant que valeur refuge ⁷ est remis en cause par la vigueur du dollar américain et par les craintes persistantes que les banques centrales ne parviennent pas à faire abstraction de la récente hausse de l'inflation. Pour une évaluation plus détaillée de l'or, reportez-vous à la page 16.
5 Matières premières			→			Nous maintenons une position neutre sur les matières premières après avoir réduit notre surpondération à la mi-mars. Les facteurs favorables initiaux (croissance, dollar plus faible et couverture géopolitique) se sont atténués ou ont déjà joué leur rôle. La forte hausse récente du pétrole suggère, comme souvent, un risque de baisse de la demande et d'augmentation de l'offre. Dans ce contexte, les perspectives des matières premières nous apparaissent moins favorables.
6 Stratégies alternatives			→			Nous maintenons notre opinion neutre vis-à-vis des fonds alternatifs et de l'immobilier.

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

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

Taiwan, principal risque de perte majeure

Lors du discours du Nouvel An prononcé depuis le palais de l'Assemblée du peuple, le président chinois Xi Jinping a déclaré : « Nous, Chinois des deux côtés du détroit de Taiwan, sommes liés par le sang et la parenté. La réunification de notre mère patrie, tendance inéluctable de notre époque, est inarrêtable ! »⁸





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



Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Multi Asset Boutique, Vontobel

Si les propos de Xi Jinping ont touché la fibre nationaliste du pays, ils ont inquiété à l'étranger. Dans une interview du New York Times quelques jours après, le président américain Donald Trump a déclaré que Xi considérait Taïwan, une île d'environ 23 millions d'habitants au gouvernement démocratique, comment faisant partie de la Chine. Il a ajouté que toute action concernant Taïwan était du ressort de Xi, mais qu'il lui avait fait savoir qu'il serait « très contrarié » si Xi décidait d'envahir l'île.⁹

Un malaise dont s'est fait écho la Première ministre japonaise Sanae Takaichi, qui a déclaré qu'une crise taïwanaise pourrait entraîner une intervention conjointe du Japon et des USA pour venir à la rescousse de leurs ressortissants. Elle a par ailleurs ajouté que si les forces américaines étaient attaquées pendant cette opération conjointe, le Japon ne pourrait pas se dérober sans risquer de détruire son alliance avec les USA.¹⁰

Tout le monde parle de Taïwan, mais pourquoi est-ce important ?

Pourquoi cet îlot est-il si important au niveau mondial ? Au-delà du « principe d'une seule Chine »,¹¹ qui présente Taïwan comme une question de souveraineté et d'unité, l'île revêt une importance économique et géopolitique considérable.

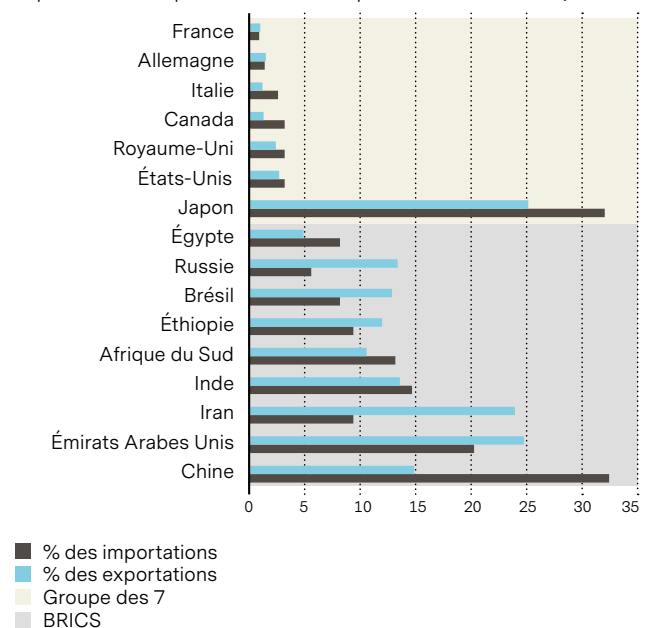
L'importance économique de Taïwan repose avant tout sur son leadership incontesté dans la course à la suprématie technologique. Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) fabrique plus de 60% de des semi-conducteurs mondiaux et 90% des puces les plus avancées. Ces minuscules composants à base de silicium font tourner le monde moderne, de l'intelligence artificielle et des smartphones aux systèmes de défense de pointe. Sans TSMC, l'économie technologique mondiale serait probablement paralysée.

Mais l'importance économique de Taïwan ne s'arrête pas là. Le détroit de Taïwan, qui sépare l'île de la Chine continentale, est une artère vitale pour le commerce mondial. En 2022, on estime que l'équivalent de 2450 milliards USD de marchandises (soit plus d'un cinquième du commerce maritime mondial) ont transité par ce bras de mer. Selon le Center for Strategic & International Studies (CSIS), parmi les pays des BRICS,¹² la Chine est le pays le plus dépendant du détroit de Taïwan, puisque plus de 32% de ses importations et environ 15% de ses exportations transitent par cette voie maritime stratégique. Suivent les Émirats Arabes Unis, avec 20% de leurs importations et près de 25% de leurs exportations. D'autres puissances émergentes telles que l'Inde, l'Iran et l'Afrique du Sud ont également des flux commerciaux importants transitant par le détroit. Les pays du Groupe des sept (G7) sont généralement moins exposés, leurs échanges commerciaux par cette voie ne dépassant généralement pas 5%. Le Japon en est l'exception, plus de 32% de ses importations et 25% de ses exportations empruntant le détroit de Taïwan (graph. 1).

Le commerce mondial étant interconnecté, il convient de voir au-delà des pourcentages d'importations et d'ex-

Graph. 1 : L'importance du détroit de Taïwan ne se limite pas aux pays de l'Indo-Pacifique

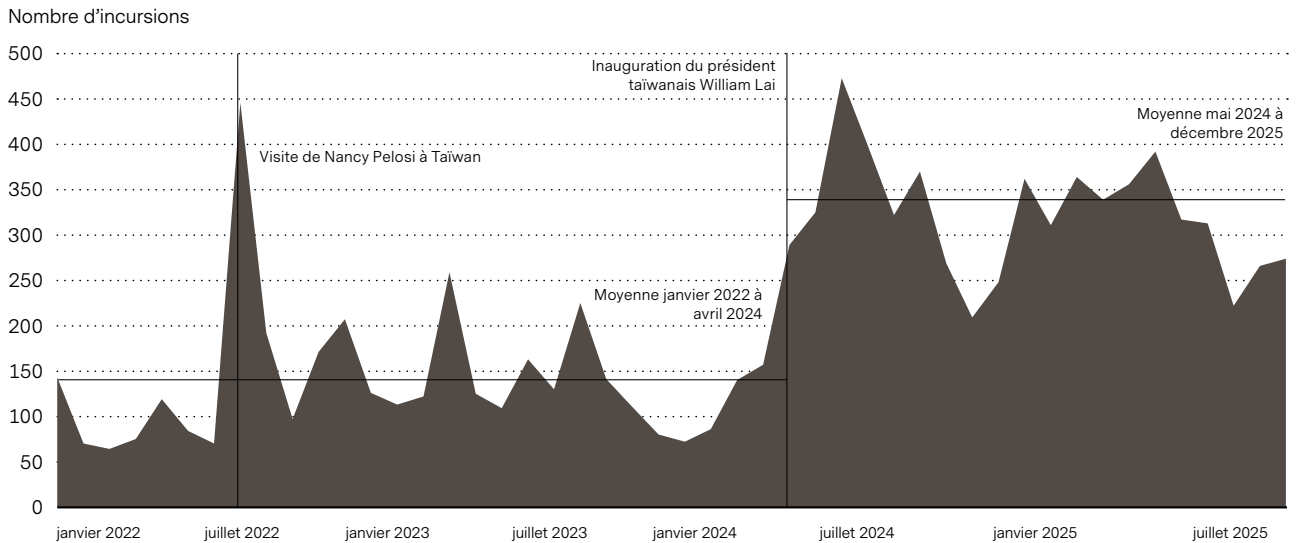
Exportations et importations transitant par le détroit de Taïwan, en %



Source : Center for Strategic & International Studies (CSIS), Vontobel ; au 31 décembre 2022.

8 Points saillants du marché

Graph. 2 : La Chine a effectué un nombre record d'exercices militaires autour de Taïwan en 2025



■ Incursions aériennes de l'Armée populaire de libération par mois dans la zone d'identification de défense aérienne (ZIDA) de Taïwan
Source : CSIS China Power Project ; Ministry of National Defense, R.O.C. (Taiwan); Gerard C. Brown et Benjamin Lewis, Taiwan ADIZ Violations (2025).

portations pour obtenir une vue d'ensemble. Outre les risques qui pèsent sur les chaînes d'approvisionnement mondiales en semi-conducteurs, des perturbations dans le détroit de Taïwan pourraient avoir de graves répercussions sur les marchés mondiaux des matières premières. Par exemple, certains pays comme Oman, l'Arabie saoudite, l'Irak, le Koweït, le Qatar ou le Yémen dépendent de ce détroit pour acheminer plus de 30% de leurs exportations de pétrole vers les marchés asiatiques. De même, la République démocratique du Congo a exporté près de 13 milliards USD de cuivre, de cobalt et d'autres métaux par le détroit en 2022 (62% de ses exportations totales), principalement vers la Chine. L'Érythrée expédie plus de 70% de son minerai de zinc et presque tout son minerai de cuivre à la Chine, tandis que le Gabon et l'Angola exportent environ 40% de leur pétrole vers la Chine, le plus souvent par le détroit de Taïwan, vers les ports du nord de la Chine. Toute instabilité dans ce couloir maritime essentiel aurait probablement des répercussions régionales et affecterait grandement les flux commerciaux ainsi que les marchés mondiaux.

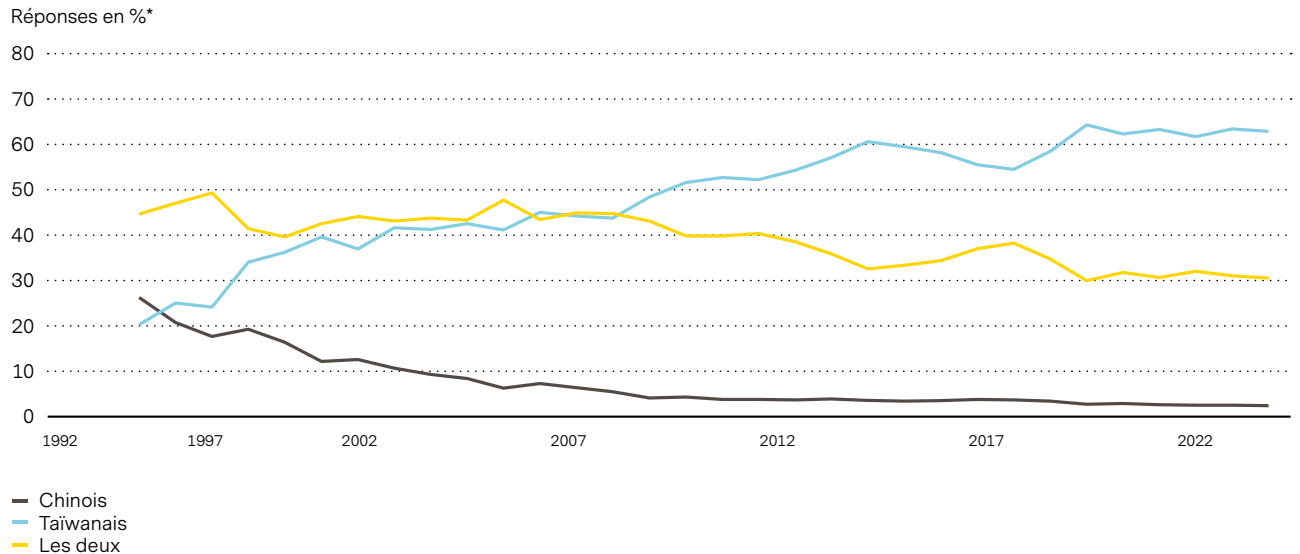
Pourquoi l'inquiétude grandit-elle ?

Les ambitions de la Chine sur Taïwan ne datent pas d'hier. Le gouvernement prétend depuis longtemps que l'île est une province séparatiste qui devra, à terme, être réunifiée avec le continent. Mais la modernisation rapide de l'Armée populaire de libération (APL) depuis 2015, avec

notamment les progrès accomplis dans ses systèmes de missiles, ses porte-avions et ses capacités d'assaut amphibie, ainsi que l'intensification des exercices militaires de l'APL autour de Taïwan, avec des incursions aériennes et navales toujours plus nombreuses dans la zone d'identification de défense aérienne de Taïwan (graph. 2), ont ravivé les inquiétudes. Les exercices militaires de grande ampleur, comme ceux qui simulent des blocus ou des attaques par la mer, ont aussi alerté sur le niveau de préparation et la volonté de Pékin à faire usage de la force.

Il y a aussi la théorie dite du « pic chinois », selon laquelle l'essor économique et géopolitique rapide de la Chine aurait atteint son apogée en raison de son déclin démographique, du recul de sa productivité et du fardeau de sa dette, et que le pays serait désormais confronté à un déclin structurel à long terme ou à une stagnation plutôt qu'à une croissance continue.¹³ Voilà qui pourrait, théoriquement, augmenter la probabilité d'un durcissement progressif de la politique étrangère.¹⁴ En effet, Pékin a adopté une posture ferme qui s'étend bien au-delà du détroit de Taïwan, comme en témoignent certains événements tels que les affrontements de 2020 à la frontière avec l'Inde, l'intégration totale du système juridique de Hong Kong et les réformes de l'enseignement en Mongolie intérieure.

Graph. 3 : Les Taïwanais se sentent de moins en moins chinois, et le temps n'avantage pas la Chine



*Réponse à la question : « Vous considérez-vous comme taïwanais, chinois, ou les deux ? »

Source : Sondage mené par l'Election Study Center, National Chengchi University (2025), Vontobel.

Ce qui attire aussi l'attention sur la Chine, c'est qu'elle se détache de plus en plus de l'Occident sur le plan financier. La décision de Pékin de réduire ses avoirs en bons du Trésor américain à leur plus bas niveau depuis seize ans, tout en augmentant considérablement ses réserves d'or, a rappelé les mesures prises par la Russie à l'approche de son invasion de l'Ukraine.

En même temps, le tissu social a évolué à Taipei. D'après le Chengchi University's Election Study Center, en 2025, environ 62% des habitants de l'île se considéraient comme taïwanais, tandis que moins de 3% s'estimaient chinois. Pour replacer les choses dans leur contexte, en 1992, 25,5% se considéraient comme chinois, contre seulement 17,6% comme taïwanais (graph 3).¹⁵ Plus la Chine tardera à agir, plus cet écart idéologique risque de se creuser.

Ce qui freine une invasion aujourd'hui

Même si le ton monte, nous estimons peu probable que la Chine envahisse Taïwan sous peu. Premièrement, la théorie du pic chinois demeure l'objet d'intenses débats plutôt qu'une réalité établie. Certes, la période de croissance rapide à deux chiffres est révolue, la population diminue, le niveau d'endettement est élevé et la conjoncture extérieure est devenue plus difficile. Mais Pékin se tourne activement vers une production high tech et les énergies renouvelables. Des secteurs tels que les véhicules

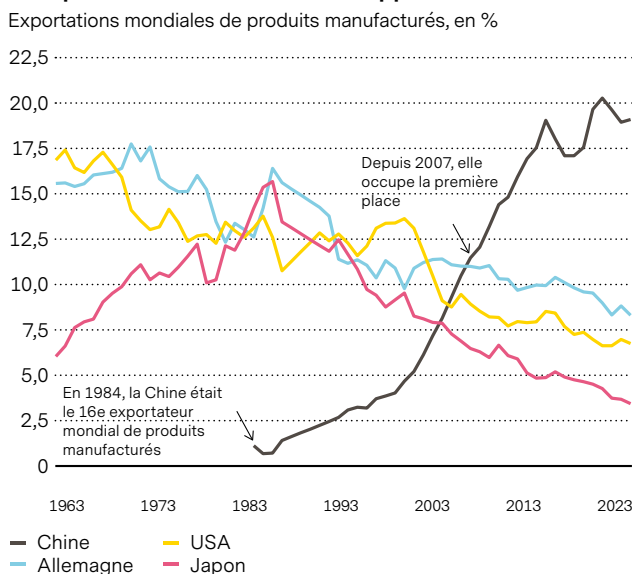
électriques et l'énergie solaire connaissent un essor rapide et compensent en partie les effets néfastes de la crise immobilière. Qui plus est, les percées de l'IA et d'autres technologies avancées en 2024 et 2025 montrent que la Chine conserve sa forte capacité d'innovation et reste compétitive au niveau mondial, défiant souvent les esprits sceptiques.

Deuxièmement, le Parti communiste chinois a maintes fois montré sa capacité à naviguer à vue en période de crise, en ajustant ses politiques de façon pragmatique. Le quinquennal lancé en 2026 a pour but de consolider ces gains plutôt que de risquer un atterrissage brutal.

Troisièmement, nous pensons que les contraintes militaires actuelles de la Chine rendent une invasion imminente hautement improbable. La géographie de Taïwan, combinée à ses solides préparatifs défensifs, représentent des défis de taille pour toute attaque par la mer. Le détroit de Taïwan, large d'environ 160 kilomètres, est connu pour ses eaux tumultueuses, les moussons et le climat imprévisible réduisant à quelques mois par an la fenêtre pour une invasion par la mer. Et en cas d'invasion, le transport de centaines de milliers de soldats dans le détroit sous un feu permanent serait un cauchemar logistique. La stratégie taïwanaise de défense dite « du porc-épic » complique encore l'équation. L'armée a concentré ses

10 Points saillants du marché

Graph. 4 : L'usine du monde risquerait-elle des sanctions et la perturbation des chaînes d'approvisionnement ?

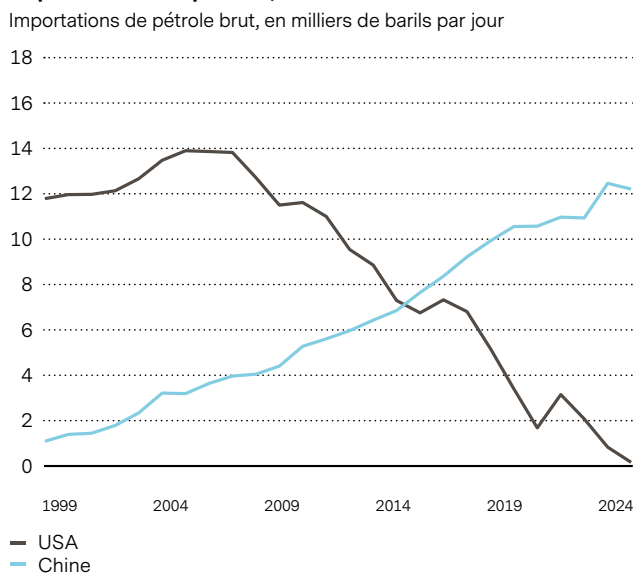


Source : LSEG, Vontobel ; au 31 décembre 2024.

ressources sur la défense asymétrique en mettant l'accent sur les lanceurs de missiles mobiles, les défenses côtières et la capacité à saboter des infrastructures essentielles telles que les ports, pour empêcher les envahisseurs de prendre pied. Par exemple, avec sa défense «en eaux peu profondes», si les grands ports devenaient inutilisables, les forces chinoises auraient du mal à décharger leurs tanks et leur matériel lourd, ce qui les exposerait à l'artillerie côtière et aux frappes de missiles. Même si une tête de pont était établie, les défis ne feraient que se multiplier. Le relief montagneux de l'île est idéal pour les combats de type guérilla et permettrait aux défenseurs d'exploiter le couvert naturel pour harceler et freiner les attaquants. La capitale, Taipei, est nichée dans une cuvette naturelle et offre ainsi un avantage défensif dans les combats urbains. Ensemble, ces facteurs font de Taïwan une île difficile à prendre et renforcent l'efficacité de sa stratégie de dissuasion.

Autre facteur dissuasif : l'éventualité d'une intervention militaire américaine. Depuis la Guerre froide, les États-Unis ont adopté une politique d'«ambiguïté stratégique»,¹⁶ en évitant délibérément de s'engager explicitement à défendre Taïwan en cas d'attaque chinoise. Cela crée une incertitude calculée pour Pékin, qui ne peut prédire avec exactitude la nature et l'étendue de la réaction américaine. Malgré cette ambiguïté, nous estimons qu'il y a de fortes chances que les États-Unis interviennent d'une manière

Graph. 5 : La Chine reste largement dépendante des importations de pétrole, contrairement aux USA



Source : LSEG, Vontobel ; au 31 décembre 2024.

ou d'une autre si la Chine venait à envahir Taïwan aujourd'hui. En partie parce qu'ils dépendent des semi-conducteurs taïwanais, TSMC étant un fournisseur clé pour de grandes entreprises technologiques américaines telles qu'Apple, Nvidia et AMD.

La Chine est elle-même limitée par d'importantes contraintes économiques qui rendraient une invasion risquée. Premier exportateur au monde et pôle de production de premier plan, sa part dans les exportations de marchandises mondiales est passée de moins de 5% au début des années 1980 à environ 20% en 2024 (graph. 4). Pékin risquerait-elle cette position en s'exposant à de sévères sanctions occidentales et en perturbant les chaînes d'approvisionnement ? Nous en doutons fort. La guerre entre la Russie et l'Ukraine a déjà montré ce qu'il en coûte, sur les plans économique et géopolitique, de devenir un État paria dans une économie mondiale dominée par le dollar.

Parmi les vulnérabilités figure également la dépendance énergétique. La Chine est peut-être le premier producteur d'énergie au monde, mais c'est aussi le premier consommateur, et sa production ne suit pas sa demande croissante. Le pays dépend largement des importations, surtout pour le pétrole et le gaz naturel liquéfié (graph. 5), dont une grande partie transite par des goulets d'étranglement maritimes tels que le détroit d'Ormuz et la Mer

de Chine méridionale. L'invasion de Taïwan exposerait ces itinéraires à des blocus ou des perturbations qui affecteraient gravement les importations énergétiques chinoises. Les sanctions internationales pourraient restreindre encore les échanges de produits énergétiques, car des fournisseurs du Moyen-Orient, d'Afrique ou même de Russie pourraient subir des pressions pour limiter leurs exportations.

Depuis des années, la Chine a régulièrement accru sa production d'énergie dans le pays, a investi massivement dans les énergies renouvelables et s'est constitué des réserves stratégiques de pétrole pour parer à toute rupture temporaire d'approvisionnement.

Mais on ne mène pas des guerres avec les seules énergies renouvelables, et les réserves de pétrole ne sont pas infinies. Il serait difficile de reconstituer ces réserves stratégiques pendant un conflit, surtout si les principales voies maritimes sont bloquées. Toute rupture dans les importations d'énergie entraînerait probablement des pénuries, ce qui pousserait à la hausse les prix à la consommation et les coûts des secteurs dépendant du pétrole et du gaz. Cela aggraverait les difficultés économiques existantes, notamment le ralentissement de la croissance et les niveaux d'endettement, tout en menaçant l'ordre public si les pénuries énergétiques commencent à affecter le quotidien des 1,4 milliard de citoyens chinois.

Une question essentielle se pose donc : pendant combien de temps la Chine pourrait-elle faire tourner son économie tout en menant des opérations militaires si un blocus naval américain, par exemple, suspendait les importations de brut par la mer ? On peut y répondre par une formule simplifiée : $\text{délai de survie} = \frac{\text{total des réserves de pétrole}}{\text{demande totale de pétrole} - \text{approvisionnement sécurisé}}$. En mars 2026, une analyse menée par BCA Research estimait le « délai de survie » actuel de la Chine à environ 155 jours dans des conditions économiques normales.¹⁷ Dans le cadre de mesures d'urgence en temps de guerre, telles que le rationnement, les restrictions de déplacement et les fermetures d'usines, la demande civile en pétrole pourrait baisser d'environ 15 %. Dans ce cas, le délai de survie de la Chine passerait à environ 207 jours, soit à peu près sept mois. Mais cela pourrait s'avérer insuffisant. Outre la conquête de Taïwan, il faudrait que la Chine puisse se défendre contre des renforts, surtout si des nations occidentales fournissent des armes avancées à Taïwan. Selon BCA Research, la Chine aurait plus de marge de manœuvre avec 365 jours d'approvisionnement.

Ce qui rend ce calcul approximatif intéressant, c'est que le numérateur – et peut-être aussi le dénominateur – semble

pencher en faveur de la Chine à mesure que le temps passe. Le numérateur (les réserves de pétrole) ne cesse d'augmenter au fil du temps, tandis que le dénominateur (la demande en pétrole) pourrait diminuer progressivement, notamment parce que l'adoption des véhicules électriques s'accélère et compense une partie de la demande.

Les contraintes de la Chine pourraient-elles évoluer ?

Les contraintes de la Chine ne sont pas figées, elles pourraient évoluer grandement avec le temps. La modernisation constante de sa défense, avec le développement des capacités navales et balistiques et les outils de cyberguerre, atténueraient certainement les défis militaires d'une invasion.

Sur le front économique, les investissements de la Chine dans les énergies renouvelables, surtout dans les véhicules électriques et l'énergie solaire, pourraient diminuer la dépendance du pays aux importations énergétiques. La diversification des partenariats commerciaux, qui reporte certains flux commerciaux de l'Occident à d'autres régions, pourrait également diminuer la vulnérabilité aux sanctions. Qui plus est, la Chine peut vouloir réduire sa dépendance à la demande étrangère en stimulant sa consommation intérieure et en encourageant une plus grande autonomie.

Politiquement, l'évolution des alliances mondiales et les changements de politique étrangère et/ou économique américaine pourrait influencer sur la probabilité d'une intervention internationale. Si les USA et leurs alliés étaient occupés sur d'autres conflits ou si l'OTAN se fracturait, la Chine pourrait entrevoir une opportunité. Autre facteur à prendre en compte, les USA s'efforcent de réduire leur dépendance aux composants électroniques étrangers et à relocaliser sur leur territoire leur fabrication. Selon les prévisions de la Semiconductor Industry Association et du Boston Consulting Group, la capacité de production de semi-conducteurs aux USA devrait passer de 11 % sur la période 2012–2022 à environ 81 % entre 2022 et 2032. En d'autres termes, plus les USA s'affranchiront des puces taïwanaises, moins ils seront motivés pour intervenir.

En Chine, le gouvernement pourrait muscler sa rhétorique nationaliste afin de rallier l'opinion publique au projet d'invasion, surtout si des pressions internes telles qu'une stagnation économique ou une agitation sociale s'intensifient. Dans un tel cas, Pékin pourrait conclure que le risque d'inaction dépasse le potentiel coût d'une opération militaire.

12 Points saillants du marché

Graph. 6 : Check-list avant invasion : Quand la Chine serait-elle prête à envahir Taïwan ?

AXE STRATÉGIQUE	INDICATEUR	SIGNAUX D'ALERTE	STATUT	
FINANCIER	1	Liquidation de bons US	Liquidation accélérée de bons US	S
	2	Accumulation d'or	Achats d'or record par la banque centrale	
ÉCONOMIQUE	3	Accumulation de stocks stratégiques	Importations anormales de brut / GNL / céréales	A
	4	« Réarmement » industriel	Après « usine du monde », « arsenal du monde »	
LOGISTIQUE	5	Capacité amphibie	Concentration inhabituelle de navires dans le Fujian	A
	6	Préparation médicale	Déplacements anormaux de réserves de sang	
MILITAIRE	7	Mouvements militaires suspects	Présence de navires de l'APL, blocus	S
	8	Guerre hybride	Multiplication de cyberattaques et de « dommages accidentels »	
	9	Suspension totale des communications	48 à 72 heures avant une attaque : « silence radio »	A
RHÉTORIQUE	10	Évolution du discours	De « renouveau national » à « réunification »	R

- Aucun signe d'invasion imminente
- Situation à surveiller
- Prudence de mise

Remarque : Il n'est pas nécessaire que tous les voyants s'allument, dans les cas extrêmes, deux ou trois suffisent.

Source : Vontobel ; au 20 avril 2026.

Enseignements des invasions passées : à quel moment les investisseurs doivent-ils craindre une invasion imminente ?

Il reste par nature difficile de déceler les signes avant-coureurs d'une invasion imminente, car les pays agresseurs ont recours à la feinte et à l'ambiguïté stratégique pour masquer leurs intentions. En analysant les précédents dans l'Histoire, nous avons tout de même identifié plusieurs indices qui pourraient signaler une invasion imminente de Taïwan par la Chine. On peut les répartir en cinq catégories : financiers, économiques, logistiques, militaires et rhétoriques (graph. 6).

Sur le plan financier, des signes de « mise à l'abri des sanctions » seraient critiques. Par exemple, la banque centrale chinoise pourrait se départir en peu de temps de ses bons du Trésor US ou encore acheter des quantités inédites d'or à des niveaux record. Ces deux signes pourraient indiquer que la Chine se prépare à s'isoler économiquement.

Au plan économique, l'accumulation de stocks de produits stratégiques pourrait alerter : importation inhabituelle de pétrole brut, de gaz naturel liquéfié ou de céréales. Parmi les autres signes inquiétants figure une réorientation notable des capacités de production indus-

trielle, si par exemple la construction de véhicules électriques est remplacée par la production de machines et de matériel destinés à la défense.

Les mouvements logistiques peuvent aussi mettre la puce à l'oreille. Une augmentation brutale de l'activité navale autour de Taïwan ou le déplacement anormal de réserves de sang près des zones de conflit potentiel seraient suspects. Même s'ils ne sont pas absolument concluants, ces mouvements sont des indicateurs en temps presque réel parmi les plus fiables d'une opération militaire imminente, car les globules rouges ont une durée de vie de 42 jours maximum et les plaquettes doivent être utilisées dans les 5 à 7 jours.

Militairement parlant, des schémas inhabituels ou notables dans les exercices militaires mériteraient qu'on s'y penche de plus près. Une série de cyberattaques sur des infrastructures essentielles taïwanaises en préparation d'une invasion pourrait aussi alerter.

Et enfin, un changement de rhétorique dans les organes de presse étatiques ou chez les représentants du gouvernement donnerait une idée des intentions de Pékin. Si l'État adoptait soudainement un discours nationaliste plus virulent, insistait sur la nature inséparable de Taïwan ou

tentait de justifier une opération militaire par le besoin de se protéger, on pourrait craindre un conflit imminent.

Analyse des scénarios possibles et conséquences pour les investisseurs

Nous avons identifié trois scénarios possibles pour les cinq prochaines années, en attribuant une probabilité à chacun d'eux.

Notre scénario de base: le **«statu quo»** (80% de probabilité). La Chine poursuit sa tactique de zone grise, avec des cyberattaques, des incursions aériennes occasionnelles et une coercition économique, sans passer à un conflit armé à grande échelle. Les USA s'en tiennent à leur ambiguïté stratégique, tandis que Taïwan continue de renforcer sa défense du «porc-épic». Ce scénario repose sur le maintien des niveaux actuels d'incertitude politique et des conditions économiques existantes, favorables aux investissements risqués, un environnement dans lequel nous pensons qu'une exposition structurellement longue aux actifs des ME peut générer des rendements positifs.

Notre deuxième scénario, le **«modèle hongkongais»** (10% de probabilité), imagine une réunification sans conflit majeur. Un changement politique à Taïwan ou une pression économique insupportable aboutit à la négociation d'une solution «un pays, deux systèmes», sans intervention directe des USA. Ce scénario pourrait déclencher des accès temporaires d'incertitude politique, mais le contexte économique général resterait certainement stable, avec des conditions toujours favorables aux actifs risqués. Nous pensons que dans ce cas, les investisseurs pourraient préférer les actifs chinois.

Notre dernier scénario, **«l'invasion»** (10% de probabilité), implique une attaque par la mer ou un blocus, qui déclencherait probablement l'intervention des USA et des alliés ou, à tout le moins, des sanctions radicales des pays du G7, similaires ou pires à celles imposées à la Russie en 2022. L'éventualité que le conflit s'aggrave au point de devenir une guerre de grande ampleur, voire débouche sur une troisième guerre mondiale, ne peut être exclue. Ce scénario mènerait probablement à une longue période de forte incertitude politique, à une récession économique mondiale, à une démondialisation soutenue et à l'aversion au risque des investisseurs.

Dans ce cas, les schémas historiques des deux guerres mondiales sont riches d'enseignements. Deux facteurs, les risques inflationnistes et la proximité géographique, ont joué un rôle de premier plan dans la performance des différents actifs. Les guerres ont toujours eu un effet hautement inflationniste. Elles ont causé de graves ruptures

d'approvisionnement liées à la destruction des infrastructures, à la pénurie de main d'œuvre et aux perturbations du commerce, tandis que la demande restait stable ou augmentait avec la constitution de réserves et les besoins accrus en temps de guerre. Alors que les gouvernements ont accru leurs dépenses et recouru à la création monétaire pour stabiliser leurs économies et prévenir les troubles, l'inflation a grimpé en flèche. Pendant ces périodes, les matières premières ont livré les meilleures performances, portées par la demande accrue en ressources destinées à soutenir l'effort de guerre et la reconstruction des infrastructures. Au contraire, les obligations ont été les moins performantes, car l'inflation érodait leur valeur réelle. Les actions se sont situées à mi-chemin, bénéficiant initialement de la demande étatique, surtout dans des secteurs tels que la construction aéronautique et les transports. Cependant, une part importante de leurs bénéfices a souvent été récupérée par l'État, ce qui a limité leurs gains globaux. La géographie a aussi son importance. Les pays éloignés des combats ont connu de meilleurs rendements, car ils ont échappé aux destructions matérielles. Parmi les pays directement exposés, les vainqueurs ont obtenu de meilleures performances que les perdants, mais se sont classés derrière les nations non impliquées dans le conflit.

Compte tenu de ces éclairages, en cas d'invasion, les investisseurs pourraient être tentés d'éviter complètement les titres des ME, surtout que la Chine et Taïwan représentent 48,2% de l'indice MSCI Emerging Markets (27,6% et 20,6% respectivement). Mais nous pensons qu'éviter complètement ces marchés pourrait engendrer des coûts d'opportunité non négligeables. Selon nous, les investisseurs pourraient plutôt prendre une position structurelle longue sur les matières premières et l'or, qui ont toujours tenu bon pendant les périodes de conflit géopolitique et d'incertitude.

L'air se raréfie



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

Le contexte macroéconomique devient plus complexe. L'inflation ne suit plus une trajectoire descendante régulière, la Fed est devenue plus prudente et les marchés s'adaptent à un environnement de taux d'intérêt élevés pour longtemps.

La Fed est passée en mode attentiste, et le seuil de baisse des taux a été relevé. Les anticipations d'inflation se sont à nouveau accentuées dans un contexte de hausse des prix de l'énergie et de risques géopolitiques. Les swaps d'inflation pointent désormais vers une inflation globale plus proche de 4%, ce qui laisse penser que les marchés ne se laissent pas tromper par les chiffres récemment publiés, plutôt modérés. Les prévisions actuelles de la Réserve fédérale de Cleveland ajoutent à ces inquiétudes (graph. 1), l'inflation du deuxième trimestre s'inscrivant nettement au-dessus des niveaux compatibles avec l'objectif de la Fed. Alors que la politique de la Fed reste inchangée, le débat est devenu plus prudent, certains responsables politiques envisageant à nouveau un autre resserrement si l'inflation persiste. En termes de rendements, cela milite en faveur d'un environnement durablement plus élevé. Les taux à court terme restent soumis à une pression à la hausse car les anticipations d'assouplissement monétaire s'estompent, tandis que les taux à long

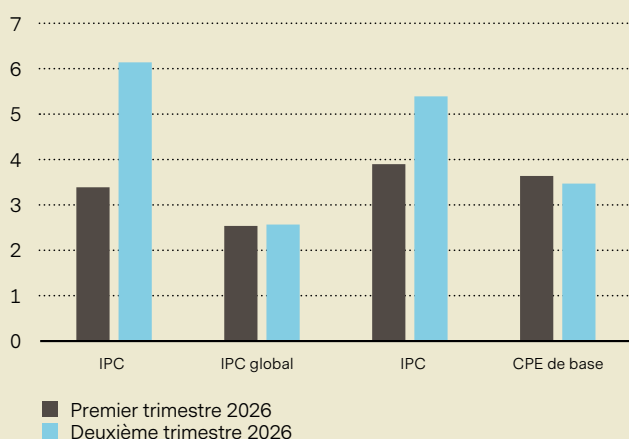
terme sont soutenus par une offre abondante et les déficits budgétaires. Le marché des taux s'en trouve ainsi confiné dans une fourchette étroite, mais sujet à des épisodes de volatilité.

Les marchés du crédit commencent à refléter cet environnement plus exigeant (graph. 2) alors que la hausse des taux, le resserrement des conditions financières et les tensions géopolitiques pèsent sur le sentiment et les valorisations. La guerre en Iran ajoute un nouveau facteur de pression. Ce qui constituait auparavant une combinaison favorable de croissance solide et d'inflation maîtrisée est désormais perturbé par la hausse des prix de l'énergie, la hausse des rendements et l'incertitude géopolitique accrue. Ce changement s'observe dans la dynamique du crédit : des coûts de financement plus élevés, une hausse des émissions et une demande plus sélective des investisseurs limitent la compression des spreads et introduisent un biais graduel à l'élargissement. Et le durcissement des conditions de refinancement ainsi que l'assombrissement des perspectives commencent à peser sur les émetteurs les plus fragiles.

Nous gardons aussi un œil sur le crédit privé. Les demandes de rachat ont dépassé 20 milliards USD au premier trimestre, dont seule une partie a été satisfaite jusqu'à présent, signal d'une prudence croissante des investisseurs, notamment pour les expositions à effet de levier. Nous estimons qu'il ne s'agit pas encore d'un stress systémique, malgré l'apparition de premières tensions. Face au choc énergétique lié à la guerre et au durcissement des conditions financières, le crédit privé peut servir d'indicateur avancé du risque de crédit global.

Graph. 1 : Les prévisions actuelles de la Fed de Cleveland signalent un regain de la pression inflationniste

Taux d'inflation trimestriel, en % et annualisé



Source : LSEG, Vontobel ; au 4 mai 2026.

Graph. 2 : La hausse des taux et l'incertitude creusent les spreads dans le segment IG

En points de base



Source : LSEG, Vontobel ; au 4 mai 2026.

Reprise en V



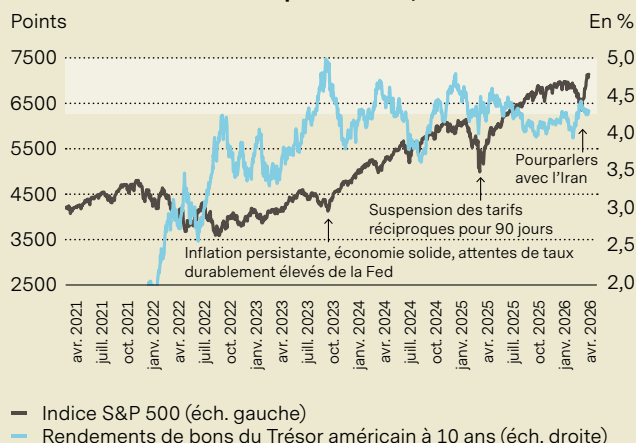
— **Mario Montagnani**
Senior Investment Strategist,
Boutique Multi Asset, Vontobel

Nous pensons que le rebond en V d'avril confirme la pertinence de notre allocation d'actifs. La dynamique des bénéfiques et l'atténuation des risques énergétiques nous incitent à rester optimistes, et nous avons décidé de maintenir notre surpondération des actions.

En avril, les investisseurs ont assisté à l'un des revirements les plus brutaux des marchés boursiers mondiaux depuis plus de dix ans. Après avoir atteint des valorisations planchers début mars, alors que la guerre en Iran et la fermeture du détroit d'Ormuz pesaient sur les marchés, l'indice S&P 500 est passé d'un recul de près de 10% au premier trimestre à de nouveaux sommets au-dessus de 7000 points. Soit un aller-retour de 14 points de pourcentage en trois semaines environ. Le Nasdaq a enregistré 13 séances de hausse consécutives, sa plus longue série de gains depuis 1992. Le catalyseur était bien connu : un cessez-le-feu négocié par Trump et une nouvelle dynamique dans les relations diplomatiques entre les États-Unis et l'Iran, qui ont entraîné un mouvement massif de rachats de positions vendeuses et une compression rapide des primes de risque. Ce schéma a rappelé le Liberation Day de 2025 : ventes paniques sur fond de multiples comprimés, puis rebond réflexe au moindre signe d'apaisement politique.

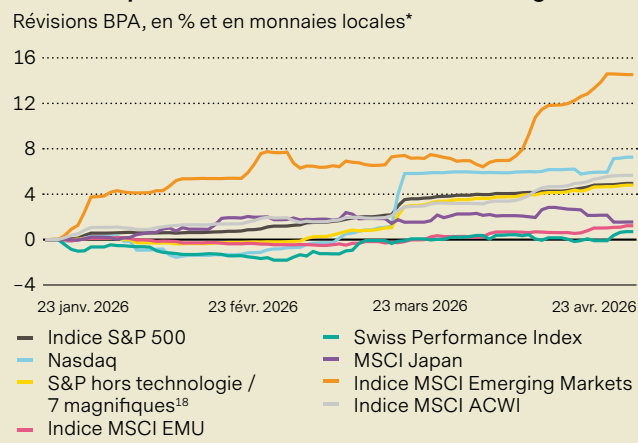
Pourquoi sommes-nous restés constructifs ? Premièrement, le choc énergétique semble gérable. L'économie mondiale dépend moins du pétrole qu'au cours des cycles précédents, les services et la technologie occupant désormais une place prépondérante dans la production et les marges. Deuxièmement, la contagion de l'inflation devrait être contenue, à condition que les perturbations dans le détroit ne se prolongent pas. Si la normalisation se poursuit, les anticipations des investisseurs intégrant des hausses de taux plutôt que des baisses pourraient rapidement s'inverser, ce qui soutiendrait probablement à nouveau les actifs risqués. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a brièvement franchi le seuil de 4,3% fin mars. Ce niveau a souvent coïncidé avec un rebond des marchés actions (graph. 1). Troisièmement, ce choc diffère de 2022. Les chaînes d'approvisionnement mondiales étaient alors déjà largement perturbées et fragilisées par la pandémie, les pressions inflationnistes étaient bien ancrées (encore amplifiées par le conflit russo-ukrainien), et la demande des consommateurs restait forte grâce à d'importantes mesures de soutien monétaire. Aujourd'hui, l'inflation reste maîtrisée, les marchés du travail sont relativement solides et la Fed garde une marge de manœuvre. Enfin, les bénéfiques restent le principal point d'ancrage (graph. 2). Les résultats du premier trimestre affichent un bon départ, la plupart des entreprises montrant un impact limité du choc énergétique. Le consensus table toujours sur une croissance à deux chiffres du bénéfice par action (BPA) pour le S&P 500, et les marchés font déjà abstraction d'un éventuel ralentissement au deuxième trimestre pour se concentrer sur une trajectoire de bénéfiques apparemment intacte en 2027.

Graph. 1 : Le S&P 500 s'est vite retourné quand les bons du Trésor US à 10 ans dépassaient 4,3%



Source : Bloomberg, Vontobel ; au 23 avril 2026. Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances actuelles ou futures

Graph. 2 : Révisions à la hausse des prévisions de bénéfiques pour 2026 et 2027 dans toutes les régions



*Indexées à -3 mois = 0%

Source : Bloomberg, Vontobel ; au 23 avril 2026. Les prévisions ne sont pas indicatives des résultats réels et ne sont pas garanties.

Valeur refuge assiégée



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

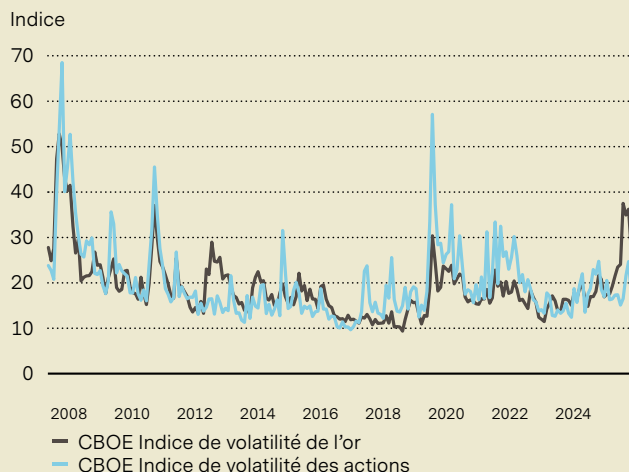
Pendant des décennies, la stratégie d'investissement classique en période de troubles géopolitiques était simple : lorsque les tambours de la guerre résonnent, les investisseurs achètent de l'or. Mais depuis le début de la guerre en Iran, le métal jaune s'est comporté moins comme une valeur refuge stable que comme une action technologique à bêta élevé.¹⁹

Si l'or s'est partiellement remis de la chute brutale de fin mars, il n'a pas encore retrouvé les niveaux observés avant le conflit. C'est dans l'indice de volatilité de l'or du CBOE (GVZ) que l'évolution de la nature de l'or est la plus manifeste (graph. 1). La volatilité de l'or reste en général relativement modérée par rapport à celle des actions, mais en 2026, les indices GVZ ont fortement augmenté. L'attrait traditionnel de l'or comme valeur refuge est éclipsé par la vigueur du dollar US et les inquiétudes des investisseurs quant à la capacité des banques centrales à faire face à la flambée inflationniste actuelle. Des taux plus élevés seraient défavorables pour un actif non rémunérateur comme l'or. Tant que les investisseurs resteront méfiants face à une politique monétaire restrictive, il est peu probable que l'or retrouve le contexte favorable de « l'argent facile » dont il a bénéficié en 2025, selon

nous. Du côté des banques centrales, l'annonce de ventes d'or, envisagées ou effectives, ont encore davantage inquiété les investisseurs. La Pologne envisage de céder une partie de ses réserves pour financer la hausse de ses dépenses de défense,²⁰ tandis que la Turquie (graph. 2) et la Russie ont déjà réduit leurs avoirs. La Pologne envisage de céder une partie de ses réserves pour financer la hausse de ses dépenses de défense, tandis que la Turquie et la Russie ont déjà réduit leurs avoirs. Nous y voyons toutefois des cas spécifiques plutôt qu'un changement structurel du marché de l'or. La Turquie fait face à une monnaie faible, une inflation élevée et son statut d'importateur net d'énergie, tandis que la Russie supporte des dépenses de guerre élevées et une inflation persistante. Malgré les pressions à court terme, les récents développements géopolitiques renforcent, selon nous, l'attrait de long terme de l'or, porté par des dépenses publiques soutenues (les six premiers jours de la guerre en Iran ayant coûté plus de 11 milliards USD), une inflation en hausse et une érosion de la confiance envers les États-Unis comme allié fiable.

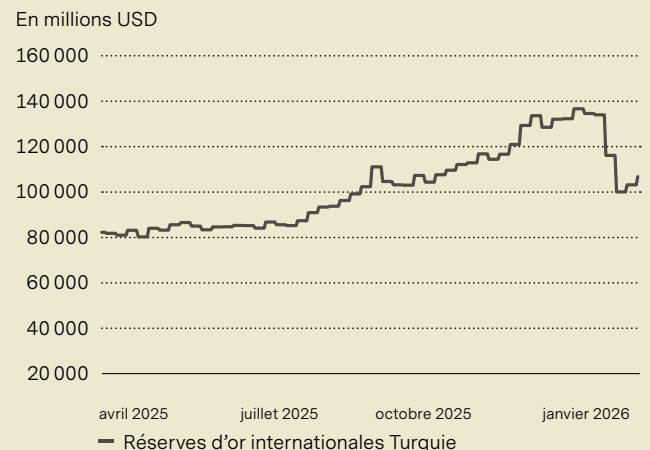
Enfin, nous prévoyons un dollar américain structurellement plus faible une fois que la situation géopolitique se sera stabilisée. Alors que certains analystes sont allés jusqu'à déclarer la « fin du pétrodollar », arguant que le conflit pourrait contraindre les marchés de l'énergie à régler les transactions en devises alternatives, nous estimons que cette interprétation est excessive. Néanmoins, un abandon, même partiel, de la tarification du pétrole en dollars US pourrait, à long terme, affaiblir la demande mondiale de cette devise, pilier du système financier international pendant des décennies.

Graph. 1 : De valeur refuge à actif risqué ?



Source : Chicago Board Options Exchange (CBOE), Vontobel ; au 6 mai 2026.

Graph. 2 : Certaines banques centrales se séparent d'une partie de leurs réserves d'or



Source : Banque centrale de la République de Turquie, Vontobel ; avril 2026.

Toujours en apesanteur



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

La guerre, l'aversion au risque et la hausse des prix du pétrole ont alimenté la vigueur du dollar US à court terme, bien que ce soutien nous semble plus tactique que structurel. Nous pensons que lorsque les tensions géopolitiques se seront apaisées, la faiblesse des fondamentaux, notamment la perspective budgétaire et les balances extérieures américaines, devraient de nouveau peser sur le dollar.

L'environnement macro-économique actuel a remis en question le scénario baissier du dollar pour 2026 car les tensions géopolitiques et la hausse des prix du pétrole ont rétabli des sources de soutien importantes. Premièrement, un contexte d'aversion au risque a ravivé l'attrait du dollar en tant que valeur refuge. Deuxièmement, la hausse des prix de l'énergie a accru les risques d'inflation et conduit les marchés à revoir à la baisse leurs anticipations concernant un assouplissement monétaire de la Fed (graph. 1). Cela a fait grimper les rendements américains sur l'extrémité courte et a apporté un soutien supplémentaire au dollar, même si la croissance montre des signes de ralentissement. Tant que l'incertitude et les prix du pétrole restent élevés, la Fed n'a que peu de marge de

manœuvre pour réduire ses taux, ce qui devrait continuer à soutenir le dollar à court terme. Mais il s'agit surtout d'un phénomène cyclique, lié au contexte de risque actuel plutôt qu'à des fondamentaux sous-jacents plus solides. La situation budgétaire américaine reste faible selon nous, et l'offre de bons du Trésor reste élevée, tandis que les soldes extérieurs ne se sont pas améliorés. Ces facteurs ont tendance à prendre plus d'importance une fois que les marchés sortent de la phase de crise, c'est pourquoi nous estimons que les arguments en faveur d'un affaiblissement du dollar à moyen terme restent d'actualité.

Une autre monnaie a également continué de bénéficier de la demande classique de valeur refuge : le franc suisse. Mais, contrairement au dollar, il fait face à des contraintes politiques croissantes, susceptibles de limiter son potentiel à court terme. Le franc reste une valeur refuge en période de crise, soutenu à moyen terme par les solides fondamentaux suisses, excédent courant, discipline budgétaire et faible inflation, supérieurs à ceux de la plupart de ses pairs.

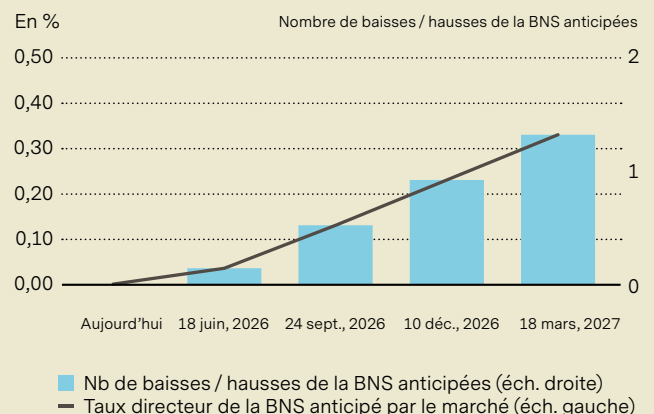
Dans le même temps, cette vigueur devient problématique pour la Banque nationale suisse (BNS) (graph. 2). Le taux directeur étant déjà à zéro, toute nouvelle appréciation durcirait les conditions financières et risque de faire baisser encore l'inflation. La BNS a déjà signalé une plus grande volonté à contrer les fluctuations excessives en intervenant sur les marchés des changes, ce qui signifie que la résistance politique se renforce. Nous pensons que le franc restera robuste tant que les risques géopolitiques demeureront élevés, mais le rythme de l'appréciation pourrait ralentir si la BNS se montrait plus active.

Graph. 1 : Les marchés s'attendent à un ralentissement de l'assouplissement de la Fed en 2026



Sources : LSEG, Vontobel ; au 4 mai 2026.

Graph. 2 : La vigueur du franc limite la marge de manœuvre de la BNS



Sources : LSEG, Vontobel ; au 4 mai 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%)	2025¹	ACTUEL²	CONSENSUS 2026	CONSENSUS 2027	
Mondial (G20)	2,7	2,0	2,6	2,6	
Zone euro	1,4	1,2	0,9	1,3	
États-Unis	2,1	2,0	2,2	2,0	
Japon	1,2	0,4	0,7	0,9	
R.-U.	1,4	1,0	0,8	1,2	
Suisse	1,3	0,5	1,1	1,4	
Australie	2,0	2,6	2,0	1,9	
Chine	5,0	5,0	4,6	4,4	

INFLATION	2025³	ACTUEL⁴	CONSENSUS 2026	CONSENSUS 2027	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 2026⁵
Zone euro	2,1	2,6	2,8	2,1	↓
États-Unis	2,7	3,3	3,1	2,5	↓
Suisse	0,2	0,3	0,6	0,7	↓

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
EUR (taux de dépôt)	2,00	2,00	2,27	2,27	↓
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	3,75	3,75	3,55	3,28	↓
CHF	-	-	0,01	0,03	→

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
EUR (Allemagne)	2,86	3,01	3,00	3,00	→
USD	4,17	4,30	4,15	4,14	→
CHF	0,32	0,42	0,42	0,50	→

TAUX DE CHANGE	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
CHF / EUR	0,93	0,92	0,92	0,93	→
CHF / USD	0,79	0,79	0,78	0,78	↓
USD / EUR	1,17	1,17	1,19	1,19	↑

MATIÈRES PREMIÈRES	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
Pétrole brut Brent, USD par baril	61	103	75	69	→
Or, USD par once troy	4319	4729	4800	4205	↑
Cuivre, USD par tonne métrique	12423	13433	12200	12000	→

Remarque: Les opinions sont à jour au 23 avril 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 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.

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.

Glossaire et sources

- ¹ Fait référence à la probabilité que des événements rares et extrêmes entraînent des pertes très importantes, au-delà des attentes normales.
- ² « 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.
- ³ « 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.
- ⁴ « 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.

- ⁵ Fait référence aux obligations émises par des entreprises ayant une solide santé financière et un faible risque de défaut. Elles offrent des taux d'intérêt plus bas car elles sont considérées comme plus sûres.
- ⁶ Fait référence aux obligations émises par des entreprises ayant des profils de crédit plus faibles et un risque de défaut plus élevé. Elles offrent des taux d'intérêt plus élevés pour compenser les investisseurs pour le risque accru.
- ⁷ Fait référence à des investissements qui ont tendance à conserver leur valeur ou à augmenter en période de stress des marchés, comme par exemple l'or ou les obligations d'État.
- ⁸ Source : Ministère des Affaires étrangères de la République populaire de Chine, Message du Président Xi Jinping pour le Nouvel An 2026, publié le 31 décembre 2025. www.fmprc.gov.cn/eng/xw/zvjh/202512/t20251231_11796363.html (traduction)
- ⁹ Source : Article du New York Times publié le 11 janvier 2026 (en anglais). www.nytimes.com/2026/01/11/us/politics/trump-interview-transcript.html
- ¹⁰ Source : Article de Bloomberg publié le 27 janvier 2026 (en anglais). www.bloomberg.com/news/articles/2026-01-27/japan-s-takaichi-details-possible-response-to-taiwan-crisis
- ¹¹ La Chine considère Taïwan comme faisant partie de son territoire. Historiquement, Taïwan a été dirigée par la dynastie Qing entre 1683 et 1895 avant d'être cédée au Japon. Après la Seconde Guerre mondiale, l'île repasse sous contrôle chinois, mais en 1949, après la guerre civile chinoise, la Chine continentale est passée sous l'autorité de la République populaire de Chine (RPC), tandis que la République de Chine s'est repliée à Taïwan. Selon le « principe d'une seule Chine », Taïwan est une partie inséparable du territoire chinois, ce qui fait de l'île un enjeu de souveraineté et d'unité nationale. Pékin estime la réunification essentielle pour réparer les humiliations de l'Histoire et maintenir l'intégrité territoriale. Même si Taïwan fonctionne de facto comme un état indépendant, la Chine n'a pas exclu de recourir à la force pour empêcher son indépendance officielle.
- ¹² BRICS signifie Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud, qui représentent un groupe de grandes économies émergentes collaborant pour accroître leur influence dans l'économie et la politique mondiales.
- ¹³ Michael Beckley, chercheur et auteur, est souvent cité comme le père de l'expression « pic chinois » (Peak China). Dans un article de 2018, celui-ci déclarait que le développement économique, démographique et géopolitique de la Chine avait atteint son potentiel maximal. www.foreignaffairs.com/articles/china/2018-09-21/stop-obsessing-about-china
- ¹⁴ Source : article de Foreign Policy publié le 24 septembre 2021 (en anglais). foreignpolicy.com/2021/09/24/china-great-power-united-states/
- ¹⁵ Source : Election Study Center, National Chengchi University, au 9 janvier 2026 (en anglais). esc.nccu.edu.tw/PageDoc/Detail?hd=7800&id=6961
- ¹⁶ Source : article de Foreign Policy Research Institute publié le 7 mai 2025 (en anglais). www.fpri.org/article/2025/05/the-return-to-strategic-ambiguity-assessing-trumps-taiwan-stance/
- ¹⁷ Source : Marko Papić & Katia Shtrevensky pour BCA Research : GeoMacro Beta Report : « Three Myths About The Third Gulf War », Volume II, publié le 17 mars 2026 (en anglais). www.bcaresearch.com/reports/three-myths-about-third-gulf-war-17-03-2026/213281
- ¹⁸ Fait référence à un groupe de grandes entreprises technologiques qui dominent le marché boursier. Elles comprennent Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta Platforms, Tesla et Nvidia.
- ¹⁹ Désigne une action dont la volatilité est généralement plus marquée que celle du marché dans son ensemble.
- ²⁰ Source : Article du Financial Times, publié le 21 avril 2026. www.ft.com/content/eff29fa2-12da-4d98-a0de-c75ee89b6968?syn-25a6b1a6-1

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

