

Vontobel

Investors' Outlook

Taille de printemps
sur les marchés



Mars 2026

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Terrain irrégulier

6 Points saillants du marché

Quand tout n'est pas o-K

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 Prévisions

19 Références

Glossaire et sources

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

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

Auteurs*

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

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition: le 2 avril 2026)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

5 mars 2026

Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 17

Taille de printemps sur les marchés



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

Chères lectrices, chers lecteurs,

La volatilité a soufflé dans les branches cette année. D'un côté, la volatilité géopolitique s'est davantage intensifiée, les marchés étant en état d'alerte maximale après que les tensions entre les États-Unis et l'Iran autour d'un accord sur le programme nucléaire ont dégénéré en guerre et ravivé les craintes d'une instabilité régionale plus large et de potentielles perturbations des marchés de l'énergie. D'un autre côté, les investisseurs ont pris leurs cisailles pour élaguer certains actifs risqués lors de la vente massive de février, reflet des craintes que la disruption liée à l'IA ne provoque un « SaaS-mageddon¹ ». Nous estimons que cela souligne l'importance de la diversification et explique également pourquoi nous avons maintenu notre surpondération des matières premières.

Même si la volatilité secoue certaines branches, le sentiment des investisseurs reste généralement haussier et l'environnement macroéconomique solide. Il semble que l'économie des États-Unis soit entrée dans une période « Boucles d'or » : la croissance s'accélère, l'inflation se normalise et l'emploi montre des signes de stabilisation. L'industrie manufacturière reprend aussi des couleurs après trois années de stagnation, et si le moral des consommateurs reste en berne, il pourrait lui aussi se redresser. Les conditions d'une croissance économique nous semblent réunies, les banques centrales des pays du G10² – Japon mis à part – ayant assoupli leur politique monétaire. L'effet cumulé de ces baisses de taux devrait continuer de se faire sentir dans l'économie pendant une bonne partie de l'année. En dehors des États-Unis, les relances budgétaires devraient stimuler grandement la croissance mondiale, alors que la Chine a abaissé son objectif de croissance du PIB pour 2026 à une fourchette de 4,5% à 5%³.

Nous pensons qu'une taille de printemps peut être bénéfique. Elle montre que les marchés sont vigilants et pas forcément disposés à payer pour de simples promesses. Ils veulent des preuves dans les bénéfices et les prévisions des entreprises, ce qui nous paraît tout à fait sain, d'autant que cela ouvre la voie à une certaine diversification. Lors de la réorientation, les investisseurs ont élargi leur horizon géographique et sectoriel, notamment en se détournant des titres US au profit des actions européennes et émergentes, mais aussi en se détournant de la technologie au profit des biens de consommation courante et des valeurs industrielles.

Dans le domaine de l'IA précisément, le repli avait un dénominateur commun : la crainte qu'inspirent les business models qui reposent sur le capital cognitif humain, et la compétitivité limitée qui les rend vulnérables aux évolutions de l'IA. Nous devons encore comprendre ce que signifie réellement l'IA, et cet apprentissage ne se fera qu'au fil de l'eau. Il est donc probable que la volatilité nous accompagne encore un moment.

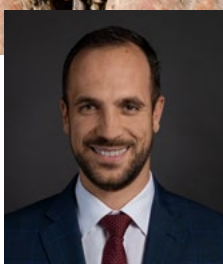
Dans ce numéro de l'Investors' Outlook, nous vous expliquons ce qu'est une économie en forme de K et ce qu'elle peut potentiellement impliquer pour les investissements, nous zoomons sur l'actualité des marchés du pétrole et nous vous livrons nos opinions sur les marchés boursiers.

Notre objectif est d'aider nos clients à développer leurs portefeuilles et à les faire fructifier au fil du temps. Un petit rééquilibrage de marché peut donner à l'ensemble de l'écosystème davantage de vigueur pour les saisons à venir.

.....
 → **Webcast**

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

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



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

Terrain irrégulier

Il a généralement lieu au printemps, quand on nettoie le jardin et que l'on rajeunit les touffes pour faire émerger des pousses plus vigoureuses. En janvier et février, les responsables politiques ont déjà semé de nouvelles graines et les investisseurs ont taillé dans leurs positions trop étoffées, tandis que les tensions géopolitiques se sont davantage enchevêtrées.

Les tensions entre les États-Unis et l'Iran ont dégénéré en conflit ouvert, provoquant des turbulences sur les marchés pétroliers mondiaux et recentrant l'attention du conflit sur la sécurité énergétique. Voir page 14 pour plus de détails sur notre analyse de l'évolution de la situation au Moyen-Orient.

Aux États-Unis, le président Donald Trump a nommé Kevin Warsh pour succéder à Jerome Powell à la tête de la Fed à la fin de son mandat en mai 2026. Ce choix a d'abord provoqué un « choc Warsh » début février, ébranlant les cours de l'or et faisant bondir le dollar US. Depuis, les marchés se sont stabilisés en retrouvant la confiance dans l'indépendance de la Fed. Les investisseurs aussi se rassurent en se rappelant que Warsh a déjà siégé comme gouverneur à la Fed et en se disant qu'il ne cédera pas complètement à la pression politique.

Au Japon, la Première ministre Sanae Takaichi a remporté une victoire écrasante aux élections législatives anticipées. Avec une très large majorité de 316 sièges, elle dispose maintenant de toute la puissance législative nécessaire pour passer outre les décisions de la chambre haute du Parlement et mettre en œuvre son programme « Sanaenomics⁴ ». Après avoir promis en janvier de « mettre fin à une politique fiscale trop stricte et au manque d'investissements pour l'avenir⁵ », grâce à sa victoire, Takaichi a donné un coup de fouet aux actions japonaises, qui ont atteint des records historiques.

Dans le monde entier, les investisseurs ont élagué certaines positions technologiques au profit de positions plus cycliques, les titres logiciels associés à l'IA ayant suscité des réserves. Les participants au marché ont également recherché des actifs refuges en réponse à l'escalade en Iran. Nous réitérons notre scénario économique de base pour 2026, à savoir une trajectoire économique positive, des pressions inflationnistes modérées et des politiques monétaires et budgétaires accommodantes.

Pour en savoir plus sur l'allocation d'actifs de la boutique Multi Asset de Vontobel, rendez-vous page 5.

	SOUS-PONDÉRATION ⁶		NEUTRE ⁷	SURPONDÉRATION ⁶		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités			→			Notre position neutre sur les liquidités reste inchangée, et nous sommes prêts à saisir toute opportunité.
2 Obligations		→				Nous conservons notre sous-pondération en obligations, car nous privilégions toujours les actions. Nos positions sous-pondérées en obligations d'entreprise investment grade (IG) et à haut rendement (HY) restent également inchangées. Depuis le resserrement des spreads après le « Liberation Day » et l'amélioration des relations commerciales, nous estimons que les niveaux actuels ne rémunèrent pas suffisamment le risque au regard de l'historique, compte tenu des risques et de la volatilité. Nous restons neutres sur les obligations marchés émergents (ME) en devises fortes. Globalement, la baisse des taux américains et la perspective d'un affaiblissement structurel du dollar devraient soutenir les actifs émergents.
3 Actions				→		Nous restons optimistes sur les actions, le contexte macroéconomique mondial nous paraissant favorable. Les politiques monétaires et budgétaires accommodantes soutiennent encore la croissance, et les mesures pro-croissance de l'administration Trump à l'approche des élections de mi-mandat devraient aussi y contribuer. Le leadership s'élargit, avec la surperformance de régions et de secteurs cycliques et value, une dynamique susceptible de se prolonger à mesure que l'IA rebat les cartes. Nous surpondérons la zone euro, portée par la relance budgétaire, les baisses de taux de la BCE et des réformes structurelles. Nous réitérons également notre surpondération des actions des ME, toujours en décote. L'affaiblissement du dollar (notre scénario de base) et le positionnement prudent des investisseurs devraient soutenir ces marchés.
4 Or			→			À long terme, l'or conserve selon nous un attrait marqué et demeure notre matière première privilégiée, dans un contexte de diversification des banques centrales et de craintes liées à la dépréciation des monnaies et à l'endettement. Les banques centrales pourraient servir de plancher, limitant vraisemblablement toute baisse sous 4000 USD l'once. Un potentiel haussier subsiste peut-être, mais la trajectoire ne sera sans doute pas linéaire: la forte demande en lingots, pièces et/ou ETF devrait probablement compenser le repli de la joaillerie et un ralentissement, certes résilient, des achats des banques centrales.
5 Matières premières				→		Nous restons confiants dans notre surpondération des matières premières, instaurée en janvier. Une grande part de nos convictions de base pour 2026 confortent notre positionnement sur ce qui a toujours été une catégorie d'actifs cyclique. Nous anticipons une impulsion de croissance positive, un affaiblissement structurel du dollar et la poursuite de la relance monétaire et budgétaire dans les régions clés, qui porteront la demande. Les métaux industriels et le pétrole peuvent selon nous profiter de ce scénario. Les matières premières peuvent servir de protection contre les potentiels risques géopolitiques. Même si nous espérons éviter une escalade entre les États-Unis et l'Iran, notre surpondération visait à offrir un coussin en cas de montée des tensions, car le pétrole brut et l'or ont tendance à rebondir dans de telles circonstances.
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 février 2026. Sous réserve de modifications sans préavis.

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

6 Points saillants du marché



Quand tout n'est pas o-K

L'économie est souvent perçue comme une discipline ancrée dans la tradition qui repose sur des concepts séculaires comme la notion de la « main invisible » forgée par Adam Smith ou celle de l'interventionnisme étatique développée par John Maynard Keynes⁹. Toutefois, de temps à autre, une nouvelle idée vient bouleverser les débats. L'expression à la mode ces derniers temps dans les sphères économiques est l'« économie en K ».



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



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

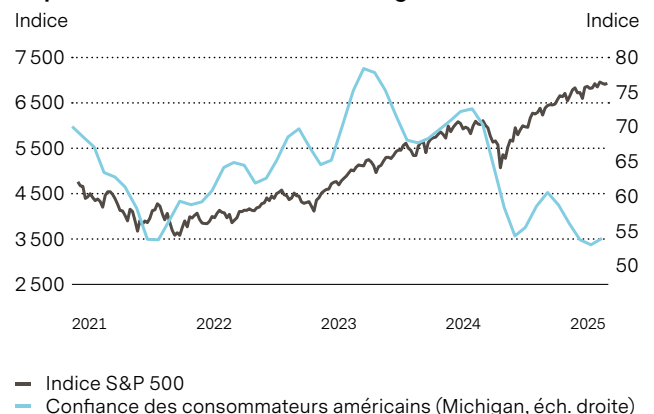
L'« économie en K » décrit une reprise économique inégale, dans laquelle des secteurs, industries ou groupes d'individus rebondissent rapidement tandis que d'autres restent à la traîne. Cette expression découle de la représentation visuelle de la reprise: une partie de l'économie ou de la population est en croissance (la branche ascendante du « K »), tandis qu'une autre partie connaît une stagnation voire un déclin (la branche descendante du « K »). D'où une divergence en termes de résultats économiques.

Dans l'analyse des données économiques de la période post-pandémie, les économistes rencontrent fréquemment des profils qui ressemblent à un « K ». Un exemple en est le décalage grandissant entre le marché boursier américain et la confiance des consommateurs (graph. 1). La branche ascendante du « K » reflète un marché boursier résilient qui a surmonté la hausse des prix, les craintes de guerre commerciale et les tensions géopolitiques. Les grandes entreprises sont parvenues à protéger leurs marges (voire même à les accroître) au moyen de stratégies de prix agressives. En répercutant la hausse des coûts sur les consommateurs, ces entreprises ont conservé de solides bénéfices.

La branche descendante du « K » reflète le décalage grandissant entre les marchés financiers et la réalité quotidienne à laquelle de nombreux ménages sont confrontés.

La confiance des consommateurs, telle que mesurée par l'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan, reste modérée. L'analyse des réponses des personnes interrogées à l'enquête permet de mieux comprendre la cause de ce pessimisme. Pour bon nombre d'Américains, les gros titres consacrés au boom de l'IA

Graph. 1 : Le marché boursier américain est au plus haut, et pourtant la confiance des ménages est en berne

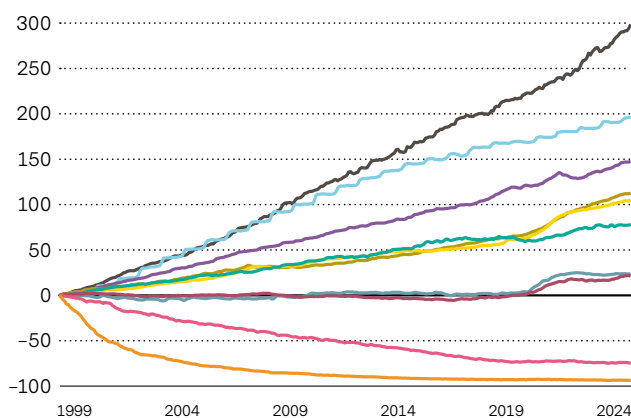


Source : LSEG, Vontobel ; au 20 février 2026.

8 Points saillants du marché

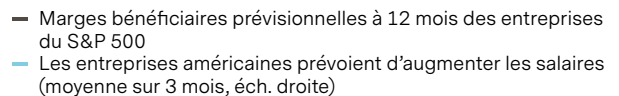
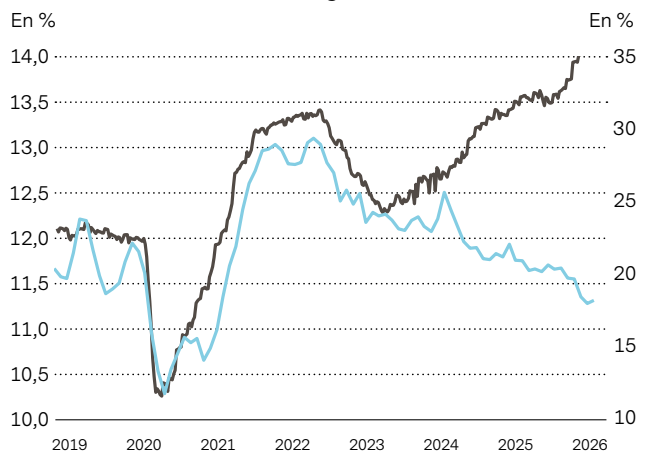
Graph. 2 : La plupart des prix des biens et services ont nettement renchéri, surtout les essentiels

Évolution des prix aux États-Unis : de janvier 2000 à janvier 2026



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 février 2026.

Graph. 3 : Les entreprises enregistrent des marges bénéficiaires record sans augmenter les salaires



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 février 2026.

ou aux nouveaux records établis par l'indice S&P 500 ont peu de rapport avec leur quotidien. Au lieu de cela, ils sont aux prises avec la hausse des prix des biens et des services, en particulier des besoins essentiels tels que les produits alimentaires, les soins de santé et le logement (graph. 2).

L'accessibilité du logement, en particulier, reste le problème le plus pressant. L'indice américain d'accessibilité Housing Affordability¹⁰ a plongé mi-2022 sous le seuil critique des 100 points pour la première fois depuis les années 1980 et se maintient aux alentours de ce niveau depuis. En d'autres termes, cela signifie que ces dernières années, le foyer américain moyen s'est trouvé dans l'impossibilité d'acquérir un nouveau logement compte tenu du niveau actuel des taux hypothécaires et des prix de l'immobilier.

Dans ce cas, les entreprises performantes ne pourraient-elles pas agir en augmentant les salaires ? Ce n'est pas aussi simple. Les entreprises ont effectivement accordé des hausses nominales de salaires en réaction à la flambée de l'inflation dans le sillage de la pandémie, mais il a fallu attendre la mi-2023 pour que la croissance des salaires réels (corrigés de l'inflation) devienne positive. Même aujourd'hui, bien que les salaires augmentent plus rapidement que le taux d'inflation actuel, l'impact cumulé du niveau élevé de l'inflation fait que de nombreux

travailleurs peinent à retrouver leur pouvoir d'achat antérieur. Comme le montre le graph. 3, les entreprises semblent réticentes à augmenter à nouveau les salaires, alors même que leurs marges bénéficiaires à 12 mois ont atteint des niveaux record (ce qui illustre un autre « K »).

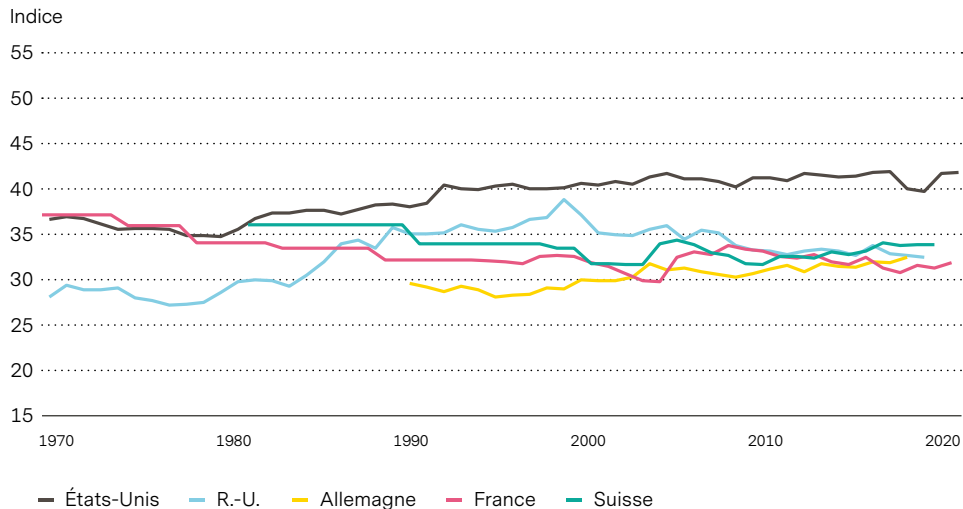
Les gagnants et les perdants d'une économie en K

Dans une économie en K, les principaux bénéficiaires sont les grandes entreprises qui détiennent un capital important et les particuliers fortunés. Leur patrimoine net augmente car ils possèdent des actifs tels que des actions et des biens immobiliers. Les perdants sont souvent les salariés du secteur des services, les petits entrepreneurs et les particuliers sans véritable épargne. Ils constituent la branche descendante du « K » et occupent souvent des emplois qui imposent une présence physique, comme l'hôtellerie, la distribution et la fabrication traditionnelle. Il en résulte un clivage grandissant, dans lequel la richesse des « nantis » est en décalage croissant avec les difficultés économiques des « démunis », faisant que la mobilité sociale ne consiste plus tant à grimper une échelle qu'à effectuer un bond impossible.

Contrairement à la reprise en K, les axes d'inégalité ne sont pas nouveaux

Bien que l'expression « économie en K » soit un ajout relativement récent au lexique économique, popularisé durant la pandémie de Covid-19, les inégalités et les

Graph. 4 : Les États-Unis sont mal classés dans l'indice de Gini, qui mesure les inégalités globales dans la répartition des revenus



Remarque : L'indice de Gini (ou coefficient de Gini) mesure les inégalités de revenus et de richesse au sein d'une population, sur une échelle allant de 0 (parfaite équité) à 1 ou 100 (totale iniquité). Développé par Corrado Gini, il est calculé sur la base de la courbe de Lorenz, qui est la représentation graphique du revenu total rapporté aux parts détenues par la population totale. Une valeur élevée dénote une plus grande inégalité, souvent utilisée pour comparer les disparités économiques entre pays.

Source : LSEG, Vontobel ; au 20 février 2026.

bifurcations n'ont rien de nouveau. L'analyse des coefficients de Gini¹¹ laisse penser que l'inégalité sociale est un enjeu essentiellement propre aux États-Unis qui perdure depuis des décennies (graph. 4). Le coefficient de Gini aux États-Unis affiche une augmentation régulière, dénotant un écart grandissant entre les revenus les plus élevés et les plus bas. Alors que nombre de pairs (pays du G7¹² et autres nations développées) ont modéré leurs coefficients au moyen d'une redistribution plus volontariste et de dispositifs de sécurité sociale, les États-Unis se distinguent parmi les économies avancées par une disparité des revenus systématiquement plus élevée. D'autres indicateurs, comme le ratio de Palma¹³, qui mesure les extrêmes en termes de répartition des revenus, expriment la même idée.

Coincés en bas de l'échelle

La situation nous semble peu susceptible de s'améliorer à l'avenir. La fameuse « Grande et belle loi » (One Big Beautiful Bill Act, ou OBBBA¹⁴) du président américain Donald Trump, vanté comme étant « une initiative unique » pour « stimuler l'économie et garantir la sécurité et la prospérité des Américains pour les décennies à venir », pourrait se révéler beaucoup moins « belle » qu'anticipé pour de nombreux consommateurs¹⁵. Selon le Congressional Budget Office et le Joint Committee on Taxation, les ménages à faibles revenus devraient être nettement moins bien lotis que ceux à revenus intermédiaires et supérieurs, en

grande partie du fait des modifications de la fiscalité et de la réduction de programmes comme Medicaid et le Supplemental Nutrition Assistance Program prévues par l'OBBBA. De la même manière, le Tax Policy Center fait valoir que les baisses d'impôts envisagées profiteront essentiellement aux ménages les plus riches, sachant que 60 % de ces baisses concerneront les 25 % des personnes les mieux rémunérées¹⁶.

L'IA pourrait accentuer ces fractures. Les emplois qui impliquent des tâches prévisibles et répétitives, comme la saisie de données, le soutien administratif élémentaire et certains postes dans le secteur manufacturier, pourraient être particulièrement menacés. Cette tendance pourrait conduire à une polarisation du marché du travail, où les emplois hautement qualifiés se développent tandis que les emplois tremplins intermédiaires et peu qualifiés disparaissent. Bon nombre de postes de premier échelon qui permettaient autrefois aux jeunes ou aux travailleurs peu qualifiés de lancer leur carrière sont eux aussi menacés d'automatisation, ce qui risque de compliquer l'accès au marché du travail.

Comment se défaire du « K »

Les républicains tout comme les démocrates disent se ranger du côté de ceux qui se situent dans la branche descendante du « K », bien qu'ils adoptent des approches fondamentalement différentes. Ces dernières décennies,

10 Points saillants du marché



les républicains ont penché en faveur d'une politique de l'offre, tandis que les démocrates ont prôné une politique de la demande. Les mesures prises par les républicains incluent des baisses d'impôts (p. ex. le Tax Cuts and Jobs Act de 2017 ou l'OBBBA), la déréglementation (p. ex. l'assouplissement du Dodd-Frank Act) et des politiques protectionnistes telles que les droits de douane. Les démocrates ont cherché à soutenir les consommateurs (p. ex. via l'Affordable Care Act) et à réguler les poids lourds de la technologie et de la distribution (notamment en renforçant les règles qui régissent la concurrence pour empêcher des géants comme Amazon ou Walmart de pratiquer des prix prédateurs pour évincer les petites entreprises locales « Main Street » à fermer boutique). Fait intéressant, ni l'une ni l'autre de ces approches ne semble avoir fonctionné : des indicateurs comme le coefficient de Gini ont enregistré une hausse (relativement) constante indépendamment du parti occupant la Maison-Blanche.

L'administration Trump a récemment adopté une approche plus créative, avec l'introduction d'un ensemble d'idées atypiques pour s'attaquer à la crise de l'accessibilité économique. Une de ces propositions prône notamment la mise en place d'un plafond temporaire de 10% sur le taux d'intérêt des cartes de crédit. Dans un message publié sur Truth Social, Trump a suggéré que cette initiative permettrait d'éviter que les Américains ne se fassent « arnaquer par les sociétés de cartes de crédit appliquant des taux de 20 à 30%, voire plus, qui ont proliféré sous l'administration de 'sleepy' Joe Biden¹⁷ ». Une autre idée est l'introduction de prêts immobilier sur 50 ans. Notons que la durée la plus demandée et la plus courante concernant les crédits immobiliers aux États-Unis est actuellement de 30 ans. Bien que les détails restent flous, le directeur du National Economic Council, Kevin Hassett, a laissé entendre que le rallongement de la durée des prêts pourrait « réduire de plusieurs centaines de dollars les mensualités d'un logement typique pour l'Américain moyen¹⁸ ».

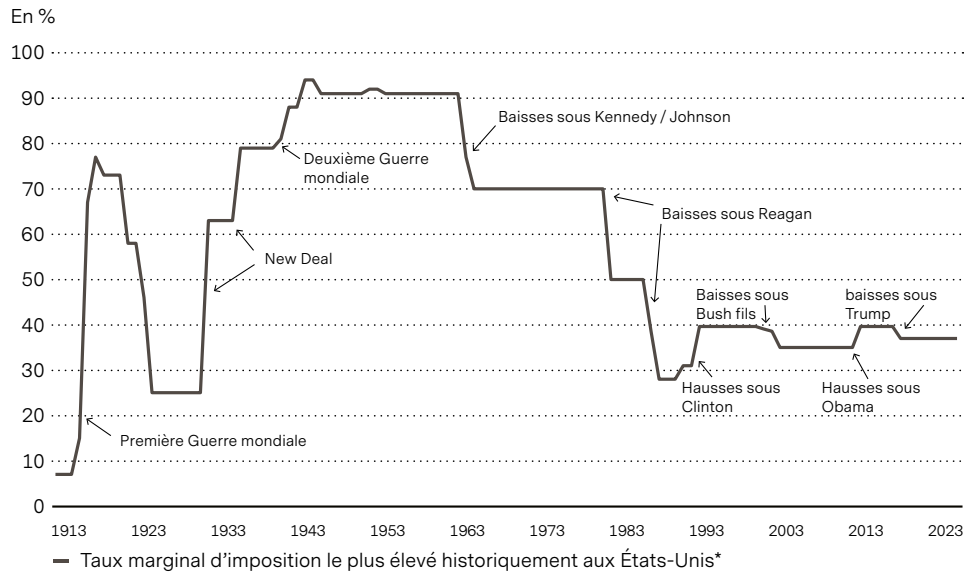
Une autre idée peu conventionnelle a également été évoquée, cette fois des deux côtés de l'échiquier politique : taxer les riches. Après sa victoire électorale écrasante, le nouveau maire de New York issu de la gauche, Zohran Mamdani, a déclaré que le temps était venu de taxer les new-yorkais les plus riches et les entreprises les plus rentables. L'axe central de sa campagne portait sur une hausse d'impôts de 2% pour les millionnaires et sur l'augmentation du taux combiné de l'impôt sur les sociétés à un peu plus de 22%.

En parallèle, le militant de droite Steve Bannon, qui avait auparavant appelé à des hausses d'impôts durant son mandat de conseiller stratégique à la Maison-Blanche en 2017, s'est à nouveau prononcé en faveur d'un rehaussement des impôts. Selon lui, pour que les baisses d'impôts massives pour les classes moyennes et populaires soient tenables, il faut nécessairement augmenter les impôts sur les riches¹⁹.

Trump s'est lui-même dit d'accord avec ce concept. Dans un entretien avec TIME Magazine, il s'est déclaré prêt à payer lui-même plus d'impôts et que cela ne reviendrait pas réellement à augmenter les impôts, mais à augmenter ceux des riches pour soulager la classe moyenne, ajoutant : « En fait, j'adore ce concept mais je ne veux pas qu'on s'en serve contre moi politiquement parce que j'ai vu des gens perdre des élections pour moins que ça²⁰. »

Il ne fait guère de doute que les hausses d'impôts sont très impopulaires. Toutefois, si l'on se fie au passé, il y a de la marge pour augmenter les impôts. Par exemple, la tranche supérieure du taux marginal d'imposition sur le revenu aux États-Unis était nettement plus élevée autrefois²¹, en particulier durant la période antérieure et postérieure à la Seconde Guerre mondiale où des taux d'imposition élevés ont permis de réduire le niveau élevé de la dette publique (graph. 5).

Graph. 5 : Politiques – taxer les riches ?



*Le taux marginal d'imposition correspond au taux le plus élevé appliqué aux revenus d'un contribuable et s'applique uniquement aux revenus au-delà d'un certain seuil.
Source : Tax Foundation, Vontobel ; au 20 février 2026.

Si taxer les riches n'est pas politiquement envisageable, Trump pourrait dès lors se tourner vers les entreprises. Bien qu'une telle mesure ne soit pas actuellement à l'ordre du jour, une hausse de l'impôt sur les sociétés ciblant les monopoles (par exemple les poids lourds du secteur technologique) pourrait offrir une alternative efficace.

Économie en K: quatre scénarios

Nous identifions quatre scénarios (qui ne s'excluent pas mutuellement) concernant la façon dont la situation pourrait évoluer. Notre scénario de référence, « Maintien du statu quo » (auquel nous attribuons une probabilité de 75%), est celui dans lequel l'économie en K ne connaît aucun changement majeur. Dans ce scénario, les politiques de Donald Trump (droits de douane et OBBBA) et les avancées dans l'IA sont vouées à accroître les inégalités existantes. Dans un tel contexte, les investisseurs pourraient selon nous privilégier les actions et les stratégies de momentum.

Le second scénario, « Soutien aux perdants de l'économie en K » (auquel nous attribuons une probabilité de 50%), envisage un avenir dans lequel la baisse des taux d'intérêt américains se traduit à terme par une baisse des taux hypothécaires. En outre, d'autres mesures atypiques pourraient être introduites pour s'attaquer à la question de l'accessibilité économique, en particulier dans le domaine du logement. Dans ce scénario, les

investisseurs pourraient selon nous afficher une préférence pour les petites capitalisations et les valeurs cycliques.

Le troisième scénario, « Plafond pour les gagnants de l'économie en K » (auquel nous attribuons une probabilité de 25%), envisage des mesures visant à limiter les gains des particuliers et des entreprises les plus riches, potentiellement via des hausses d'impôts ou un durcissement de la réglementation. Dans un tel contexte, les investisseurs pourraient selon nous choisir de détenir des positions en liquidités et d'éviter les grandes capitalisations.

Le dernier scénario et le plus inquiétant, « Guerre civile aux États-Unis » (auquel nous attribuons une probabilité de 10%), n'envisage aucun changement majeur dans l'économie en K. Au lieu de cela, il part de l'hypothèse que les politiques de Donald Trump (OBBBA et droits de douane) risquent d'exacerber les problèmes existants, conduisant potentiellement à une escalade des tensions sociales et politiques susceptible d'induire des troubles et des divisions généralisées dans le pays. Dans ce scénario, les investisseurs selon nous adopteraient probablement une position acheteuse sur l'or et vendeuse sur le dollar américain.

En attendant la coupe



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

La Fed reste en suspens et les marchés n'anticipent pas de changement de taux avant juin 2026. La présidence de Kevin Warsh pourrait peser sur les rendements des bons du Trésor à 2 ans si la tendance à l'assouplissement se confirme, tout en ancrant davantage le 10 ans si la réduction du bilan s'accélère et relève les primes de terme.

Le 28 janvier, la Fed a maintenu le taux des fonds fédéraux à 3,50–3,75%, Stephen Miran et Christopher Waller plaidant pour une baisse de 25 pb. Elle a aussi retiré toute référence aux risques baissiers sur l'emploi, Jerome Powell évoquant une «nette amélioration» des perspectives et un marché du travail plus ferme, ce qui relève le seuil d'un assouplissement à court terme. Les marchés à terme n'anticipent toujours pas d'action avant juin (graph. 1), à l'issue du mandat de Powell, lorsqu'un successeur sera probablement en place. La nomination de Warsh pourrait davantage influencer la courbe des taux. Si Warsh reprend les rênes de la Fed, nous pensons que les taux à 2 ans reculeraient probablement progressivement, car l'extrémité courte suit la plupart du temps la politique attendue et les marchés anticipent une tendance à l'assouplissement plus claire au moment de la passation.

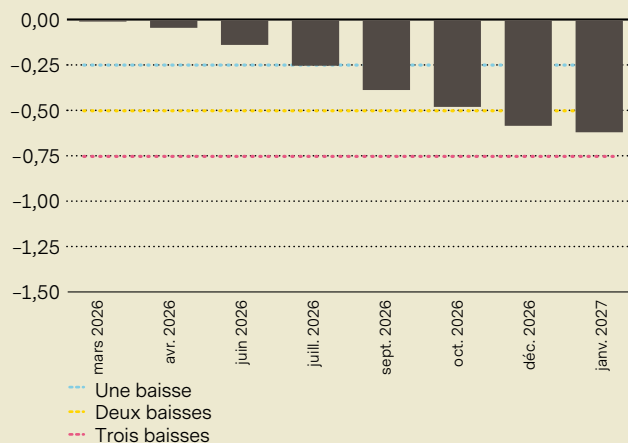
Le rendement à 10 ans pourrait évoluer autrement. Warsh s'est déjà prononcé pour une réduction marquée du bilan. Une contraction plus rapide que prévu, d'environ 6 700 milliards USD, pourrait relever les primes de terme et ancrer davantage les taux longs malgré des baisses de taux, les investisseurs exigeant une compensation accrue face à une liquidité et un financement plus incertains.

Les investissements dans l'IA favorisent les émissions

Cette année encore, les hyperscalers démarrent très fort. La demande reste solide, mais l'offre massive en préparation accroît le risque d'un élargissement des spreads en cas de retournement du sentiment ou de la liquidité. Les capex liés à l'IA constituent désormais la principale question d'offre sur le crédit: quelle part ira aux marchés publics, et à quel rythme? En 2025, les hyperscalers américains²² avaient déjà accéléré, levant environ 100 milliards USD en obligations IG ordinaires, et plus de 130 milliards USD en incluant joint ventures et véhicules ad hoc. En 2026, la dynamique se poursuit: Oracle a émis 25 milliards USD, puis Alphabet l'équivalent de 31,5 milliards USD en multi-devises, dont 1 milliard GBP à 100 ans (graph. 2). Nous pensons que les émissions obligataires liées à l'IA devraient rester massives cette année, principalement portées par les hyperscalers. Même si la demande reste saine, d'autres offres pourraient élargir encore les spreads et le marché pourrait réclamer de plus grosses concessions. Nous pensons que tout élargissement devrait rester limité dans un environnement économique stable, mais pourrait s'accélérer en cas de détérioration du sentiment de risque ou de la liquidité.

Graph. 1 : Les marchés attendent la prochaine intervention de la Fed en juin, après le départ de Powell

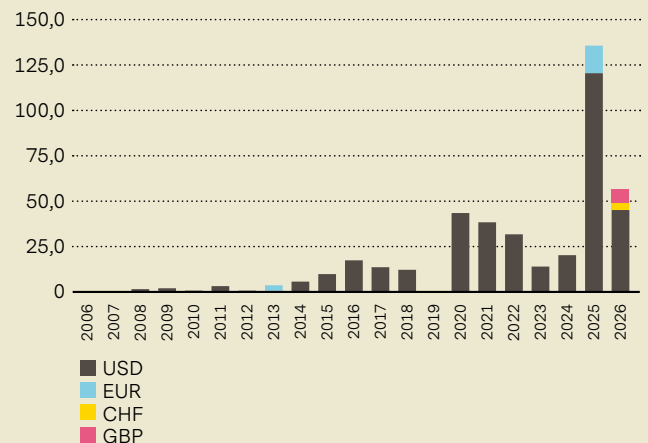
Variation implicite cumulée du taux directeur de la Fed, en %



Source : LSEG, Vontobel ; au 19 février 2026.

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

Emissions IG des hyperscalers, en milliards d'USD



Source : LSEG, Vontobel ; au 19 février 2026.

L'IA fait souffler un vent froid sur les marchés



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

En février, le sentiment des investisseurs envers l'IA s'est détérioré: l'enthousiasme a cédé la place aux craintes quant à son potentiel disruptif, débouchant sur une attitude de défiance.

Les avancées de sociétés comme Anthropic, notamment des outils capables d'exécuter seules des tâches juridiques, analytiques ou opérationnelles, ont déclenché des ventes massives, surtout dans les logiciels, où la crainte d'obsolescence a provoqué la plus forte correction hors récession en plus de 30 ans. Les investisseurs redoutent que les agents d'IA automatisent la relation client, les flux de travail et l'analyse des données, érodant les revenus d'abonnement, le pricing power et les marges. Le repli s'est vite étendu au-delà du secteur. Dans les services financiers, les gestionnaires de fortune, les courtiers, les agents d'assurance, le private equity et d'autres acteurs majeurs du domaine des données ont subi une pression lorsque les marchés ont imaginé la menace que représente l'IA pour les postes de conseil, de vérification de conformité et de modélisation des risques. Les services immobiliers, dont les agences et les plateformes commerciales, ont aussi tremblé à la perspective d'une automatisation des transactions. Même les actions de secteurs connexes comme

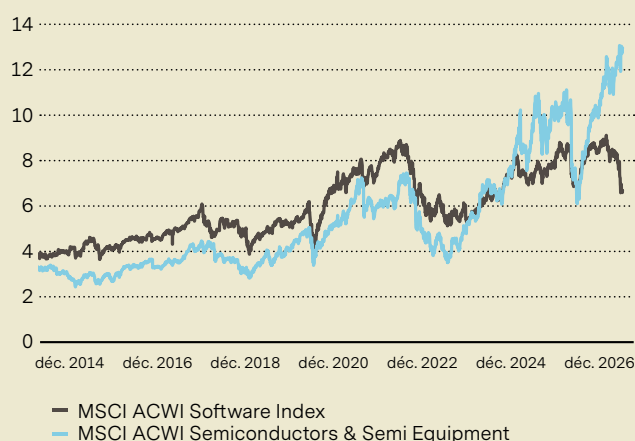
la logistique et le transport routier ont reculé devant le risque d'optimisation du routage et d'augmentation des volumes de fret par l'IA.

Dans le secteur de la tech, l'écart de valorisation et de performance entre les logiciels et les fabricants de semi-conducteurs / infrastructures d'IA s'est creusé (graph. 1). Les fabricants de semi-conducteurs ont largement profité de l'explosion des dépenses d'investissement des hyperscalers (graph. 2). Leur performance, leur capitalisation boursière, leurs marges et leurs valorisations ont atteint des niveaux inédits, incitant les investisseurs à les suivre de plus près.

Même si la vente massive paraît largement émotionnelle, nous estimons que les craintes liées à la révolution de l'IA ne sont pas infondées. L'IA pourrait cannibaliser de nombreux secteurs et, vu la rapidité de son adoption, l'impact pourrait être rapide, surtout dans les activités fondées sur le travail intellectuel, à faibles coûts de changement et aux avantages concurrentiels limités. Cela dit, l'ampleur de la correction nous semble excessive, notamment dans certains segments logiciels où les valorisations ont chuté. Beaucoup d'acteurs disposent de processus ancrés ou de chaînes de valeur que l'IA aura, selon nous, du mal à remplacer. Nous pensons que la rotation vers les secteurs réels défensifs, cycliques et value pourrait se prolonger au-delà du moyen terme. La volatilité pourrait aussi persister dans les segments marqués par la spéculation, jusqu'à l'apparition de catalyseurs plus clairs, comme des signes de monétisation ou des résultats supérieurs aux attentes.

Graph. 1 : Divergence des multiples de valorisation entre logiciels et semi-conducteurs

Ratios capitalisation boursière / CA

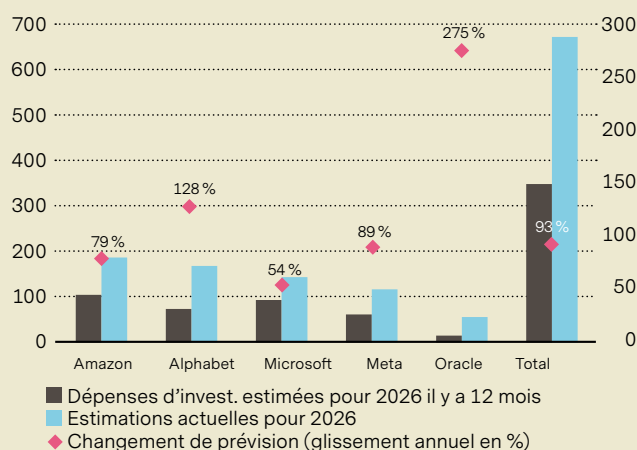


Source : LSEG, Vontobel ; au 20 février 2026.

Graph. 2 : Les prévisions de capex 2026 des grands hyperscalers US ont doublé en moins de 12 mois

En milliards d'USD

Variation en glissement annuel, en %



Source : Vontobel, publications des entreprises ; au 20 février 2026.

De la prime de risque à la réalité



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

La prime de risque géopolitique est passée du stade de simple éventualité à celui de réalité tangible.

Fin 2025, nous avons exposé trois scénarios possibles pour l'évolution de la situation au Moyen-Orient (graph 1). Nous sommes désormais entrés dans une phase d'escalade régionale. L'Iran a fermé le détroit d'Ormuz ; de plus, l'infrastructure énergétique de la région a été endommagée. Les principaux membres de l'OPEP²³ ont déjà réagi. Le groupe dit des Huit Volontaires (V8²⁴) a annoncé une hausse des quotas de production de 206 000 barils par jour (bpj), un niveau supérieur aux 137 000 bpj anticipés par les analystes avant la réunion. Cette augmentation des quotas de production devrait certes apporter un certain soulagement, mais elle n'entrera en vigueur qu'en avril et ne suffira probablement pas à compenser la perte d'approvisionnement pétrolier en cas de fermeture prolongée du détroit d'Ormuz. Une telle fermeture nous placerait dans le scénario 3 (« Conflit prolongé »). Un blocus ou une perturbation du détroit constitue le risque extrême le plus critique pour l'économie mondiale. Quelques 20 millions de barils (environ un cinquième de la consommation mondiale) transitent chaque jour par cette voie navigable stratégique. Bien que le régime iranien et ses alliés se

trouvent actuellement acculés, ils disposent de moyens de représailles, notamment par drones. Des groupes proches de l'Iran, comme les rebelles houthis, ont déjà prouvé qu'ils pouvaient causer d'importants dégâts avec des drones bon marché. Les mines marines représentent aussi une menace pour les routes pétrolières. Les pétroliers hésitent à entrer dans le détroit d'Ormuz par crainte d'attaques et pour des raisons d'assurance. Cela provoque déjà des perturbations, même si des acteurs régionaux et mondiaux disposent de leviers pour en atténuer l'impact, notamment en redirigeant le brut par oléoducs vers d'autres ports. L'oléoduc est-ouest saoudien permet à l'Arabie saoudite de pomper le pétrole depuis ses gisements orientaux à travers le désert jusqu'au port de Yanbu, sur la mer Rouge. Les Émirats arabes unis exploitent un oléoduc qui achemine le pétrole depuis des gisements intérieurs vers un port situé en dehors du détroit, tandis que l'Iran a développé son propre oléoduc Goreh-Jask. Combinés, ces infrastructures pourraient offrir une capacité de contournement totale de 7 à 8 millions bpj. Cette capacité reste toutefois insuffisante pour couvrir les quelques 20 millions bpj qui transitent habituellement par le détroit. Le GNL²⁵ pose un défi bien plus complexe, car il ne peut être facilement réacheminé par oléoduc. If we still need more space: Le Qatar, l'un des principaux exportateurs mondiaux de GNL, dépend presque entièrement du détroit pour ses expéditions, ce qui en fait un passage stratégique clé malgré des routes alternatives. Outre une hausse de la production de l'OPEP et le recours aux oléoducs, les États-Unis pourraient aussi puiser dans leur réserve stratégique de pétrole (SPR²⁶). Mais après les retraits répétés effectués sous l'administration Biden, la SPR ne contient actuellement que 415 millions de barils.

Graph. 1 : Comment le conflit pourrait-il évoluer ? Analyse de scénarios

Nous sommes entrés dans une phase d'escalade régionale.

Scénario 1	Scénario 2	Scénario 3
<p>Campagne de frappes aériennes limitées</p> <p>Les États-Unis mènent une campagne ciblée mais limitée en Iran. Téhéran riposte contre des actifs américains dans la région, mais les deux camps évitent une guerre régionale plus large. Approvisionnement en pétrole brut : perturbation directe minimale. Contraintes logistiques à court terme pour l'Iran liées aux sanctions à l'assurance, mais aucune offre majeure n'est mise hors ligne.</p>	<p>Escalade régionale</p> <p>Le conflit s'intensifie davantage avec des frappes limitées visant des infrastructures pétrolières et installations d'exportation au Moyen-Orient, voire d'autres cibles. Approvisionnement en pétrole brut : perturbation temporaire de l'offre moyen-orientale susceptible de réduire l'excédent pétrolier que nous avions anticipé. Les États-Unis pourraient puiser dans leur SPR et l'OPEP pourrait accroître sa production (s'il le souhaite).</p>	<p>Conflit prolongé</p> <p>Le détroit d'Ormuz est entraîné dans le conflit. Les milices pro-iraniennes attaquent la navigation commerciale, les bases américaines et/ou les infrastructures pétrolières du Golfe. Les États-Unis lancent (officiellement ou secrètement) une campagne prolongée pour renverser le régime iranien. Approvisionnement en pétrole brut : graves perturbations durables dans le Golfe Persique. Arrêt de la production iranienne et sabotages visant ports et oléoducs d'autres États.</p>
<p>Pétrole brut ~70 à 80 USD</p> <p>Par la suite, la situation se stabilise et les cours pétroliers se calment avec la reprise de la diplomatie. Les approvisionnements physiques restent largement intacts et l'attention revient aux fondamentaux.</p>	<p>Pétrole brut ~80 à 100 USD...</p> <p>... pendant quelques jours ou semaines. La volatilité reste élevée face au risque de nouvelles attaques ou représailles. La stabilisation prend plus de temps avant un recul des cours pétroliers.</p>	<p>Pétrole brut > 100 USD</p> <p>La capacité excédentaire de l'OPEP ne suffirait pas à compenser ces pertes, ses exportations passant par le détroit d'Ormuz et tous ses membres ne pouvant accroître rapidement leur production.</p>

Note : La situation semble correspondre au scénario 2, avec un risque potentiel d'évolution vers le scénario 3. Source : Vontobel ; au 2 mars 2026.

Effritement du soutien au dollar et franc suisse en surchauffe



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

Le billet vert entame 2026 comme 2025: sans élan ni réelle conviction. Le soutien des taux américains semble plafonner et les positions se sont allégées. Le contexte actuel paraît davantage favorable à une dépréciation du billet vert qu'à un cycle haussier.

Le graphique 1 replace l'évolution du dollar depuis le début de l'année en perspective, et le constat est clair: après le dérapage de l'an dernier, aucun rebond n'a été observé et le dollar US reste en territoire négatif. À titre de comparaison, regardons les extrêmes. La courbe jaune (1981) illustre une année de forte appréciation: sous Volcker²⁷, les taux avaient été nettement relevés pour contenir l'inflation, et des rendements réels américains bien supérieurs à ceux des autres pays avaient attiré les capitaux vers les actifs en dollar. À l'inverse, la courbe rouge (1985) montre une phase de faiblesse: le dollar, devenu surévalué, faisait face à un déficit commercial croissant, et les accords du Plaza²⁸ ont coordonné son affaiblissement. Avec le recul, ce début 2026, et plus encore 2025, semblent davantage correspondre à une période de faiblesse qu'à un véritable cycle haussier. Le contexte macroéconomique aide à l'expliquer: les écarts de taux

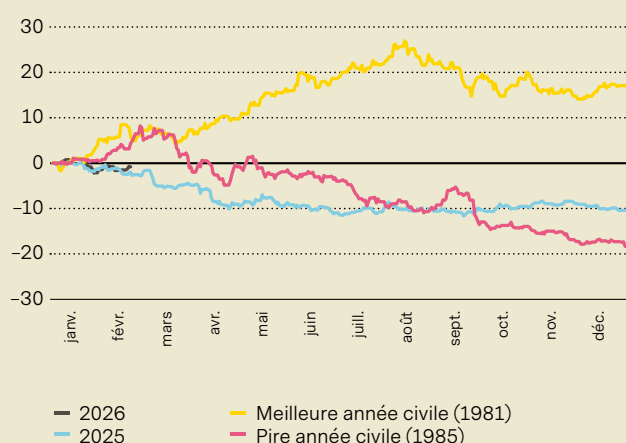
ne soutiennent plus le dollar et les positions longues structurelles ont été réduites, retirant ainsi un levier de soutien important.

Par ailleurs, la vigueur du franc suisse pèse sur la croissance et complique la politique économique. Les taux étant déjà à zéro et l'inflation au bas de la cible (0–2%), nous pensons que la Banque nationale suisse (BNS) devrait probablement maintenir son cap et privilégier les interventions de change, même si les marchés attribuent encore une faible probabilité à un retour aux taux négatifs en cas d'appréciation supplémentaire. Après un gain de 14% en 2025, le franc avance encore d'environ 3% cette année, ramenant l'USD/CHF à un niveau inédit depuis le choc de 2015²⁹. Dans une économie où les exportations dépassent 70% du PIB, l'enjeu est significatif. Des groupes comme Roche, Swatch ou Richemont indiquent déjà subir l'effet des changes, et les PME probablement davantage.

Le taux de change complique aussi la conduite monétaire: avec des taux directeurs à zéro, freiner une nouvelle appréciation impliquerait vite un retour aux taux négatifs, option que les autorités semblent vouloir éviter. Les marchés ne l'excluent toutefois pas (graph. 2), illustrant le rôle désormais central du change dans les perspectives macroéconomiques. Pour l'heure, la BNS paraît rester prudente, conserver les interventions en réserve et chercher à préserver des marges de manœuvre. Selon nous, une éventuelle hausse des taux ne redeviendrait envisageable que plus tard, si l'inflation demeure stable.

Graph. 1 : La performance du dollar US pour le début d'année fait écho à sa faiblesse en 2025

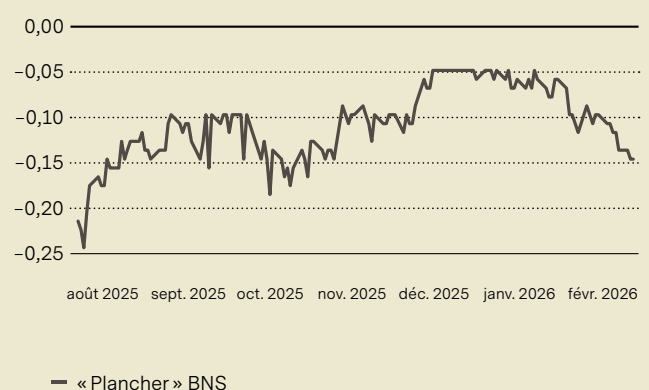
Performance de l'indice du dollar américain sur l'année civile, en %



Source : LSEG, Vontobel ; au 19 février 2026.

Graph. 2 : L'anticipation de taux minimal de la BNS par le marché baisse

Taux directeur minimal de la BNS anticipé sur trois ans, en %



— « Plancher » BNS

Source : LSEG, Vontobel ; au 19 février 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)	2,5	3,3	2,8	2,7	
Zone euro	1,4	1,3	1,2	1,4	
États-Unis	2,2	2,3	2,4	2,0	
Japon	1,1	0,1	0,8	0,9	
R.-U.	1,4	1,0	1,1	1,4	
Suisse	1,2	0,5	1,2	1,5	
Australie	1,9	2,1	2,2	2,2	
Chine	5,0	4,5	4,6	4,4	

INFLATION	2025³	ACTUEL⁴	CONSENSUS 2026	CONSENSUS 2027	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 2026⁵
Zone euro	2,1	1,7	1,8	2,0	↓
États-Unis	2,7	2,4	2,7	2,4	↓
Suisse	0,2	0,1	0,4	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	1,99	2,00	→
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	3,75	3,75	3,43	3,23	→
CHF	0,00	0,00	-0,01	0,04	→

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	2,75	2,89	3,01	→
USD	4,17	4,07	4,13	4,12	→
CHF	0,32	0,23	0,37	0,59	→

TAUX DE CHANGE	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
CHF / EUR	0,93	0,91	0,93	0,94	↑
CHF / USD	0,79	0,77	0,78	0,80	↓
USD / EUR	1,17	1,18	1,20	1,21	↑

MATIÈRES PREMIÈRES	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
Pétrole brut Brent, USD par baril	61	69	60	62	→
Or, USD par once troy	4 319	4 926	4 500	4 330	↑
Cuivre, USD par tonne métrique	12 423	12 620	12 000	11 315	→

Remarque: Les opinions sont à jour au 18 février 2026. Les prévisions sont fondées sur les conditions et hypothèses de marché actuelles. Sous réserve de modifications sans préavis. Elles ne garantissent pas les 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 Expression informelle désignant un effondrement du secteur des « Software-as-a-Service » (logiciels en tant que service) faisant suite à la révolution de l'IA.
- ² Le terme « G10 » (Groupe des 10) désigne un groupe de 10 pays aux économies développées qui se coordonnent sur des questions financières et monétaires.
- ³ Source : article de Bloomberg publié le 5 mars 2026 (en anglais). www.bloomberg.com/news/articles/2026-03-04/china-softens-gdp-goal-to-range-of-4-5-to-5-as-growth-slows
- ⁴ Désigne le programme économique de la Première ministre du Japon Sanae Takaichi, axé sur une dépense budgétaire massive, l'investissement public dans des secteurs clés tels que l'IA, les semi-conducteurs et la défense, et l'assouplissement monétaire pour stimuler la croissance.
- ⁵ Source : article de CNBC (en anglais) publié le 19 janvier 2026. www.cnbc.com/2026/01/19/japan-pm-takaichi-calls-feb-8-election.html
- ⁶ « 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.
- ⁷ « 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.
- ⁸ « 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.
- ⁹ Adam Smith était un économiste et un philosophe du XVIII^e siècle, souvent considéré comme le père de l'économie moderne. Sa notion de la « main invisible » fait valoir que les actions individuelles guidées par l'intérêt personnel dans une économie de marché peuvent involontairement promouvoir le bien commun. La théorie keynésienne, développée par John Maynard Keynes, défend l'idée que l'État doit intervenir, en particulier lors de récessions, en augmentant la dépense publique et en réduisant les impôts pour stimuler la demande et stabiliser l'économie.
- ¹⁰ L'indice Housing Affordability est un indicateur qui permet de juger si le foyer moyen peut se permettre d'acquérir un logement à prix médian dans une zone donnée, compte tenu des niveaux de revenus, des prix des logements et des taux hypothécaires du moment. C'est un outil largement utilisé dans l'analyse économique et de l'immobilier pour évaluer l'évolution de l'accessibilité du logement au fil du temps. Le niveau de référence de l'indice est généralement fixé à 100. Une valeur de 100 signifie qu'un foyer au revenu médian a exactement le revenu suffisant pour obtenir un prêt immobilier sur un logement à prix médian. Une valeur supérieure à 100 signifie que le foyer moyen gagne plus qu'assez pour se permettre d'acheter un logement au prix médian. Une valeur inférieure à 100 signifie que le foyer moyen ne peut pas se permettre d'acheter un logement au prix médian.
- ¹¹ L'indice de Gini (ou coefficient de Gini) est un indicateur couramment utilisé des inégalités de revenus ou de richesse au sein d'une population. Il évalue dans quelle mesure la richesse ou les revenus sont répartis équitablement entre les individus ou les ménages d'une région ou d'un pays donné. Un score de 0 représente une situation de parfaite équité, dans laquelle tout le monde a le même revenu ou la même richesse. Un score de 1 (ou 100%) représente une situation de totale iniquité, dans laquelle un individu ou un ménage monopolise l'ensemble de la richesse ou du revenu, et où tous les autres n'ont rien.
- ¹² Le Groupe des sept (G7) est composé des sept principales économies avancées qui se réunissent régulièrement pour coordonner leur action concernant les enjeux économiques et politiques mondiaux.
- ¹³ Le ratio de Palma mesure la disparité entre les segments les plus riches et les plus pauvres de la société en comparant la part des revenus des 10% des personnes les plus riches à celle des 40% des personnes les plus pauvres. Le ratio de Palma est souvent jugé être un indicateur plus intuitif des inégalités que l'indice de Gini car il mesure les extrêmes en termes de répartition des revenus (les plus riches et les plus pauvres), qui importent souvent le plus des points de vue politique et social. Il permet en particulier de mettre en lumière les disparités dans les pays dans lesquels la classe moyenne détient une part relativement stable des revenus, tandis que les extrêmes (les 10% les plus riches et les 40% les plus pauvres) affichent une plus grande variation.
- ¹⁴ Le « One Big Beautiful Bill Act » combine plusieurs changements politiques majeurs, notamment sur le plan des impôts, des dépenses, de la sécurité aux frontières et des réglementations.
- ¹⁵ Source : la Maison-Blanche, www.whitehouse.gov/obbb/
- ¹⁶ Source : Peter G. Peterson Foundation, au 1er octobre 2025. www.pgpf.org/article/the-obbbas-effect-on-income-distribution-in-the-united-states/
- ¹⁷ Source : message du président américain Donald Trump publié sur Truth Social le 9 janvier 2026. truthsocial.com/@realDonaldTrump/posts/115868132990949589
- ¹⁸ Source : article de CNN, publié le 11 novembre 2025. edition.cnn.com/2025/11/11/business/hfty-year-mortgage
- ¹⁹ Source : article de The Hill publié le 26 avril 2025. thehill.com/homenews/administration/5269176-steven-bannon-donald-trump-millionaire-tax-hike/
- ²⁰ Source : retranscription d'un entretien avec TIME Magazine, publié le 25 avril 2025. time.com/7280114/donald-trump-2025-interview-transcript/
- ²¹ La tranche supérieure du taux marginal d'imposition correspond au barème appliqué à la part de revenu la plus élevée des particuliers ou des ménages les plus aisés. Il s'agit du taux le plus élevé dans un système d'impôt progressif, dans lequel les taux d'imposition augmentent en fonction du revenu. Ce taux s'applique uniquement au revenu au-delà d'un certain seuil, si bien que les tranches de revenu inférieures sont taxées à un moindre taux.
- ²² Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft und Oracle.
- ²³ Organisation des pays exportateurs de pétrole
- ²⁴ Coalition de huit grands producteurs de pétrole au sein de l'alliance, dont l'Arabie saoudite, la Russie et plusieurs États du Golfe directement touchés par les frappes de missiles de Téhéran.
- ²⁵ Gaz naturel liquéfié
- ²⁶ La SPR constitue un stock de pétrole brut d'urgence détenu par le gouvernement américain. Elle a été créée en 1975 à la suite de l'embargo pétrolier de 1973-1974 afin d'atténuer l'impact de futures perturbations de l'approvisionnement en pétrole. La SPR représente la plus grande réserve pétrolière
- ²⁷ Fait référence à la période de 1979 à 1987, durant laquelle Paul Volcker a occupé le poste de président de la Réserve fédérale des États-Unis. Cette période est connue pour les fortes hausses des taux d'intérêt mises en œuvre afin de lutter contre la forte inflation aux États-Unis.
- ²⁸ Accord conclu en 1985 entre les États-Unis, le Japon, l'Allemagne de l'Ouest, la France et le Royaume-Uni visant à affaiblir le dollar américain.
- ²⁹ Fait référence à la forte appréciation soudaine du franc suisse après que la Banque nationale suisse (BNS) a supprimé de manière inattendue son taux plancher du franc par rapport à l'euro.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

