

Vontobel

Investors' Outlook

Des friandises pas si innocentes



Novembre 2025

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

À travers le brouillard

6 Points saillants du marché

Une année pleine de bonbons et de mauvais sorts s'achève ...
mais une autre se profile

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 Prévisions

19 Références

Glossaire et sources

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

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

Auteurs*

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

Fréquence de parution

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

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

5 novembre 2025

Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 17

Des friandises pas si innocentes



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

Chers lecteurs,

Le mois dernier, les investisseurs qui ont frappé à la porte des marchés ont été de nouveau récompensés. Nous pensons que les arguments de l'offre monétaire, de la politique budgétaire et de l'assouplissement des banques centrales tiennent toujours, et nous avons du mal à envisager un scénario baissier dans ce contexte.

Malgré une volatilité occasionnelle, les actifs risqués continuent de grimper. L'or a perdu un peu de son éclat, les prix ayant reculé par rapport à leurs sommets historiques, tandis que les actions et les bons du Trésor US ont continué à augmenter.

Les investisseurs ont tout de même eu quelques frayeurs à l'approche d'Halloween. Les banques américaines régionales ont épouvanté les marchés quand Zions Bancorp et Western Alliance Bancorp ont révélé l'existence de créances toxiques liées à des fonds qui investissent dans des prêts commerciaux en souffrance. Avec en outre les récentes faillites du prêteur subprime Tricolor Holdings et du fabricant de pièces automobiles First Brands Group, le secteur bancaire a reculé, par crainte que d'autres problèmes de crédit, tapis dans l'ombre, ne surgissent à l'improviste.

L'évolution de l'environnement macroéconomique a aussi contribué au suspense. Le Japon s'est joint au concert mondial de la relance, sa nouvelle Première ministre Sanae Takaichia, laissant entendre dans ses premières déclarations une hausse des dépenses publiques, ce qui ajouterait une puissance économique à la liste des pays qui prennent des mesures de relance budgétaire. Et en Chine, la croissance du PIB a ralenti à 4,8%, soit un peu mieux que les 4,7% attendus, mais la croissance de 5,2% enregistrée depuis janvier devrait permettre à Pékin d'atteindre son objectif de 5% sur l'ensemble de l'année.

Nous jugeons les actions chinoises faiblement valorisées et pensons qu'elles permettent de se diversifier en évitant de se surexposer à l'intelligence artificielle (IA).

À propos d'IA, nombre d'investisseurs se sont posé la question de l'existence d'une bulle. Ouvrons notre grimoire des années 1990. À l'approche de la bulle Internet¹, les multiples sur les actions ont culminé à près de 100 fois les bénéfices – nous en sommes très loin aujourd'hui. Par ailleurs, la plupart des géants d'Internet n'étaient pas rentables, alors qu'aujourd'hui, en plus d'engranger d'énormes bénéfices, la plupart des grands noms de la tech sont également en position de trésorerie nette. Alors, avant de parler de bulle, peut-être vaudrait-il mieux se pencher sur des activités telles que les rachats d'entreprises par endettement, l'émission d'actions ou les rachats XXL. Les premiers signes, notamment l'enquête de la US Securities and Exchange Commission sur un produit du NASDAQ à quintuple effet de levier², suggèrent que les investisseurs particuliers sont intéressés par le levier financier, mais il est encore trop tôt pour se prononcer.

Dans cette édition d'Investors' Outlook, vous trouverez les perspectives pour 2026 de la Multi Asset Boutique, un gros plan sur les prix du cacao ainsi que notre vision du marché des actions.

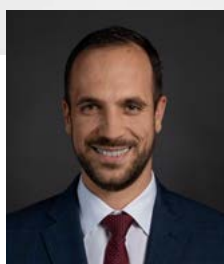
Il se peut que certains événements de l'actualité viennent hanter les marchés. Mais nous pensons que la diversification éloigne le mauvais sort, et nous souhaitons proposer à nos clients un large éventail de friandises.

.....
 → **Webcast**

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

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

4 Stratégie d'investissement



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

À travers le brouillard

Le mois d'octobre a débuté par la fermeture du gouvernement américain, le vingtième depuis 1976, qui a contraint des milliers de fonctionnaires fédéraux à rester chez eux et suspendant la publication d'importants rapports économiques. Le Bureau of Labor Statistics, le Bureau of Economic Analysis et le Census Bureau ont temporairement suspendu la collecte et la publication de données, avec quelques exceptions.

Les acteurs du marché ont dû recourir à d'autres sources pour évaluer la conjoncture et ont trouvé des données contrastées. Les données sur l'emploi privé publiées par ADP³ indiquent la perte d'environ 32 000 emplois en septembre, tandis que les transactions par carte de crédit et autres dépenses fréquentes témoignent d'un ralentissement de l'activité des consommateurs. Les investisseurs semblent avoir constaté un ralentissement du marché du travail, auparavant très dynamique, et les entreprises hésitent à embaucher, même si les données ne reflètent pas encore de vagues de licenciements.

L'absence de données officielles n'a pas empêché la Réserve fédérale américaine (Fed) de réduire ses taux

d'intérêt en octobre, les responsables de la politique monétaire exprimant leurs inquiétudes quant à l'état du marché du travail. Les avis semblent diverger sur la possibilité d'une nouvelle baisse cette année. Reste à voir si la Fed ira de l'avant avec une nouvelle baisse lors de la réunion des 9 et 10 décembre. À cette date, dans la dernière ligne droite vers la fin de l'année, nous aurons déjà le regard tourné vers 2026. Quelles sont les perspectives? Nous restons constructifs quant à la croissance mondiale, compte tenu de la perspective de politiques monétaires accommodantes et de mesures favorables à la croissance. Il est peu probable que nous assistions à une nouvelle flambée de l'inflation comme celle observée en 2021 – 2022. Comme 2026 sera une année d'élections de mi-mandat aux Etats-Unis, le président Donald Trump aura probablement intérêt à réduire l'incertitude.

C'est pourquoi le Comité d'investissement de la Multi Asset Boutique de Vontobel a décidé de maintenir inchangée son allocation d'actifs actuelle. Vous trouverez plus de détails à la page 5 et nos perspectives complètes pour 2026 à partir de la page 7.

	SOUS-PONDÉRATION ⁴		NEUTRE ⁵	SURPONDÉRATION ⁶		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités			→			Nous restons neutres sur les liquidités et prêts à investir lorsque des opportunités se présenteront.
2 Obligations		→				Au sein du segment obligataire, nous privilégions les emprunts d'État et obligations émergentes avec un positionnement neutre. Nous maintenons la sous-pondération des obligations d'entreprise investment grade. Selon nous, après le resserrement des spreads qui a suivi le Liberation Day, les rendements actuels n'offrent pas une rémunération suffisante par rapport aux niveaux historiques, surtout si l'on tient compte des risques et de la volatilité du marché. Le même raisonnement s'applique aux obligations à haut rendement, sur lesquelles nous maintenons également notre sous-pondération.
3 Actions				→		Si nos hypothèses de base tiennent (voir détails page 7), nous pensons que les actions ont toutes les chances de continuer à surperformer les obligations. Nous maintenons par conséquent notre surpondération en actions et notre sous-pondération en obligations. Notre surpondération en actions se concentre sur les actions de la zone euro et des marchés émergents (ME), car les deux régions devraient selon nous profiter de l'affaiblissement prévu du dollar US. En outre, elles affichent des valorisations relatives qui nous paraissent attractives et devraient tirer parti des mesures de relance nationales. Nous restons neutres concernant les actions suisses, états-uniennes et japonaises.
4 Or			→			Nous restons également neutres sur l'or, qui a encore battu son record en octobre en franchissant la barre des 4300 USD l'once. Cette envolée s'explique essentiellement par l'anticipation grandissante d'un abaissement des taux par la Fed, les baisses de taux rendant les actifs non rémunérateurs tels que l'or plus intéressants. La forte demande de valeurs refuges (motivée par les tensions commerciales, le shutdown de l'administration américaine et la crainte d'une dépréciation monétaire) a renforcé l'attrait de l'or en tant que couverture. Certaines banques centrales ont encore étoffé leurs réserves d'or, stimulées par les afflux massifs dans les ETF. Cependant, on a observé vers la fin du mois une liquidation brutale sur l'or, qui a cédé plus de 5% en une seule journée. Ces ventes sont dues à des prises de bénéfices, au renforcement du dollar US et à une baisse de l'appétit pour les valeurs sûres. Même si les fondamentaux à long terme (tels que les craintes liées à la dette, les inquiétudes relatives à la dépréciation monétaire et les efforts des banques centrales pour se dédollariser) restent intacts, le récent dégagement montre que la hausse fulgurante de l'or pourrait avoir atteint ses limites.
5 Matières premières			→			Nous conservons une position neutre sur les matières premières. Pendant la majeure partie de l'année 2025, l'économie mondiale a connu une croissance inférieure à son potentiel, bridée par la guerre commerciale et l'incertitude politique. Pour la suite, plusieurs de nos hypothèses économiques de base sont favorables à cette classe d'actifs cyclique, notamment une anticipation d'amélioration des PMI ⁷ (indices des directeurs des achats) mondiaux et la poursuite du fléchissement du dollar US. Toutefois, pour envisager un scénario plus haussier, il faudrait que les pressions inflationnistes s'intensifient et que l'offre excédentaire de pétrole diminue.
6 Stratégies alternatives			→			Nous réaffirmons notre position neutre sur les fonds alternatifs et l'immobilier.

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

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

6 Points saillants du marché

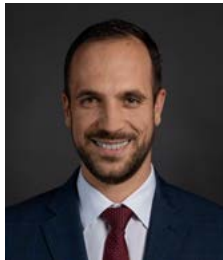


Une année pleine de bonbons et de mauvais sorts s'achève... mais une autre se profile

«Des bonbons ou un sort ?» C'est la formule emblématique d'Halloween, mais pendant le second mandat du président américain Donald Trump, ce n'étaient pas des enfants déguisés qui frappaient aux portes, mais Trump lui-même. Avec ses politiques commerciales et étrangères imprévisibles, il a tenu les marchés mondiaux en haleine, laissant les investisseurs dans l'incertitude quant à la suite des événements. Les investisseurs allaient-ils pâtir d'un mauvais tour, à l'image des droits de douane, des sanctions ou des tensions géopolitiques, ou profiter d'une douceur, comme un accord commercial surprise ou une reprise des marchés boursiers ? Fidèle à l'esprit d'Halloween, Donald Trump a parfois donné aux investisseurs des raisons d'être optimistes, avec des gains inespérés sur fond de chaos.



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



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

Depuis son retour au bureau ovale, fin janvier, Trump a appliqué un programme audacieux, à coups de mesures commerciales radicales, de politiques industrielles agressives, de déréglementation poussée et d'élargissement du pouvoir exécutif. La combinaison de ces politiques a parfois soulevé plus de questions qu'elle n'apportait de réponses, tant pour les entreprises et les investisseurs qu'à l'échelle macroéconomique.

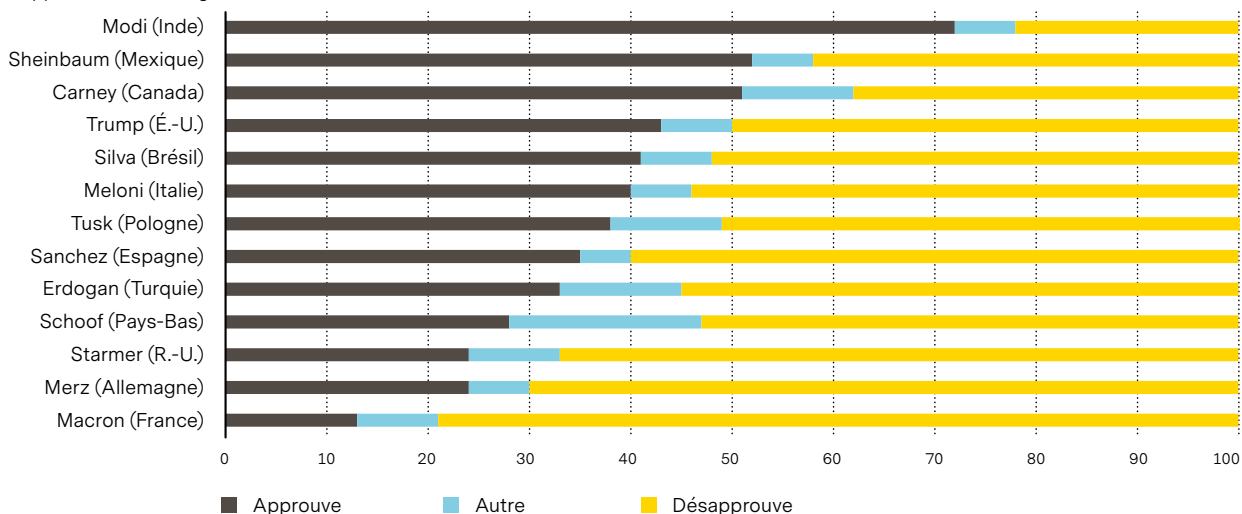
Les très offensifs droits de douane ont eu des répercussions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales et fait craindre une hausse du coût des intrants pour les entreprises et, par ricochet, pour les consommateurs. Les partenaires commerciaux ont menacé de relever à leur tour leurs droits de douane ou de trouver d'autres acheteurs pour leurs produits. Les entreprises, notamment celles basées aux États-Unis, ont adopté deux postures différentes. Beaucoup se sont empressées de constituer des stocks pour anticiper⁸ l'entrée en vigueur des nouveaux droits de douane. Elles ont ainsi largement faussé plusieurs indicateurs macroéconomiques, comme les chiffres des exportations mondiales et du produit intérieur brut (PIB) américain. D'autres ont choisi de reporter leurs projets d'investissements et d'embauches.

Cette stratégie a aussi eu un effet sur le marché de l'emploi américain, auparavant effervescent. Si le taux de chômage reste historiquement bas, à 4,3%, la création d'emploi a ralenti dans le secteur privé, avant de devenir négative durant l'été. La grande faiblesse des chiffres mensuels de l'emploi a entraîné le congédiement d'une haute fonctionnaire et jeté un doute sur la fiabilité des données américaines. Malgré la détente générale du marché du travail, certains secteurs restent tendus, notamment ceux qui dépendent des travailleurs migrants, du fait de la dureté de la position en matière d'immigration de Donald Trump.

8 Points saillants du marché

Graph. 1 : Les dirigeants mondiaux doivent prendre des mesures (favorables à la croissance) résolues pour assurer leur survie politique

Cote d'approbation des dirigeants mondiaux



Source : Mornira Consult, Vontobel : du 1^{er} au 7 octobre 2025.

Les politiques menées par le président ont également influé sur les derniers rapports sur l'inflation aux États-Unis. Après avoir connu une baisse en début d'année (de 2,3% en glissement annuel en avril), les prix à la consommation n'ont cessé d'augmenter et atteint 3,0% en septembre, avec d'importantes hausses des prix des biens et des produits alimentaires. Malgré les affirmations de Trump selon lesquelles les exportateurs étrangers supporteront le coût de la guerre commerciale, l'inflation est demeurée modérée dans la zone euro (+2,1% en octobre), en Chine (-0,3% en septembre) et en Suisse (+0,1% en octobre).

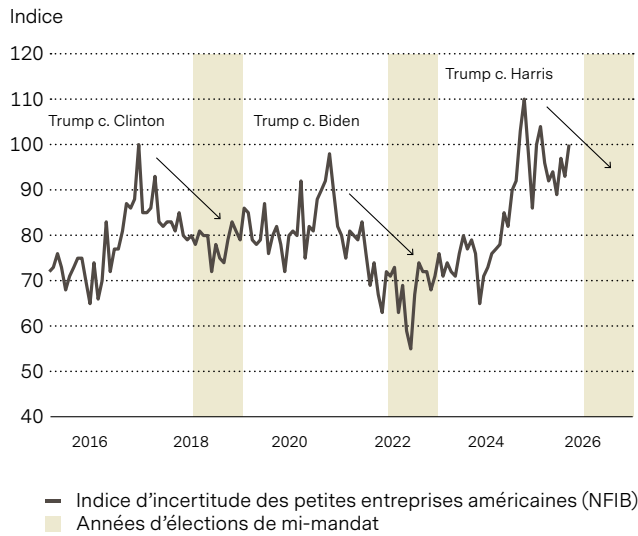
L'affaiblissement du marché du travail, la persistance des tensions géopolitiques et des prix obstinément élevés ont rendu les consommateurs américains de plus en plus pessimistes. L'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan a baissé pour le troisième mois consécutif en octobre, et l'indicateur du Conference Board offre une perspective tout aussi réservée. Cette tendance a incité certains consommateurs, notamment les moins bien rémunérés, à rogner sur leurs dépenses. S'il est possible qu'elle ne transparaisse pas immédiatement dans les chiffres des ventes au détail (qui ne sont pas ajustés de l'inflation⁹), cette baisse est plus visible dans les dépenses de consommation des particuliers, un composant important du PIB américain.

Du fait du ralentissement de la croissance combiné à une inflation persistante et au manque de visibilité, la Fed a hésité à abaisser ses taux d'intérêt. Malgré la pression en ce sens exercée par Trump, le président de la Fed, Jerome Powell, a justifié le statu quo par l'incertitude politique et les risques liés à l'inflation. La Fed a tenu sa position plusieurs mois, avant d'enfin reprendre les baisses de taux d'intérêt en septembre. D'autres grandes banques centrales ont-elles poursuivi leur assouplissement sans trop tergiverser. Plusieurs membres de la Banque centrale européenne ont indiqué que, après huit baisses, le cycle d'assouplissement pourrait être arrivé à son terme¹⁰. La Banque nationale suisse a quant à elle abaissé ses taux à zéro, en précisant qu'elle ne prévoit pas de les amener en territoire négatif¹¹.

Notre scénario économique de base pour 2026: se préparer à de nouveaux mauvais sorts, mais aussi à quelques bonbons

Comment la croissance économique, l'inflation et la politique monétaire pourraient-elles évoluer en 2026? Plusieurs facteurs nous incitent à l'optimisme quant à la croissance mondiale. Tout d'abord, la plupart des banques centrales mondiales poursuivent leur cycle de baisse des taux, y compris la plus influente d'entre elles, la Fed, qui a encore beaucoup de marge avant d'atteindre un taux neutre. Selon ses propres projections, celui-ci se

Graph. 2 : L'incertitude politique est généralement à son plus bas les années d'élections de mi-mandat

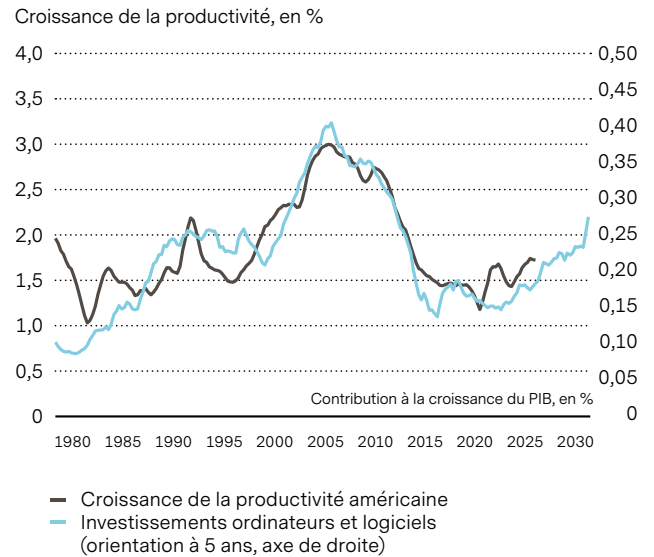


Source : LSEG, Vontobel ; au 24 octobre 2025.

situerait autour de 3%, ce qui implique que près de quatre nouvelles baisses seraient nécessaires pour atteindre ce niveau. La politique monétaire se répercutant généralement sur l'économie « réelle » avec un temps de retard, l'effet positif des baisses de taux précédentes (et à venir) devrait selon nous se faire sentir dans le courant de l'année 2026. Les prêts et contrats de location des banques commerciales américaines révèlent une augmentation de l'activité de prêt, liée à la baisse des taux d'intérêt et à l'attente d'un assouplissement réglementaire. Donald Trump a en effet nommé Michelle Bowman, tenante d'une réforme de la réglementation bancaire, vice-présidente de la Fed.

Sur le plan budgétaire, nous pensons que les dirigeants politiques du monde entier devront multiplier les mesures pour stimuler la croissance, du moins s'ils souhaitent assurer leur survie politique. C'est particulièrement vrai en Europe, où les cotes de popularité sont en berne (graph. 1). D'après les estimations du Fonds monétaire international, les déficits budgétaires devraient rester conséquents l'année prochaine, et même se creuser dans plusieurs pays, notamment l'Allemagne, la Chine, l'Inde.

Graph. 3 : Les investissements technologiques aiguillent généralement bien la croissance de la productivité



Source : LSEG, Vontobel ; au 24 octobre 2025.

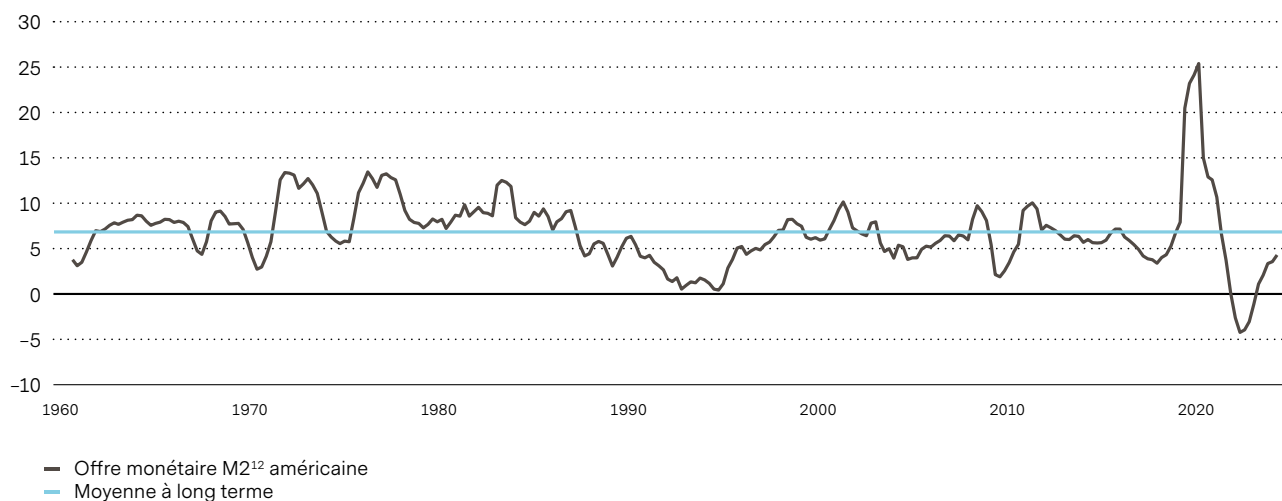
Aux États-Unis, Trump n'a selon nous pas intérêt à ajouter de l'incertitude, mais bien à la réduire. Les élections de mi-mandat, prévues pour le 3 novembre 2026, détermineront quel parti contrôlera le Congrès, les républicains n'ayant pour l'heure qu'une courte majorité dans les deux chambres. Comme le montre le graphique 2, l'incertitude politique est généralement la plus faible les années d'élections de mi-mandat. Cela n'a rien de surprenant, puisque l'incertitude rime souvent avec la défaite dans les urnes. Nous pensons que la prochaine révision conjointe de l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM), prévue pour juillet 2026, pourrait offrir au président Trump l'occasion de conclure ce qu'il conviendrait d'appeler de « fructueux » accords commerciaux.

Enfin, l'adoption plus large de l'intelligence artificielle (IA) pourrait générer un surcroît de productivité. Les années 1990 ont montré que les avancées technologiques peuvent stimuler la croissance économique sans déclencher une importante inflation (graph. 3). Durant cette période, l'adoption des ordinateurs, d'Internet et d'autres outils numériques a accru la productivité dans différents secteurs, permettant d'accélérer les communications, de renforcer l'automatisation et d'améliorer l'efficacité. Ce gain de productivité a permis aux entreprises de verser des salaires plus élevés, sans augmenter les prix.

10 Points saillants du marché

Graph. 4 : La croissance de l'offre monétaire américaine est bien inférieure aux niveaux qui ont historiquement conduit à une inflation plus élevée

Variation annuelle en pourcentage



Source : LSEG, Vontobel ; au 24 octobre 2025.

Quelles sont nos perspectives en matière d'inflation ?

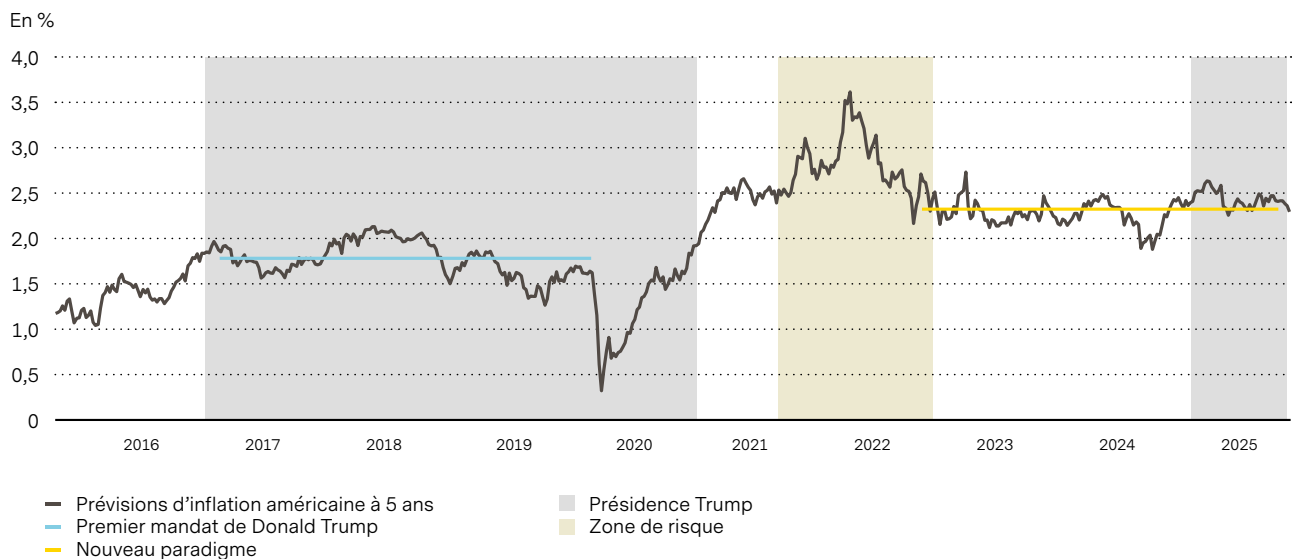
Les consommateurs américains devraient ressentir le contrecoup de la hausse des droits de douane en 2026. On estime que les entreprises américaines n'ont pour l'heure répercuté qu'une partie du coût qui en résulte sur les consommateurs, et nous pensons que d'autres effets se feront sentir au fil de l'année. Nous prévoyons également qu'un affaiblissement du dollar américain augmentera le prix des importations. Cela étant, nous ne prévoyons pas de forte poussée de l'inflation, comme celle observée en 2021-2022. Pourquoi ? Tout d'abord parce que le prix des biens pèse bien moins sur le panier de l'inflation américaine que le prix des services, par exemple. Ensuite, parce que les droits de douane constituent une taxe sur les consommateurs, ce qui réduit le revenu disponible et limite les dépenses. Troisièmement, parce que si nous pensons que la Fed ramènera ses taux d'intérêt vers la « neutralité » dans les prochains mois, nous ne tablons pas sur une politique accommodante (c.-à-d. stimulante). L'offre monétaire américaine progresse, mais elle reste bien en deçà des niveaux qui ont historiquement conduit à une inflation bien plus élevée (graph. 4). Quatrièmement, parce qu'avec l'affaiblissement du marché du travail américain, les travailleurs perdent leur pouvoir de négociation, ce qui réduit la pression à la hausse sur les salaires. Cinquièmement, on n'observe actuellement pas de problèmes significatifs en termes d'offre ni sur les chaînes

d'approvisionnement : l'Organisation des Pays Producteurs de Pétrole élargie (OPEP+) continue à alimenter le marché en pétrole brut jusqu'à la fin de décembre et l'augmentation des stocks des pays de l'OCDE a maintenu les cours autour de 60 à 65 USD le baril. Nous restons également convaincus que la Chine « exportera » la déflation dans le reste du monde à cause de son importante surproduction dans des secteurs clés, comme les véhicules électriques et les panneaux solaires. Enfin, nous pensons que l'adoption généralisée de l'IA pourrait avoir un effet désinflationniste.

Risques pesant sur nos perspectives pour 2026

Comme toujours, nos perspectives comportent des risques. Donald Trump lui-même pourrait représenter un risque pour la croissance. Si nous pensons qu'il est judicieux de réduire l'incertitude en année d'élection de mi-mandat, nous ignorons si le président partage notre avis. Les droits de douane américains, exprimés en pourcentage des recettes douanières par rapport aux importations de biens durables, se situent actuellement à près de 10%, un sommet inégalé depuis plusieurs décennies. Mais ils pourraient encore augmenter. Durant la première moitié du XXe siècle, ce taux était près de deux fois supérieur. La guerre entre la Russie et l'Ukraine constitue elle aussi un risque pour nos prévisions de croissance. Si un cessez-le-feu demeure possible, le conflit pourrait

Graph. 5 : Les possibilités de mener des expérimentations politiques sans conséquences lourdes sont probablement restreintes



Source : LSEG, Vontobel ; au 24 octobre 2025.

encore s'envenimer et déclencher un choc pétrolier avant d'être résolu. Il ne faut pas oublier les problèmes budgétaires que rencontrent plusieurs pays. La France accuse un lourd déficit et se trouve dans une impasse politique tandis que les États-Unis se débattent avec un niveau d'endettement et un coût de la dette très élevés. Il faut aussi tenir compte de la dimension juridique, puisque la Cour Suprême pourrait juger illégale la guerre commerciale menée par le président Trump. Plusieurs petites entreprises et États d'obédience démocrate contestent les taxes à l'importation au motif qu'elles représentent 3000 milliards USD de hausse d'impôt pour les Américains et qu'elles ne relèvent pas du pouvoir présidentiel. Si le gouvernement américain était contraint de reverser les gains liés aux droits de douane, cela pourrait déclencher une crise budgétaire. Nous nous inquiétons également d'un possible durcissement de la pénurie de crédit. La récente faillite du fabricant de pièces automobiles First Brands et du prêteur subprime Tricolor a amené le CEO de JPMorgan Chase, Jamie Dimon, à mettre en garde contre la présence « de nouveaux cafards » dans l'économie américaine¹³.

L'un des risques pour notre perspective d'inflation est la dépréciation des devises. Le dollar américain a déjà perdu environ 10 % par rapport à un panier de grandes monnaies en 2025, et les prochaines actions de Donald

Trump, comme le possible remplacement du président de la Fed par une personnalité plus accommodante, pourraient accentuer la pression à la baisse sur le billet vert. Un net affaiblissement du dollar pourrait encore augmenter l'inflation importée.

Cela étant, les prévisions d'inflation à plus long terme aux États-Unis sont sorties de la fourchette dans laquelle elles se trouvaient durant le premier mandat de Trump. Après avoir atteint un pic à plus de 3,5 % durant la crise de l'inflation de 2022-2023, elles ont désormais évolué vers un nouveau paradigme, plus élevé. Le problème est que, lorsque les prévisions d'inflation augmentent fortement, elles risquent de devenir des prophéties autoréalisatrices en influençant le comportement des consommateurs, ce qui pousse les niveaux d'inflation encore plus haut. Nous pensons que cela laisse peu de marge de manœuvre aux dirigeants politiques pour jouer trop de « mauvais tours » sans que cela ait de lourdes conséquences (graph. 5).

Le ton l'emporte sur la tendance à mesure que les données se raréfient



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

La fermeture du gouvernement américain (shutdown) ayant interrompu la publication des données économiques officielles, les marchés ont perdu leur boussole habituelle. Le flux régulier du nombre d'emplois, des dépenses, des prix et de la production s'est tari, laissant aux enquêtes sur la confiance des investisseurs et aux anecdotes le soin de combler le vide. Dans ce vide, le ton l'emporte sur la tendance. Les investisseurs analysent chaque discours de la Fed, chaque conférence téléphonique sur les bénéfices des entreprises et les indicateurs de suivi des cartes de crédit pour trouver une orientation. La perception du marché constitue une force en soi.

Lors de sa dernière réunion, la Fed a abaissé son taux directeur de 25 points de base, à 4,00%. Une décision largement anticipée, mais Jerome Powell a prévenu qu'aucune nouvelle baisse n'était garantie cette année. Le Comité était divisé, et Powell a évoqué des positions très divergentes sur les risques et les perspectives économiques. «Quand on conduit dans le brouillard, on ralentit¹⁴», a-t-il dit, laissant entendre que ce manque de visibilité pourrait peser sur la réunion de décembre.

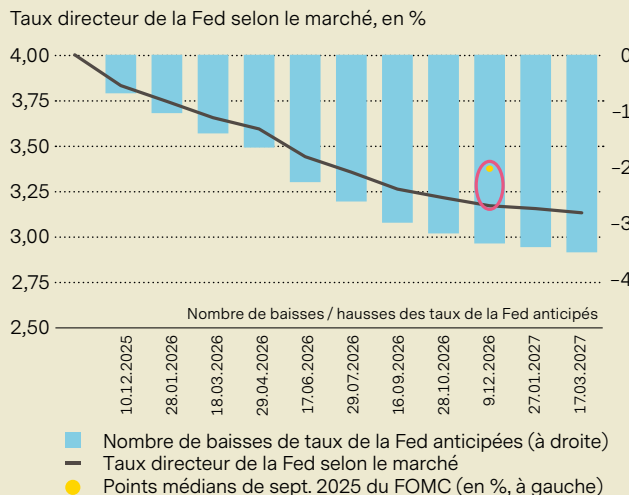
Les marchés anticipent des baisses plus marquées que celles annoncées par la Fed pour l'année prochaine (graph. 1), même si les données sur l'emploi n'indiquent pas de nouveau ralentissement. Nous pensons toutefois qu'il n'est pour l'heure pas judicieux de reconstituer des positions baissières, car la sensibilité à la qualité du crédit et les tensions commerciales restent élevées.

Haut rendement : du «carry», mais peu de marge

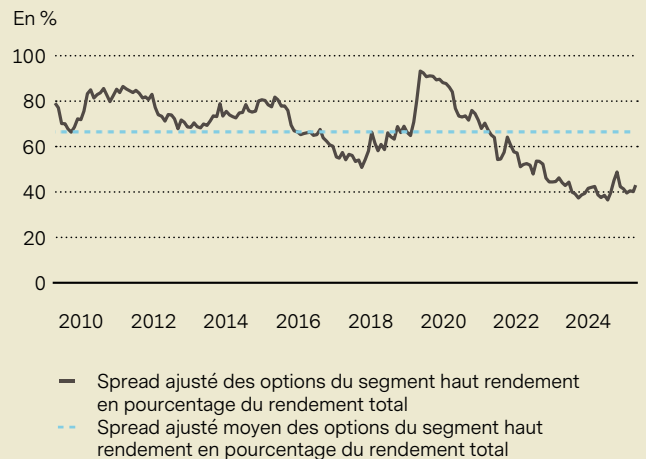
Les obligations à haut rendement offrent toujours du «carry», mais la marge de sécurité est faible. La prime de crédit nous paraît étroite. Les spreads représentent près de 42% du rendement total, quand la moyenne à long terme frôle les 66%. Le graphique 2 montre l'érosion de la rémunération du risque de crédit ces dix dernières années.

Dans l'ensemble, les rendements tutoient leurs sommets depuis plusieurs années, mais une part plus faible de ce revenu provient des spreads. Autrement dit, la rémunération perçue par les investisseurs provient davantage du taux sans risque que d'une véritable prime de risque de crédit. Il est vrai que le rendement total semble correct et affiche des perspectives acceptables, mais ce n'est, selon nous, pas le cas de la marge d'erreur. Nous voyons peu de marge de sécurité en cas de ralentissement de la croissance ou de multiplication des défaillances. Pour nous, c'est un «carry» sans filet de sécurité, et il est peu probable que le resserrement des spreads soit rémunérateur. Dans l'ensemble, nous jugeons le cas d'investissement pour le crédit dans son ensemble peu convaincant, ce qui rend la sélectivité importante. Nous préférons nous fier à la qualité des émetteurs, à la structure et à la liquidité, c'est précisément là que, selon nous, la gestion active prend tout son sens.

Graph. 1 : Ce que les marchés anticipent et ce que la Fed signale



Graph. 2 : La part de spread reste très en deçà des niveaux de rémunération historiques



Source : LSEG, Vontobel ; au 22 octobre 2025.

Boom ou bulle des investissements dans l'IA ?



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

Les baissiers et les haussiers se sont engagés dans des débats houleux sur la flambée des investissements dans l'IA, les valorisations élevées des entreprises qui y sont exposées et l'écosystème autonome qui se forme dans ce domaine. Beaucoup se demandent à présent si nous avons affaire à la prochaine grande bulle (graph. 1).

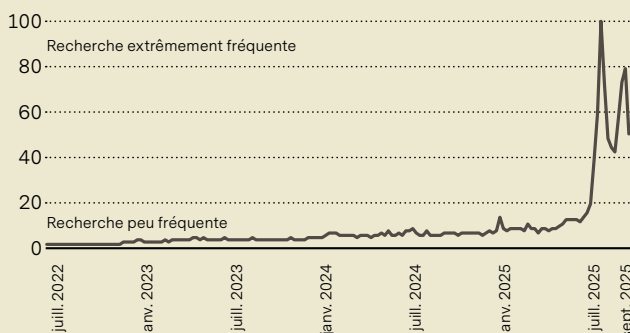
Les avertissements quant à une bulle potentielle de l'IA se sont multipliés ces derniers mois, de la part des institutions financières mais aussi des dirigeants mêmes des entreprises à la tête de cette mégatendance. Si peu doutent du potentiel transformateur de l'IA à long terme, beaucoup reconnaissent la possibilité de revers au cours de ce processus. Ces inquiétudes surgissent dans un contexte de hausse des marchés actions que rien ne peut apparemment arrêter, tirée en grande partie par une poignée de grandes entreprises technologiques américaines exposées à l'IA et bénéficiant de valorisations élevées. Même l'administration américaine a pris des participations dans certaines de ces entreprises, finançant de grandes initiatives liées à l'IA comme le projet Stargate¹⁵, et exhortant les géants de la technologie à réaliser des investissements de plusieurs milliards de dollars dans l'IA sur le sol américain ces prochaines années. Mais les

dépenses d'investissement dans les centres de données ne sont qu'un aspect de la situation. La demande d'énergie en est un autre, et devient une contrainte majeure. Par exemple, les contrats récents signés par OpenAI, propriétaire de ChatGPT, représentent des besoins d'électricité de 17 gigawatts¹⁶, soit environ la capacité de 17 centrales nucléaires¹⁷. Cette évolution a fait craindre de voir la combinaison de valorisations élevées, de flux d'investissement circulaires et d'une demande énergétique croissante crée un vortex autoalimenté en expansion constante, sans que l'on sache vraiment comment les entreprises vont tirer profit de ces investissements.

L'impact des investissements liés à l'IA sur le PIB réel américain est déjà clair (graph. 2). Avec un PIB annuel de près de 30 000 milliards USD, les dépenses liées à l'IA contribuent désormais à plus de 1% de la croissance trimestrielle, soit environ un tiers de la croissance totale. En d'autres termes, l'IA est devenue un moteur clé de l'économie américaine. Mais cela en fait-il une bulle ? Notre analyse multi-critère, qui compare les conditions actuelles aux bulles passées, livre un tableau nuancé. Certains signaux pointent vers des signes de surchauffe, d'autres indiquent que l'environnement actuel diffère sensiblement des épisodes spéculatifs précédents. Un effet de levier plus faible, le moins grand nombre d'introductions en bourse non rentables, des valorisations relatives plus raisonnables et les fortes contributions des leaders de l'IA aux bénéfices du S&P 500 laissent présager une configuration plus équilibrée et durable, conforme aux premières phases d'adoption de technologies disruptives par le passé. Bien que la vigilance soit de mise, nous pensons que les actions technologiques américaines liées à l'IA ne sont pas dans une bulle... du moins pour l'instant.

Graph. 1 : Les recherches sur Google pour « bulle de l'IA » ont explosé

Tendances de Google, pour l'expression « bulle de l'IA »

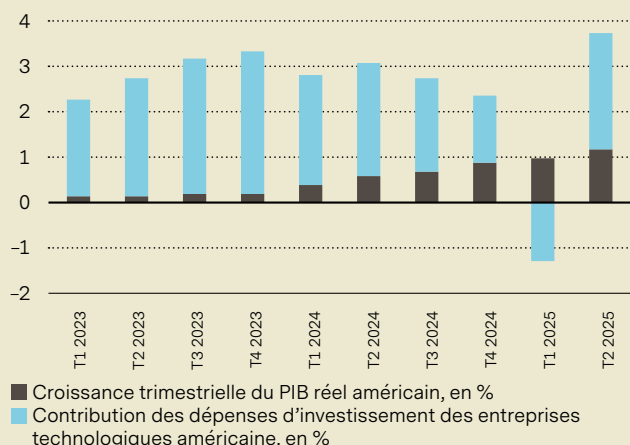


Remarque : Une valeur de 100 correspond au pic de fréquence du terme. Une valeur de 50 signifie que le terme est deux fois moins recherché. Un score de 0 signifie qu'il n'y avait pas assez de données pour ce terme.

Source : Google Trends, Vontobel ; au 23 octobre 2025.

Graph. 2 : Comment les investissements dans la technologie et l'IA tirent la croissance trimestrielle du PIB américain

Croissance trimestrielle du PIB réel américain, en %



Source : Bloomberg, Vontobel ; au 23 octobre 2025.

À chaque douceur son amertume



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

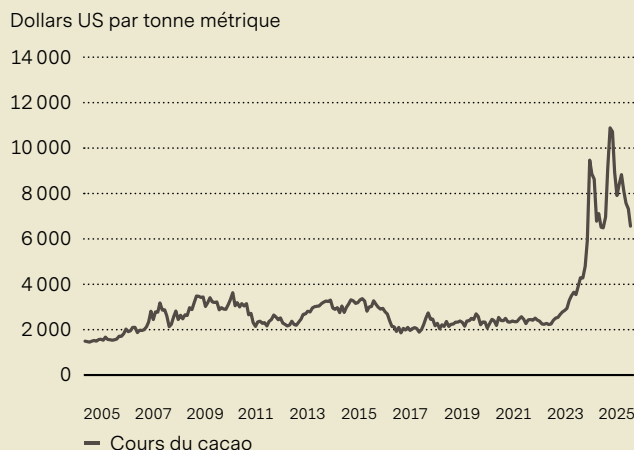
Autrefois vedette de la flambée des prix des matières premières, le cours du cacao a retrouvé des niveaux raisonnables, et cette évolution de marché laisse aux négociants et aux producteurs un goût un peu amer.

Pendant des années, le cours du cacao n'a semblé suivre qu'une trajectoire ascendante. L'an dernier, la petite fève a temporairement dépassé les 12 000 USD la tonne métrique. Mais à l'heure où nous publions ces lignes, elle se négocie autour de 6 000 USD (graph. 1). Plusieurs facteurs ont concouru à ce repli, avec en premier lieu l'amélioration des attentes quant à l'offre mondiale après plusieurs saisons marquées par des perturbations climatiques. En Afrique de l'Ouest, qui concentre 70% de la production mondiale, les conditions se sont stabilisées. Les précipitations en Côte d'Ivoire, premier pays producteur, ont contribué à atténuer les tensions sur l'offre. Le Ghana, deuxième producteur de cacao, a avancé de deux mois sa récolte pour la saison 2024/2025, apaisant ainsi les craintes pour l'offre. Et l'Union européenne a proposé de reporter d'une année l'entrée en vigueur de sa loi anti-déforestation. L'Europe absorbe plus d'un tiers (36%) de la demande mondiale de cacao; ce report pourrait temporairement atténuer la hausse des coûts et faciliter la production.

En même temps, les indicateurs de demande ont fléchi (graph. 2). Le broyage de fèves, indicateur clé de la demande de l'industrie chocolatière, a reculé au troisième trimestre de 4,8% en glissement annuel en Europe et de 3,4% en Asie. Les prix restant malgré tout plus élevés que par le passé, les chocolatiers ont réagi en réduisant leurs achats ou en ajustant leurs recettes, ce qui a fait baisser les cours. Les spéculateurs ont aussi changé de positionnement. Les hedge funds et d'autres investisseurs qui avaient accumulé des positions sur le cacao en 2024 ont commencé à les dénouer massivement début 2025, accélérant la baisse. Dans les pays producteurs, les gouvernements ont réagi à cette nouvelle donne. En octobre, la Côte d'Ivoire a augmenté son prix à la production à un niveau record de 2800 francs CFA le kilo pour la récolte principale de 2025/2026 afin de soutenir les planteurs de cacao. Cela pourrait encourager ces derniers à commercialiser leurs fèves au lieu de les conserver pour faire gonfler artificiellement les prix.

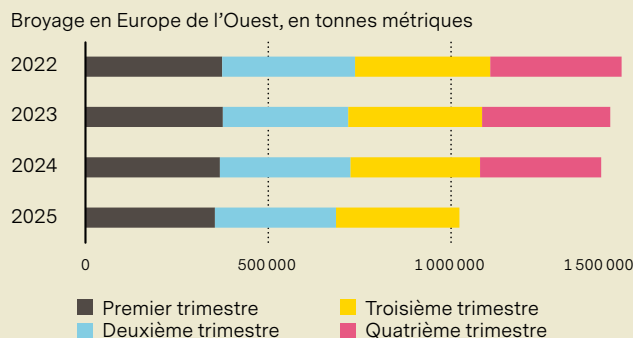
En ce mois d'octobre, le marché du cacao semble s'être plus ou moins stabilisé, les prix évoluant dans une fourchette plus basse, mais moins fluctuante. S'il est impossible d'écarter tout risque de nouvelle envolée, en particulier si la récolte est décevante ou si la demande rebondit de manière inattendue, les sommets atteints sous l'effet de la panique en 2024 semblent être derrière nous. Les acteurs du marché surveillent de près les chiffres du broyage pour le quatrième trimestre, ainsi que ceux de la récolte principale en Afrique de l'Ouest. Pour l'instant, il semble que le cours du cacao s'inscrive dans un environnement de négoce davantage déterminé par les fondamentaux.

Graph. 1 : Le goût amer de la nouvelle saison



Source : Organisation internationale du cacao (ICCO), Vontobel ; au 20 octobre 2025.

Graph. 2 : La demande des fabricants de chocolat a reculé



Remarque : Les chiffres du broyage en Europe de l'Ouest représentent la quantité de cacao et de produits à base de chocolat demandée par les fabricants de chocolat. Une augmentation de ces chiffres signale une hausse de la demande, tandis que leur baisse suggère un affaiblissement de la demande, par exemple en raison de prix élevés, de problèmes d'approvisionnement ou d'habitudes de consommation.
Source : StatSer (Statistic Services), Leusden, Pays-Bas ; au T3 2025.

Pas de frayeurs pour le dollar et le franc suisse jette son sort



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

La fermeture du gouvernement américain, commencée le 1^{er} octobre, a jusqu'à présent eu peu d'effet immédiat sur le dollar américain, tout comme lors des précédentes fermetures, notamment celle de 2018–2019, lorsque la devise était restée relativement stable. Cependant, si la fermeture devait se prolonger, son impact pourrait devenir plus marqué, pesant potentiellement sur la croissance du PIB et les dépenses des consommateurs.

Le secrétaire au Trésor américain, Scott Bessent, a averti que cet arrêt des activités du gouvernement pourrait coûter 15 milliards USD par semaine¹⁸, réduisant potentiellement la croissance du PIB de 0,1 à 0,2 point de pourcentage chaque semaine. Le Council of Economic Advisers prévoit aussi une baisse de 30 milliards USD des dépenses de consommation en cas de fermeture d'un mois¹⁹. Les principales répercussions économiques sont liées au non-paiement des salaires, qui touche particulièrement les employés fédéraux et les sous-traitants. Les fonctionnaires fédéraux ont généralement la garantie de recevoir leur traitement rétroactivement mais pas les sous-traitants, ce qui pourrait conduire à une aggravation des tensions financières et à un tassement des dé-

penses de consommation, et pourrait alors peser sur les indicateurs tels que la confiance des consommateurs et les ventes de détail. Malgré ces évolutions, l'indice du dollar américain a progressé de 1,3% du 1^{er} au 23 octobre (graph. 1).

Gains records pour le franc suisse

Le franc suisse s'apprête à atteindre des records en 2025, son attrait étant dû à des facteurs structurels tels que la santé budgétaire, une dette gérable et des excédents extérieurs, le plaçant en bonne position pour continuer à surperformer les autres monnaies du G-10. Si l'on regarde la performance annuelle du franc suisse par rapport au dollar (CHF/USD) depuis 1971, l'année de la plus forte appréciation du franc suisse remonte à 1974 (graph. 2). Toutefois, 2025 a connu l'un des meilleurs débuts de ces dernières années, le franc suisse ayant nettement progressé par rapport au dollar. Si la dynamique actuelle se poursuit, le franc pourrait enregistrer cette année des gains potentiellement sans précédent. L'incertitude mondiale actuelle, notamment les tensions commerciales et les risques géopolitiques, ainsi que la solidité économique de la Suisse, caractérisée par un faible taux de chômage et une grande stabilité politique, ont dopé la demande de franc comme monnaie refuge.

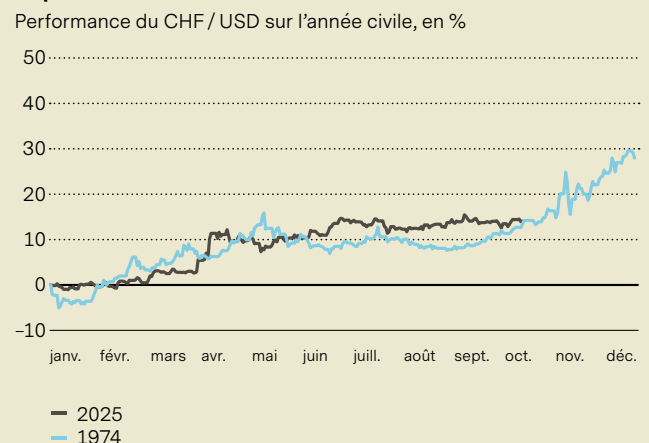
Nous pensons que l'attrait du franc suisse reste fort, d'autant plus que des facteurs structurels tels que la santé budgétaire et la dynamique de la dette, ainsi que des facteurs externes, tels que ses liens financiers et commerciaux avec le reste du monde, gagnent en importance pour les monnaies du G-10²⁰. Les monnaies bénéficiant d'une situation budgétaire solide, d'une dette gérable et d'excédents extérieurs devraient continuer à surperformer.

Graph. 1 : Le dollar a fait preuve de résilience malgré l'incertitude liée au shutdown



Source : LSEG, Vontobel ; au 23 octobre 2025.

Graph. 2 : Le franc suisse réalise son meilleur départ depuis les années 1970



Source : LSEG, Vontobel ; au 22 octobre 2025.

Conjoncture et marchés financiers 2024 – 2026

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

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

INFLATION	2024³	ACTUEL⁴	CONSENSUS 2025	CONSENSUS 2026	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 2025⁵
Zone euro	2,4	2,1	2,1	1,8	↓
États-Unis	3,0	3,0	2,8	2,9	↓
Suisse	1,1	0,1	0,2	0,6	→

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2024	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
EUR (taux de dépôt)	3,00	2,00	1,93	1,95	→
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	4,50	4,00	3,61	3,26	→
CHF	0,50	0,00	-0,03	0,00	→

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2024	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
EUR (Allemagne)	2,37	2,65	2,85	2,97	↓
USD	4,57	4,09	4,10	4,07	→
CHF	0,33	0,12	0,42	0,59	→

TAUX DE CHANGE	2024	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
CHF / EUR	0,94	0,93	0,94	0,96	↑
CHF / USD	0,91	0,81	0,80	0,81	↓
USD / EUR	1,04	1,15	1,19	1,21	↑

MATIÈRES PREMIÈRES	2024	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
Pétrole brut Brent, USD par baril	75	65	62	63	↑
Or, USD par once troy	2625	3963	3800	3925	→
Cuivre, USD par tonne métrique	8768	10664	9935	10250	→

Remarque : Les opinions sont à jour au 5 novembre 2025. Les prévisions sont fondées sur les conditions et hypothèses de marché actuelles. Sous réserve de modifications sans préavis. Elles ne constituent pas une garantie des résultats futurs.

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

² Dernier trimestre disponible

³ Sous réserve de révisions

⁴ Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

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

Remarques juridiques

Annexe à la publication et mentions légales

1. Disclaimer et mention des sources

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

18 Informations légales

2. Directives et informations propres à certains pays

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

Additional information for UK clients

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

Information for German clients

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

Information for Italian clients

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

Glossaire et sources

- ¹ Période de croissance spéculative du marché boursier à la fin des années 1990, lorsque les investisseurs ont massivement investi dans des entreprises Internet souvent nouvelles, non rentables et surévaluées. La bulle a éclaté entre 2000 et 2001.
- ² Source : article de Reuters, publié le 17 octobre 2025. reuters.com/legal/government/sec-says-unclear-if-proposed-3x-5x-leveraged-etfs-would-be-approved-2025-10-16/
- ³ ADP est une entreprise qui suit et rapporte chaque mois combien de personnes sont embauchées ou payées aux États-Unis, offrant un aperçu précoce du marché de l'emploi avant les rapports officiels du gouvernement.
- ⁴ « Sous-pondération » signifie que le Comité d'investissement Multi Asset de Vontobel accorde une préférence moindre à une classe d'actifs ou sous-classe d'actifs. Cela reflète la conviction que cette classe d'actifs est moins attractive par rapport à d'autres dans le contexte de marché actuel. Il ne s'agit pas d'une recommandation d'éviter totalement cet actif, mais d'une suggestion de réduire son allocation.
- ⁵ « Neutre » signifie que le Comité d'investissement Multi Asset de Vontobel n'accorde ni préférence supérieure ni inférieure à une classe ou sous-classe d'actifs. Cela reflète une vision équilibrée, selon laquelle la classe d'actifs devrait évoluer en ligne avec ses performances historiques ou avec la moyenne du marché. Il ne s'agit pas d'une recommandation d'agir, mais d'une suggestion de maintenir l'allocation actuelle.
- ⁶ « Surpondération » signifie que le Comité d'investissement Multi Asset de Vontobel accorde une préférence supérieure à une classe d'actifs ou sous-classe d'actifs. Cela reflète la conviction que cette classe d'actifs est plus attractive par rapport à d'autres dans le contexte de marché actuel. Il ne s'agit pas d'une recommandation d'investir massivement, mais d'une suggestion d'augmenter l'allocation.
- Les classifications « sous-pondération », « neutre » et « surpondération » reflètent uniquement les vues internes du comité d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme des recommandations pour les investisseurs individuels ou comme un appel à l'action. Elles reflètent simplement la perspective de Vontobel quant à l'évolution attendue de la valeur d'une classe d'actifs particulière. Ces évaluations sont diffusées uniquement à titre informatif auprès d'un large public et ne sont pas adaptées à un groupe de clients spécifique.
- ⁷ Indicateurs économiques basés sur des enquêtes auprès de dirigeants d'entreprises. Un PMI supérieur à 50 indique une expansion, inférieur à 50 une contraction.
- ⁸ Entreprises agissant à l'avance pour tirer avantage d'un événement attendu.
- ⁹ Les ventes au détail nominales mesurent la valeur totale des ventes sans ajustement pour l'inflation.
- ¹⁰ Source : article de CNBC, 16 octobre 2025. cnbc.com/2025/10/16/top-ecb-board-members-see-sticky-inflation-but-clear-rate-path.html
- ¹¹ Source : article de Swissinfo, 8 septembre 2025. swissinfo.ch/eng/snb-has-high-bar-for-next-rate-cut%2C-schlegel-tells-migros-magazin/89964365
- ¹² M2 est le total des liquidités, comptes courants et épargnes facilement accessibles aux États-Unis.
- ¹³ Source : article de CNN, 16 octobre 2025. edition.cnn.com/2025/10/16/business/jamie-dimon-us-economy-cockroaches
- ¹⁴ Source : Transcription de la Réserve fédérale américaine, publiée le 29 octobre 2025. federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpres-conf20251029.pdf
- ¹⁵ Initiative américaine visant à développer les infrastructures physiques et numériques nécessaires aux systèmes d'IA avancés.
- ¹⁶ Source : article de Computing, 26 septembre 2025. computing.co.uk/news/2025/ai/sam-altman-s-planned-ai-datacentres-will-consume-more-power-than-entire-countries
- ¹⁷ Source : Département de l'Énergie des États-Unis, 31 mars 2021. energy.gov/ne/articles/infographic-how-much-power-does-nuclear-reactor-produce
- ¹⁸ Source : article de Reuters, 15 octobre 2025. reuters.com/world/us/us-investment-boom-is-sustainable-bessent-says-2025-10-15/
- ¹⁹ Source : Council of Economic Advisers, octobre 2025. whitehouse.gov/wp-content/uploads/2025/10/Economic-Consequences-of-a-Government-Shutdown-4.pdf
- ²⁰ Le G-10 est un groupe de pays développés coordonnant leurs politiques économiques et financières mondiales.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

