

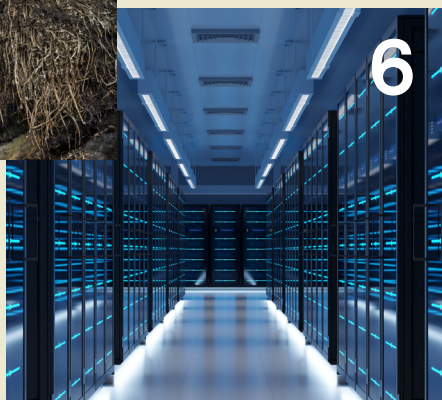
Vontobel

# Investors' Outlook

Une époque en effervescence

Février 2026

## 2 Sommaire



### 3 Éditorial

### 4 Stratégie d'investissement

À travers le vacarme

### 6 Points saillants du marché

L'euphorie de l'IA pourrait-elle atteindre ses limites ?

### 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 5 mars 2026)

### Concept

MetaDesign AG

### Création et réalisation

Vontobel

### Images

Gettyimages,  
Vontobel

### Date limite de soumission des contributions pour cette édition

29 janvier 2026

### Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 17

# Une époque en effervescence



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

Chères lectrices, chers lecteurs,

L'année a démarré sur les chapeaux des roues, alors que les tensions géopolitiques faisaient monter le volume et que la volatilité revenait par vagues, les investisseurs digérant un flux d'informations dense.

Le discours politique de l'administration américaine s'est durci, incluant des attaques à l'encontre de la Réserve fédérale (Fed) et de ses dirigeants. Cela risque, à plus long terme, d'ébranler la confiance envers les garde-fous institutionnels et leur crédibilité. Cette inquiétude se reflète déjà dans l'affaiblissement du dollar américain et la flambée des prix de l'or. Le climat de malaise général a ensuite été exacerbé par des déclarations évoquant une prise de contrôle du Groenland par les États-Unis, amenant les investisseurs à remettre en question les normes et alliances établies. Ces propos ont dégénéré en menaces supplémentaires de droits de douane à l'encontre des pays européens opposés à une telle initiative, ce qui a ébranlé les marchés. Ces menaces ont ensuite été en partie désamorçées dans le cadre d'un « cadre » évoquant un éventuel accord futur, permettant aux marchés de rebondir.

Si l'instabilité géopolitique peut inquiéter, elle a rarement un effet négatif durable sur les cours et les rendements des actifs. À titre d'exemple, les événements au Venezuela ont eu peu de répercussions sur le marché. Ils sont envisagés dans le cadre d'un vaste recentrage géopolitique, comme des blocs et des sphères d'influence régionales, politiques et économiques<sup>1</sup>, plutôt que comme un événement susceptible de faire dérailler les marchés. La robustesse de l'or et des matières premières cristallise ces dynamiques. Nous pensons que les grandes banques centrales des marchés émergents continueront à augmenter leurs réserves d'or et à réduire progressivement leur part de dollars américains, notamment au vu des tensions géopolitiques actuelles.

Nous observons une vague de mesures de relance favorables aux actifs risqués en général: assouplissement de la politique monétaire, soutien budgétaire généralisé (du « One Big Beautiful Bill » américain<sup>2</sup> aux mesures de relance dans la zone euro, au Japon et en Chine), ainsi que des dépenses d'investissement dans l'intelligence artificielle (IA). Dans ce contexte, nous avons du mal à envisager un scénario baissier. L'économie américaine continue de bien tourner, portée par de solides dépenses de consommation. Nous pensons que l'environnement sera favorable à la croissance, avec une inflation maîtrisable. Nous gardons le marché du travail américain à l'œil, car un nouvel affaiblissement donnerait à la Fed une bonne raison pour abaisser les taux. Nous pensons que la Fed réduira encore ses taux de 50 points de base (pb) cette année, la première baisse de 25 pb étant probable dès l'été.

Le Comité d'investissement de la Boutique Multi Asset de Vontobel a décidé de surpondérer les matières premières, car il est convaincu que les prix des métaux industriels augmenteront avec la demande énergétique liée à l'IA et que les cours du pétrole pourraient se redresser de leur point bas actuel en cas de reprise de l'activité économique. Ce numéro d'Investors' Outlook, vous trouverez des précisions sur les modifications de notre allocation d'actifs, une réflexion approfondie sur la si redoutée bulle de l'IA, ainsi qu'un gros plan sur l'or.

En ce début d'année 2026, nous souhaitons aider nos clients à faire abstraction du vacarme dans un monde de plus en plus assourdissant.

.....  
→ **Webcast**

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

<sup>1</sup> Voir « Glossaire et sources » à la page 19.



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

# À travers le vacarme

**Le mois de janvier a commencé tambour battant : un raid en pleine nuit sur Caracas, des troubles en Iran et une impasse glaciale dans l'Arctique. Mais les marchés ont assimilé le vacarme géopolitique.**

Aux États-Unis, l'indice S&P 500 a dépassé les 7000 points, dopé par le boum de l'IA et un début encourageant de la saison des résultats du quatrième trimestre. Les titres européens ont atteint un sommet historique au milieu du mois, les investisseurs ayant repris confiance dans la stabilité de l'économie régionale, effaçant une partie des gains après la menace de droits de douane concernant le Groenland. Les matières premières ont réagi de manière plus viscérale au flux d'actualités. Les tensions en Iran ont relancé les prix du pétrole. Les métaux ont rejoint le mouvement, le cuivre, l'or et l'argent ayant tous progressé. Les marchés obligataires ont montré des signes de tension. Les rendements des bons du Trésor américain à 10 et 30 ans ont progressé, alors qu'une vague de ventes sur les obligations d'État japonaises, alimentée par des inquiétudes budgétaires, s'est propagée aux marchés mondiaux des taux. La faiblesse du dollar américain a traduit un mélange d'anticipations de

taux américains en modération, de risques géopolitiques et d'une réévaluation des politiques de Trump. Nous restons convaincus que les politiques seront bientôt plus favorables à la croissance, malgré ce que suggèrent les annonces actuelles. L'histoire enseigne que les présidents américains ont tendance à privilégier des politiques favorables à la croissance durant les années d'élection de mi-mandat. Les conditions de liquidité devraient également s'améliorer, la Fed ayant annoncé un retour à l'expansion de son bilan qui profite aussi bien aux marchés qu'à l'économie en général. Par ailleurs, nous n'observons pas de risque majeur d'inflation et nous tablons sur une politique monétaire plus accommodante (surtout au vu du changement prévu à la tête de l'institution), une croissance économique stable et des chaînes d'approvisionnement mondiales stables. Ailleurs, comme la Chine et la Suisse, les pressions inflationnistes semblent modérées. La Suisse est même aux prises avec des craintes de déflation. Retrouvez le détail de notre allocation d'actifs en page 5.

	SOUS-PONDÉRATION <sup>3</sup>		NEUTRE <sup>4</sup>	SURPONDÉRATION <sup>5</sup>		
	forte	légère		légère	forte	
<b>1</b> <b>Liquidités</b>			→			Notre positionnement neutre sur les liquidités demeure inchangé.
<b>2</b> <b>Obligations</b>		→				Au sein du segment obligataire, nous privilégions toujours les emprunts d'État et les obligations émergentes avec un positionnement neutre. Nous maintenons également notre sous-exposition aux obligations à haut rendement, mais nous avons rétrogradé les obligations investment grade (IG) à un niveau fortement sous-pondéré, jugeant peu attrayants les niveaux de spread et la multiplication des émissions d'obligations. Après le resserrement des spreads depuis le « Jour de la Libération », les spreads par rapport aux emprunts d'État n'offrent plus une rémunération suffisante au regard des niveaux historiques, dans un contexte de risques élevés et de forte volatilité, à notre avis. La forte hausse des nouvelles émissions appelle également à la prudence. Les emprunts d'entreprises américaines ont démarré 2026 en fanfare, avec plus de 95 milliards USD levés via 55 opérations IG dès la première semaine de janvier, un record et le volume hebdomadaire le plus élevé depuis mi-2020.
<b>3</b> <b>Actions</b>				→		Nous restons surexposés aux actions. Notre préférence pour la zone euro et les marchés émergents (ME) demeure, ces deux régions étant selon nous appelées à profiter de l'amélioration de la croissance, de politiques favorables et de valorisations attrayantes. Aux États-Unis, les multiples semblent élevés, notamment pour les sociétés technologiques, mais ils ne reflètent selon nous pas de bulle. Nous restons neutres sur les actions suisses, américaines et japonaises.
<b>4</b> <b>Or</b>			→			Après une reprise historique en 2025, les mesures d'évaluation traditionnelles sont passées au second plan, rendant plus difficile la détermination de la « juste valeur » de l'or. Nous pensons que l'attrait à long terme de l'or reste fort du fait des achats soutenus des banques centrales et des craintes de dépréciation monétaire et de hausse des niveaux d'endettement. Les banques centrales constituent le meilleur soutien aux prix de l'or. Si la trajectoire du métal doré semble avoir encore de l'espace, elle n'est pas du tout linéaire. Les investissements des ETF ont légèrement reculé et l'effondrement de la demande dans le secteur joailler pourrait intensifier la volatilité des prix. Nous sommes neutres sur l'or.
<b>5</b> <b>Matières premières</b>				↗		Nous avons relevé notre exposition aux matières premières de neutre à légèrement surpondérée, anticipant une croissance positive, une relance porteuse et un affaiblissement structurel du dollar américain. Cet environnement profite généralement aux actifs cycliques négociés en dollars américains. Certains acteurs des matières premières pourraient se rattraper, les gains de l'an dernier ayant été concentrés dans les métaux précieux et certains métaux industriels, tandis que l'énergie était à la traîne. Le prix moyen du Brent sur l'année était de 69 USD le baril, soit son cours le plus bas depuis la pandémie de Covid-19 (même abstraction faite de l'inflation). Cela tenait à la crainte d'une offre excédentaire, encore renforcée par les événements au Venezuela. Nous estimons qu'une large part de ce pessimisme est désormais intégrée dans les prix. Nous pensons qu'une augmentation de l'exposition aux matières premières peut aussi constituer une bonne couverture.
<b>6</b> <b>Stratégies alternatives</b>			→			Nous maintenons notre position neutre sur les fonds alternatifs et l'immobilier.

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

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

# L'euphorie de l'IA pourrait-elle atteindre ses limites ?



Investir dans des actions liées à l'intelligence artificielle (IA) a été une stratégie couronnée de succès ces dernières années. Depuis qu'OpenAI a subjugué le monde avec son ChatGPT le 30 novembre 2022, les hyperscalers (entreprises fournissant des services de cloud computing massifs extrêmement flexibles permettant aux entreprises d'ajuster dynamiquement leurs ressources dans des domaines tels que les réseaux sociaux, l'IA ou les marchés en ligne) ont connu une progression fulgurante. De fin novembre 2022 à fin 2025, les hyperscalers américains Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft et Oracle ont enregistré des rendements à trois chiffres, allant de plus de 100% à plus de 500%. Cette performance n'a été surpassée que par Nvidia, qui n'est pas un hyperscaler, mais qui a également surfé sur la vague de l'IA en réalisant un gain spectaculaire de plus de 1000% au cours de la même période.



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



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

En ce début d'année 2026, on peut dire que les enjeux ont rarement été aussi importants pour les investisseurs, et pour l'économie américaine. Qu'entendons-nous par là ? Tout d'abord, ce rallye a poussé les valorisations des actions américaines à des niveaux inégalés depuis l'éclatement de la bulle Internet à la fin des années 1990. Le ratio Shiller PE<sup>6</sup> de l'indice S&P 500, généralement considéré comme la référence en matière de valorisation boursière, se situe actuellement à environ 39, juste en dessous de son record historique de 44 enregistré en décembre 1999 (graph. 1). Pour remettre ces chiffres en perspective, la moyenne à long terme de ce ratio est d'environ 18.

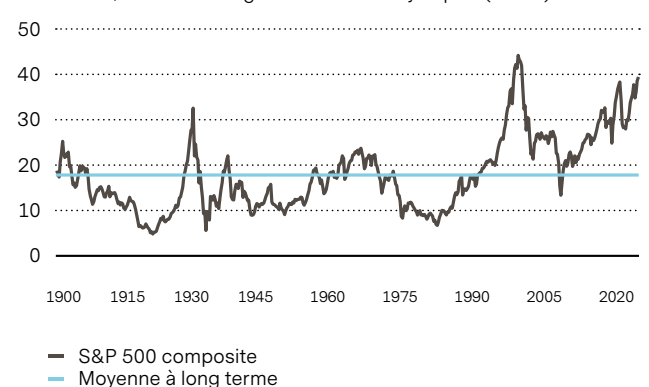
Deuxièmement, le rallye boursier a entraîné une concentration importante sur le marché américain des actions. Aujourd'hui, une poignée d'actions est à l'origine de l'essentiel de la performance globale, et les dix premières actions de l'indice S&P 500 (dont neuf sont liées à l'intelli-

gence artificielle) représentent plus de 40% de la capitalisation boursière totale de l'indice. Cela signifie que l'investissement indiciel passif, longtemps considéré comme une approche sûre permettant de diversifier un portefeuille, donne aujourd'hui aux investisseurs une fausse impression de diversification, car il les expose en réalité fortement au secteur high tech.

Troisièmement, les dépenses effrénées en matière d'IA ont pris de plus en plus d'importance dans la croissance économique des États-Unis. Au cours du premier semestre 2025, les dépenses d'investissement liées à l'IA ont contribué à hauteur de 1,1% à la croissance du PIB du pays, soit plus que les dépenses de consommation. C'est un véritable tour de force pour une économie traditionnellement portée par la consommation.

### Graph. 1 : Le boom de l'IA est un puissant moteur pour les marchés boursiers

Ratio cours/bénéfice corrigé des variations cycliques (Shiller)



Sources : LSEG, Vontobel ; au 9 janvier 2026.

## 8 Points saillants du marché

Graph. 2 : Quand le boom de l'IA atteindra-t-il son pic ? Une liste d'indices

		SIGNAUX D'ALERTE	STATUT	OBSERVATION
MODÈLES	1	Ralentissement des progrès des modèles d'IA		Les modèles continuent de s'améliorer de manière exponentielle
	2	Arrêt de l'augmentation des taux d'adoption		La tendance haussière de l'adoption reste intacte
INVESTISSEMENTS	3	Arrêt de l'augmentation des prévisions d'investissement des hyperscalers		Les prévisions sont régulièrement revues à la hausse
	4	Les investissements dans la tech deviennent insoutenables		Pas aussi extrêmes que dans d'autres cycles
RENTABILITÉ	5	Les FCF des hyperscalers deviennent négatifs		Ils sont toujours positifs (sauf Oracle), mais diminuent
	6	Détérioration de la rentabilité des hyperscalers		Les niveaux sont élevés, mais relativement stables
ENDETTEMENT	7	Les hyperscalers se surendettent		La dette nette est négative (sauf pour Oracle)
	8	Les marchés mettent en question l'endettement des hyperscalers	x	Les CDS sont en hausse, en particulier pour Oracle
SENTIMENT	9	Détérioration des conditions financières		Au contraire, les conditions s'améliorent
	10	Les «tech bros» encaissent leurs gains		L'introduction en bourse d'OpenAI susciterait des interrogations

Remarque : il n'est pas nécessaire que tous les signaux se réalisent pour que le boom de l'IA atteigne son apogée ; dans les cas extrêmes, deux ou trois d'entre eux suffisent déjà.  
Source : Vontobel ; au 29 janvier 2026.

Les investisseurs seraient donc bien avisés de suivre de près l'essor de l'IA et de surveiller les éventuels signes d'une bulle sur le marché. À cette fin, nous avons élaboré une liste de contrôle qui permet d'évaluer si la hausse arrive à son terme (graph. 2). Notez bien qu'il n'est pas nécessaire que tous les signaux se manifestent pour indiquer que le boom de l'IA a atteint son pic. Dans des cas extrêmes, deux ou trois signaux seulement peuvent suffire.

Les deux premiers signaux d'alerte concernent directement les modèles d'IA : ralentissement des progrès et baisse des taux d'adoption. Les progrès des modèles d'IA sont capitaux pour les investisseurs, car ils ont un impact direct sur la valeur, le potentiel de croissance et l'avantage concurrentiel des entreprises qui tirent parti de l'IA. Ces progrès exigent un perfectionnement, une évolutivité et une adaptabilité constants. Il est tout aussi important que les taux d'adoption se maintiennent ou augmentent, car ils reflètent la pertinence et la valeur d'une technologie.

Le Stanford AI Index Report 2025 indique que l'étendue des modèles d'IA progresse à un rythme rapide. La puissance de calcul dédiée à l'entraînement double tous les cinq mois, les ensembles de données tous les huit mois et la consommation d'énergie tous les ans. Cela dit, les écarts de performance semblent se réduire : la différence de score entre le modèle classé premier et le modèle classé

dixième est passée de 11,9% à 5,4% en l'espace d'un an, et les deux premiers modèles n'affichent plus qu'un écart de 0,7%. En d'autres termes, il semble que la concurrence s'intensifie entre un nombre croissant d'acteurs<sup>7</sup>.

### Une adoption plus lente

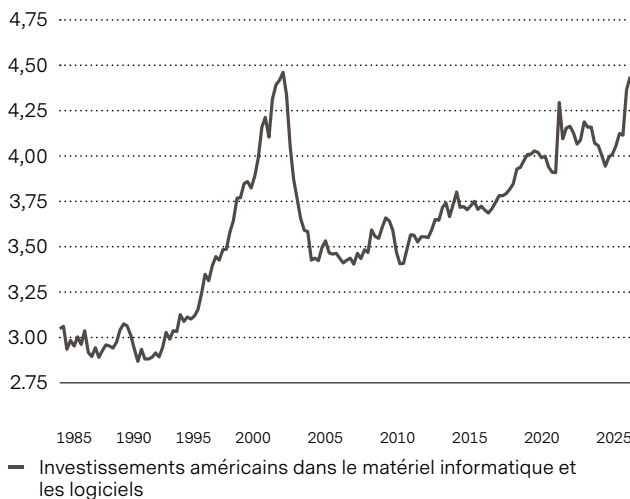
Les taux d'adoption sont toujours orientés à la hausse, bien qu'ils varient en fonction du secteur et de la taille de l'entreprise. Les données de l'enquête sur les tendances et les perspectives des entreprises (Business Trends and Outlook Survey) de l'US Census Bureau font apparaître des signes de ralentissement temporaire ou de stabilisation en 2025, en particulier parmi les grandes entreprises bien implantées<sup>8</sup>.

Autre signe avant-coureur à surveiller : l'arrêt de la croissance des prévisions de dépenses d'investissement des entreprises. Jusqu'à présent, tous les grands hyperscalers ont revu à la hausse leurs prévisions de dépenses pour 2026. L'estimation consensuelle des analystes de Wall Street pour les dépenses des hyperscalers en 2026 s'élève désormais à 527 milliards USD, contre 465 milliards USD au début de la publication des résultats du troisième trimestre. La plupart des analystes anticipent une augmentation des dépenses jusqu'à un pic en 2028.

Cela dit, des dépenses d'investissement trop élevées peuvent en elles-mêmes constituer un signal d'alarme.

**Graph. 3 : Les investissements tech devraient dépasser 2000, mais plus lentement et depuis un niveau plus élevé**

En % du PIB des États-Unis



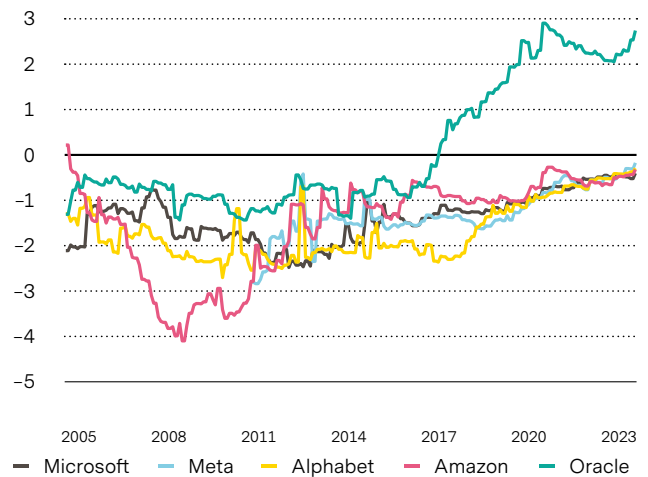
Sources : LSEG, Vontobel ; au 9 janvier 2026.

Mais il est difficile de déterminer à quel moment les dépenses d'investissement élevées cessent d'être raisonnables pour devenir insoutenables. Les tenants de la baisse (les « bears ») pourraient affirmer que les niveaux actuels d'investissement dans la technologie sont sur le point de dépasser les sommets de la bulle Internet, tandis que les tenants de la hausse (les « bulls ») soutiennent que les investissements actuels partent non seulement d'un niveau plus élevé, mais progressent également à un rythme moins effréné qu'à la fin des années 1990 (graph. 3).

En matière de rentabilité, les investisseurs devraient suivre de près l'évolution du flux de trésorerie disponible (FCF ou free cash flow). Le FCF mesure les liquidités qu'une entreprise génère après déduction des dépenses d'investissement nécessaires au maintien ou à l'expansion de sa base d'actifs. Ce chiffre reflète essentiellement les liquidités susceptibles d'être distribuées aux investisseurs ou d'être réinvesties dans l'entreprise. Un FCF positif indique que l'entreprise génère plus de liquidités qu'elle n'en a besoin pour couvrir ses dépenses d'exploitation et ses investissements, ce qui est un signe de solidité financière. Un FCF négatif peut révéler des difficultés financières ou résulter d'investissements importants pour assurer la croissance de l'entreprise. Du fait de la récente frénésie d'investissements, les flux de trésorerie de nombreux hyperscalers sont bel et bien en baisse,

**Graph. 4 : Le bilan des hyperscalers (à l'exception d'Oracle) présente toujours une dette nette négative\***

Dettes nettes à 12 mois, en % du EBITDA\*\*



\*De plus en plus de dettes sont financées hors bilan, ce qui réduit la visibilité

\*\*Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement

Sources : IBES, LSEG, Vontobel ; au 9 janvier 2026.

mais ne sont pas encore devenus négatifs. À l'exception notable d'Oracle, dont le FCF est déjà négatif.

### Un œil sur la rentabilité

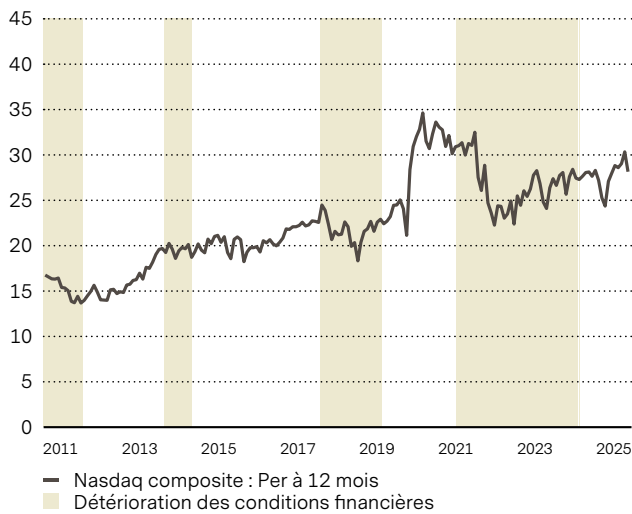
De notre point de vue, les investisseurs devraient également rester attentifs aux signes de détérioration de la rentabilité, car ils représentent un risque de difficultés futures. Les analystes utilisent un large éventail d'indicateurs de rentabilité pour évaluer les actions. Nous pensons qu'il est particulièrement important de suivre des mesures telles que la rentabilité des actifs (ROA ou return on assets) et la rentabilité des capitaux propres (ROE ou return on equity)<sup>9</sup>, qui donnent une idée de l'efficacité avec laquelle une entreprise utilise ses ressources et génère des rendements pour ses actionnaires. Pour l'instant, le ROA à 12 mois des hyperscalers reste proche de son plus haut historique (à plus de 16%), tandis que leur ROE à 12 mois a légèrement baissé mais reste élevé (à plus de 27%)<sup>10</sup>.

Un autre signe d'alerte potentiel serait l'endettement excessif des hyperscalers, ce qui peut être problématique pour plusieurs raisons. Il en résulte souvent des paiements d'intérêts plus élevés, qui peuvent peser sur le flux de trésorerie et limiter les fonds disponibles pour d'autres investissements. En outre, cela peut affecter la notation de crédit et ainsi renchérir ou compliquer l'accès à de futurs emprunts. Dans le pire des cas, si les créances

# 10 Points saillants du marché

**Graph. 5 : Les pics de marché s'accompagnent en général d'un durcissement financier, absent aujourd'hui**

Per à 12 mois



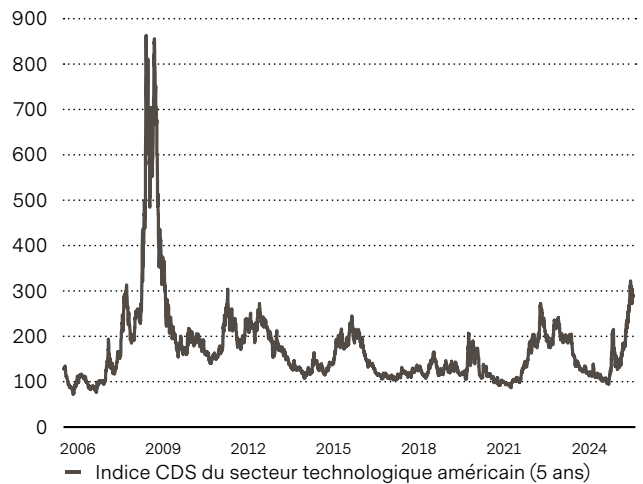
Sources : IBES, LSEG, Vontobel ; au 9 janvier 2026.

dépassent la capacité d'une entreprise à générer des revenus ou des flux de trésorerie suffisants, celle-ci peut se retrouver en situation d'insolvabilité. Pour l'instant, l'endettement net au bilan reste négatif pour la plupart des hyperscalers (graph. 4). Cela dit, il pourrait devenir plus difficile à l'avenir d'évaluer les niveaux d'endettement des entreprises, étant donné qu'une part croissante de la dette est financée hors bilan, ce qui réduit la visibilité.

Pour ce qui est du sentiment de marché, il est essentiel que les conditions financières ne se durcissent pas trop (graph. 5). Qu'est-ce que cela signifie ? Pour qu'une bulle éclate, il y a généralement une « aiguille » qui perce la bulle, agissant comme un déclencheur. Lors des trois événements majeurs les plus récents – la bulle Internet de la fin des années 1990 au début des années 2000, la crise des subprimes de 2007 et celle des banques régionales en 2023 – ce détonateur a été un resserrement des conditions financières provoqué par les hausses de taux d'intérêt de la Fed. À l'heure actuelle, nous ne voyons guère de raison pour que la Fed relève ses taux. Alors que l'inflation reste supérieure à l'objectif, l'affaiblissement du marché du travail plaide en faveur d'une baisse des taux directeurs. Nous croyons également que la prochaine personne à la tête de la Fed, après la fin du mandat de Jerome Powell en mai, adoptera probablement une approche plus accommodante.

**Graph. 6 : Le marché commence à se détourner des entreprises fortement endettées**

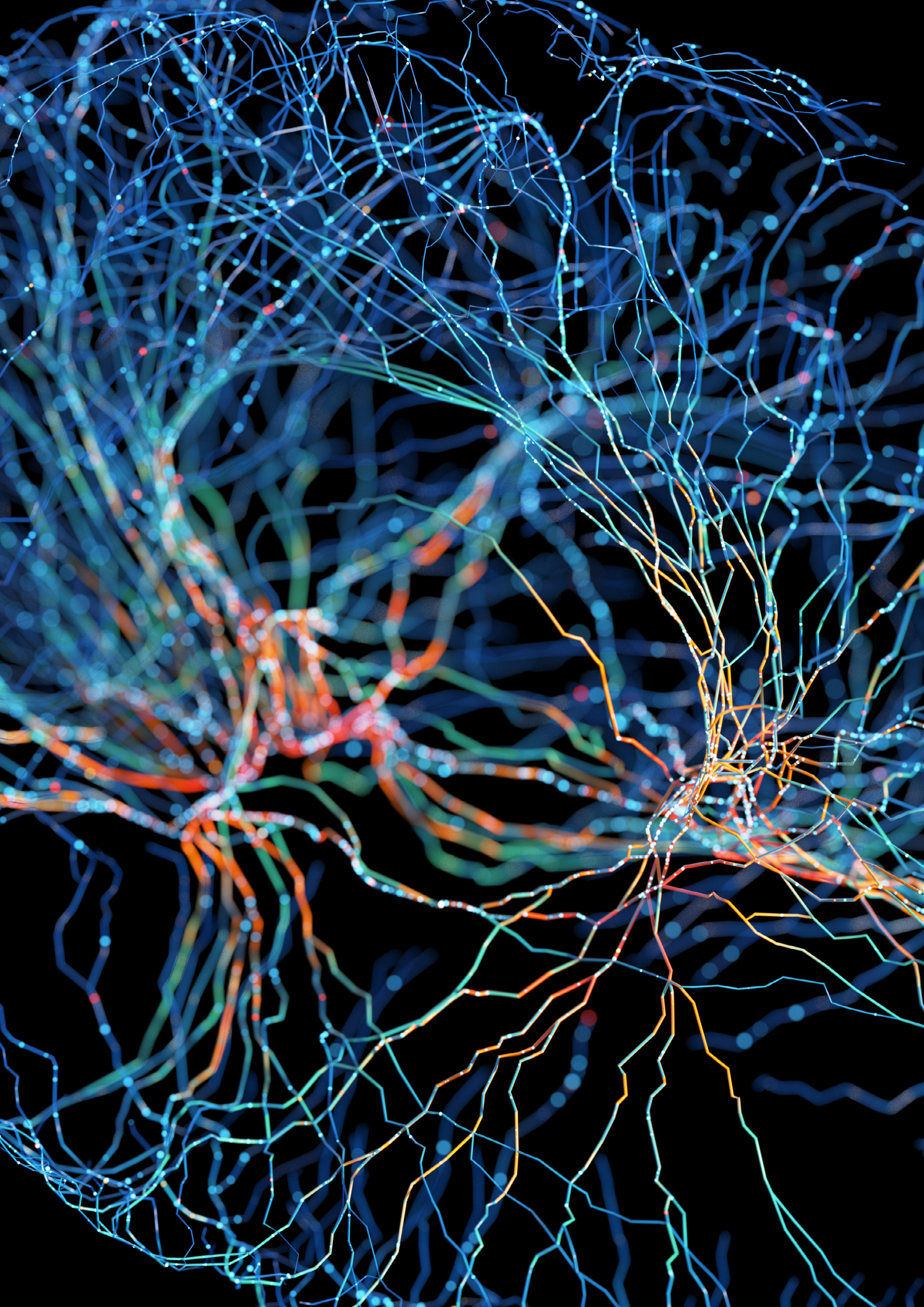
Swaps de défaut de crédit (en USD)



Remarque : un swap de défaut de crédit (CDS ou credit default swap) est un contrat entre deux parties par lequel l'une achète à l'autre une protection contre les pertes liées à la défaillance d'un emprunteur pendant une période de temps définie.  
Sources : LSEG, Vontobel ; au 9 janvier 2026.

De plus, il conviendrait de rester prudent si des initiés (par exemple, des dirigeants de sociétés technologiques, des fondateurs) commencent à vendre d'importants volumes d'actions. Bien que les ventes d'initiés puissent être motivées par des raisons personnelles, une tendance marquée et constante en ce sens pourrait justifier que l'on s'inquiète des perspectives de croissance de l'entreprise. On a observé ce type de tendance entre septembre 1999 et juillet 2000, lorsque les initiés des sociétés dot-com ont vendu des actions pour un montant total de 43 milliards USD, soit deux fois plus qu'en 1997 et 1998<sup>11</sup>. À l'heure actuelle, aucun signe clair de ventes massives de la part d'initiés n'est visible. Parmi les nombreux exemples possibles figure l'éventualité d'une introduction en bourse d'OpenAI, qui pourrait susciter quelques interrogations.

En conclusion, la plupart de nos indicateurs ne suggèrent pas encore que l'essor de l'IA « manque de mémoire ». Le seul signal qui s'est déjà matérialisé est la prudence accrue des marchés à l'égard du levier financier des grandes entreprises. Les spreads sur les swaps de défaut de crédit (CDS)<sup>12</sup> des entreprises américaines de la tech s'élargissent, principalement à cause d'Oracle. Cet élargissement témoigne des préoccupations croissantes des investisseurs concernant l'endettement grandissant de ces entreprises pour financer des projets de grande envergure, tels que l'infrastructure de l'IA (graph. 6).



## La patience après la baisse des taux



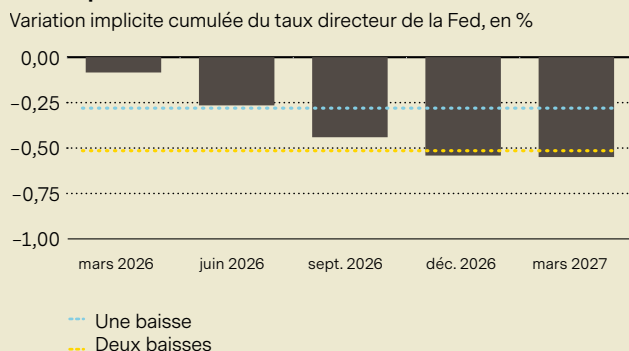
—  
**Christopher Koslowski**  
Senior Fixed Income &  
FX Strategist,  
Boutique Multi Asset, Vontobel

**La Fed a maintenu ses taux inchangés lors de sa réunion de janvier, une première depuis juillet 2025, et le président Jerome Powell a signalé qu'il n'y avait aucune urgence à poursuivre les baisses de taux, balayant les appels de Donald Trump en faveur de coûts d'emprunt beaucoup plus bas.**

Cette pause est importante, car elle intervient après une série d'assouplissements réguliers de la part de la Fed. En décembre, la Fed a abaissé sa fourchette cible de 25 pb pour la troisième fois consécutive. Si le ton est resté conciliant, il appelait aussi à la prudence. L'amélioration des perspectives de croissance et la baisse des prévisions d'inflation confortent le scénario d'un atterrissage en douceur, mais la fonction de réaction s'est durcie: Powell a privilégié une pause et des décisions guidées par les données plutôt que des baisses automatiques. Pour 2026, le dot plot ne prévoit qu'une baisse de 25 pb, contre deux anticipées par les marchés (graph. 1). Deux baisses d'ici la fin de l'année restent toutefois le scénario le plus probable, la Fed avançant prudemment face à une inflation persistante afin d'éviter un durcissement inutile des conditions financières. Les rendements sur la partie courte de la courbe devraient reculer gra-

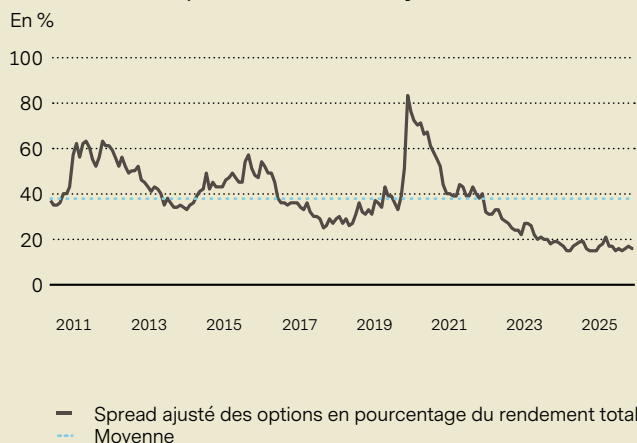
duellement, tandis que la partie longue resterait cantonnée dans une fourchette, avec un léger biais baissier. Dans un scénario haussier, la dégradation des fondamentaux pousserait la Fed à assouplir plus vite, accentuant le rallye à court terme et tirant aussi les taux longs vers le bas. À l'inverse, une inflation persistante maintiendrait la Fed en attente: les taux courts resteraient ancrés, tandis que les taux longs remonteraient avec la reprise des anticipations d'inflation et des primes de terme. La grande question concerne la quantité de nouvelle dette que le secteur technologique émettra, notamment les hyperscalers et les emprunteurs liés à l'IA. La direction était déjà claire en fin d'année dernière. Plusieurs hyperscalers ont lancé de colossales opérations de référence et les principaux acteurs (Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Oracle) ont levé un montant record au travers, notamment, d'obligations IG ordinaires, mais aussi de structures comme des co-entreprises et des véhicules ad hoc. L'interrogation ne porte donc pas sur le besoin de fonds, mais sur le choix du mode de financement. Ces sociétés peuvent financer elles-mêmes une grande partie de leurs dépenses d'investissements, mais les opérations récentes suggèrent que les obligations resteront un outil du développement des infrastructures d'IA. Une augmentation de l'offre devrait se traduire par plus de concessions dans une fenêtre d'émission chargée. Elle est compensée par la demande de crédits technologiques liquides de grande qualité, mais, dans l'ensemble, la multiplication des projets liés à l'IA tend à élargir les spreads. Et cela compte dans un marché dirigé par les taux. Les spreads ne représentent actuellement que 16% environ du rendement, contre près de 38% ces 15 dernières années (graph. 2). La marge de sécurité est donc réduite, ce qui rend les performances plus sensibles à tout élargissement des spreads.

**Graph. 1 : La Fed devrait abaisser ses taux de 50 pb d'ici septembre 2026**



Sources : LSEG, Vontobel ; au 15 janvier 2026.

**Graph. 2 : Les spreads ne représentent que 16 % du rendement total, contre 38 % en moyenne sur 15 ans**



Sources : LSEG, Vontobel ; au 15 janvier 2026.

# 2025 a préparé le terrain pour donner de l'air aux marchés en 2026



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

## De la prédominance de l'IA à l'élargissement des marchés, quelles leçons sectorielles tirer de 2025 et pourquoi 2026 devrait selon nous favoriser la diversification, l'Europe et les actions des marchés émergents.

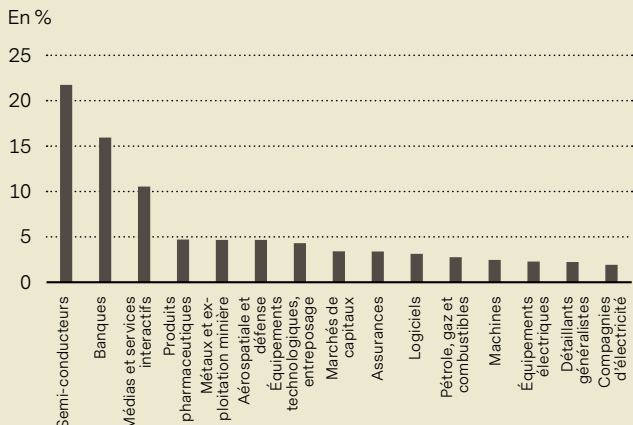
Malgré un début d'année agité, les marchés actions mondiaux ont clôturé 2025 en territoire positif et affiché une grande capacité à absorber les chocs macroéconomiques, géopolitiques et de politique monétaire. L'allocation sectorielle mondiale durant l'année (graph. 1) met en exergue les principaux thèmes d'investissement. À commencer par la question des dépenses d'investissement liées à l'IA. Si les semi-conducteurs sont naturellement restés le point de départ, chaque maillon de la chaîne de valeur est devenu vecteur de performance. L'augmentation des besoins énergétiques en lien avec l'IA a profité aux équipements électriques et à certaines niches industrielles. Le secteur de la défense a lui aussi largement contribué à la performance, notamment en Europe, dans un contexte géopolitique plus complexe et grâce à une meilleure visibilité sur les dépenses publiques. Les valeurs financières ont livré une solide contribution de second plan, les banques ayant bénéficié de marges toujours élevées et d'une qualité des actifs plus résiliente que prévu. Un

classement complété, en cinquième position, par les produits pharmaceutiques qui ont connu une accélération à la fin de l'année.

Les investisseurs se sont alors interrogés sur la « circularité » de l'économie de l'IA, notamment l'augmentation de l'effet de levier, le manque de visibilité sur la monétisation et l'accélération des dépenses d'investissement dans les derniers mois de l'année. La percée du modèle Gemini 3<sup>13</sup> d'Alphabet et l'émergence d'alternatives aux processeurs graphiques de Nvidia ont provoqué un changement de leadership au sein de l'IA et parmi les « 7 Magnifiques », tandis que les marchés sont entrés dans une phase de désensibilisation au risque, en s'orientant vers des secteurs plus défensifs et en soutenant un élargissement de la participation au marché (graph. 2).

Nous pensons que 2026 sera une année structurellement profitable aux actions. La combinaison des forces macroéconomiques, politiques et industrielles créera selon nous un contexte plus favorable à la croissance et aux résultats des entreprises. Même si nous réaffirmons que les inquiétudes concernant une éventuelle bulle technologique sont exagérées, il est peu probable que les spéculations à ce sujet faiblissent. Dans le même temps, les dynamiques observées durant les derniers mois de 2025 devraient continuer à soutenir un élargissement de la performance de marché. Dans ce contexte, les investissements liés à l'IA et à la technologie feront l'objet d'une approche plus sélective et diversifiée au fil de l'année 2026, à notre avis. D'un point de vue régional, cet environnement pourrait particulièrement bénéficier aux actions européennes et des ME, d'autant que la faiblesse persistante du dollar américain améliore les conditions financières et rend les valorisations relatives plus attrayantes.

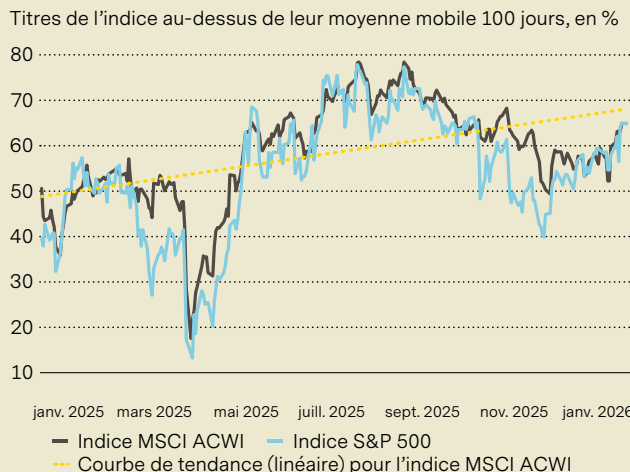
**Graph. 1 : Un plus grand nombre de sous-secteurs ont contribué à la performance des actions en 2025\***



■ Meilleures contributions à la performance en 2025, par sous-secteurs  
\*Répartition du rendement total du MSCI ACWI

Sources : LSEG, Vontobel ; au 16 janvier 2026.

**Graph. 2 : La dynamique du marché s'est élargie au dernier trimestre 2025, ouvrant des perspectives pour 2026**



Sources : LSEG, Vontobel ; au 16 janvier 2026.

# L'envoûtement du métal jaune



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

**Si les marchés des matières premières organisaient leur propre cérémonie de récompenses, l'or aurait remporté de nombreux trophées en 2025. Le métal jaune s'est apprécié de 65% l'an dernier et la cadence a même accéléré début 2026.**

Porté par les achats soutenus des banques centrales et les craintes grandissantes d'une dépréciation monétaire et d'une hausse des niveaux d'endettement, l'or a constitué un actif attrayant en 2025. En janvier 2026, les inquiétudes quant à l'indépendance de la Fed ont refait surface après la tentative d'inculpation de son président Jerome Powell par Donald Trump. Combinées aux troubles géopolitiques au Venezuela, en Iran et même dans l'Arctique, elles ont porté la valeur refuge au-delà des 5 500 USD l'once. Les mesures d'évaluation traditionnelles sont désormais moins pertinentes, ce qui a compliqué l'établissement de la « juste valeur » de l'or.

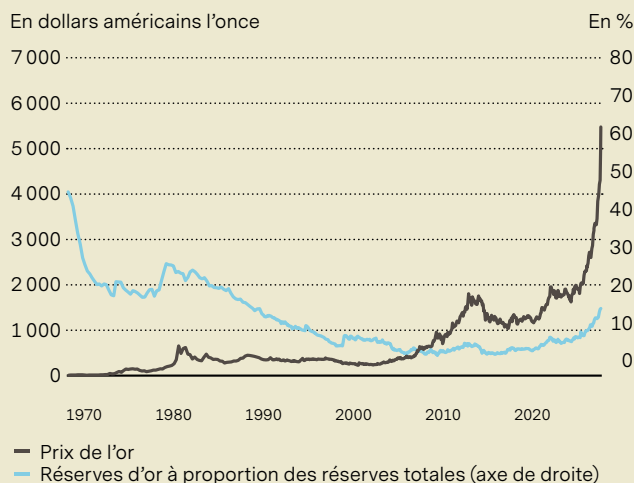
Nous pensons que l'or progressera, mais les futurs gains ne devraient pas être linéaires. Qu'entendons-nous par là ? D'une part, les banques centrales auront toujours intérêt à diversifier leurs réserves au détriment du dollar américain. Si leurs récents achats massifs ont porté les

réserves officielles d'or à un peu moins de 20% des réserves de change totales, ce niveau reste bien inférieur aux moyennes historiques (graph. 1). Les ME, notamment la Chine, ont encore un potentiel de rattrapage. Les réserves d'or officielles de la Chine représentent 8% de ses réserves totales<sup>14</sup>, quand la proportion atteint plus de 70% en Allemagne. Globalement, cette demande relativement inélastique des banques centrales pourrait former un plancher soutenant les cours. Les banques centrales pourraient temporairement rechigner du fait des prix élevés, mais leurs objectifs à long terme devraient empêcher l'or de repasser sous la barre des 4 000 USD l'once.

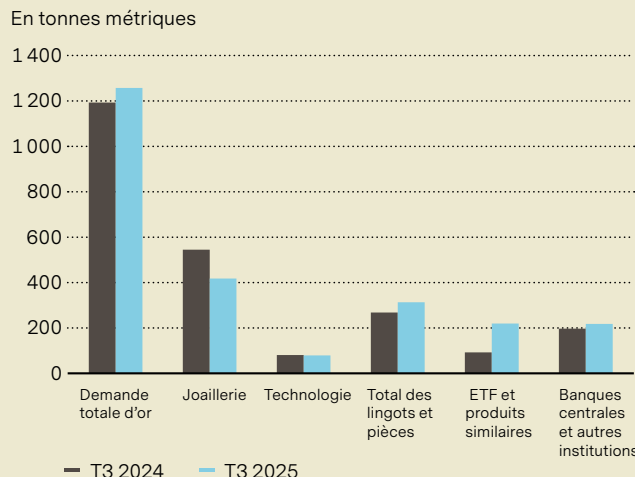
D'autre part, la demande est plus élastique ailleurs. Les flux des ETF, qui ont été un moteur important en 2025, se sont apaisés vers la fin de l'année, du fait des prises de bénéfices et des craintes d'un durcissement de ton de la Fed. Si cette dernière a par trois fois abaissé ses taux au second semestre 2025, certains de ses dirigeants ont averti que le cycle d'assouplissement pourrait prochainement marquer une pause, voire s'achever. Cela nuirait aux actifs non rémunérateurs tels que l'or, qui bénéficie des taux bas.

Par ailleurs, la demande a drastiquement chuté dans le secteur de la joaillerie, la consommation ayant reculé de 23% en glissement annuel au troisième trimestre 2025 (graph. 2). Certains acheteurs privilégient désormais le platine, tandis que d'autres se tournent vers l'or 14 carats comme alternative au traditionnel or 18 carats voire, dans le cas de la Chine, 22 et même 24 carats<sup>15</sup>.

**Graph. 1 : L'or est-il surévalué, mais sous-investi ?**



**Graph. 2 : La demande totale d'or a augmenté malgré une baisse dans le secteur joailler**



# Attentisme en Suisse et perte de soutien du dollar US



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

**La baisse du dollar US s'explique très simplement: les attentes de taux dans les économies du G10<sup>16</sup> divergent et le contexte est défavorable au billet vert. Les marchés estiment toujours que la Fed dispose de la plus grande marge de manœuvre pour baisser ses taux. Pendant des années, le dollar a bénéficié de l'idée que les taux américains sortaient du lot. Mais si les États-Unis sont les seuls à assouplir leur politique, cet avantage s'érode. En prenant un peu de recul, on constate que les pays du G10 devraient rester attentistes à court terme, en s'orientant vers un léger relèvement des taux à plus long terme. Cette combinaison peut légèrement peser sur le dollar à la marge (graph. 1).**

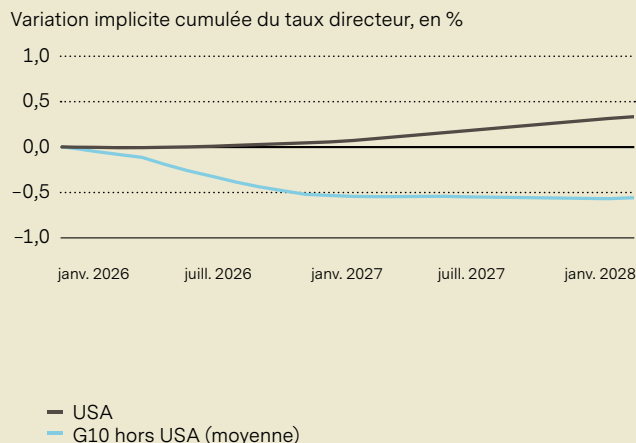
En Suisse, l'inflation semble avoir trouvé un point bas (graph. 2). En décembre, l'inflation globale et l'inflation sous-jacente ont légèrement augmenté. L'affermissement est principalement venu des services, avec des hausses de prix particulièrement visibles dans l'hôtellerie-restauration. Parallèlement, l'inflation importée est demeurée très faible, la précédente vigueur du franc ayant tiré les prix à l'étranger vers le bas. Si le franc cesse de s'apprécier aussi fortement, la désinflation causée par

des importations moins onéreuses devrait s'atténuer. Par conséquent, et compte tenu de la stabilisation des effets liés à l'énergie, l'inflation devrait rester très faible à court terme, avant de lentement progresser au fil de l'année. Malgré cette direction ascendante, les risques restent orientés à la baisse.

Les minutes de la Banque nationale suisse (BNS) le confirment. Si l'institution a clairement opté pour l'attentisme en décembre, la décision a suscité plus de débats qu'en septembre. La BNS n'est pas pressée d'agir et maintient un seuil très élevé avant d'envisager un retour en territoire négatif, qui coûteraient cher au système financier. Elle semble également moins redouter une brutale aversion pour le risque à l'échelle mondiale qui ferait exploser la demande de francs, en tant que valeur refuge. La BNS souligne que le franc s'est légèrement déprécié depuis l'été, à cause des différentiels de taux.

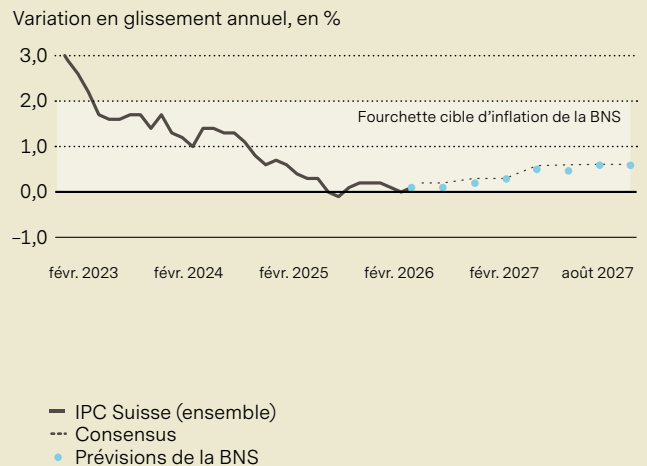
L'hypothèse de base est donc celle d'une longue phase d'attentisme. La BNS peut s'accommoder d'une inflation modérée tant que celle-ci reste dans la fourchette cible, avec une perspective de hausse au fil du temps. Le prochain «grand» changement sera probablement plus une restauration de la marge d'action une fois les perspectives clairement stabilisées, ce qui repousse une éventuelle première hausse des taux plutôt vers la fin de l'année 2026. Le franc suisse devrait rester ferme. Avec la BNS pour l'instant en pause, la monnaie est surtout soutenue par la demande défensive, synonyme de consolidation en période d'accalmie et d'appréciation rapide en cas de pics d'aversion pour le risque sur les marchés.

**Graph. 1 : Les prévisions de rendement des banques centrales signalent des vents contraires pour le dollar US**



Sources : LSEG, Vontobel ; au 15 janvier 2026.

**Graph. 2 : L'inflation suisse reprend, mais le rebond semble lent**



Sources : LSEG, Vontobel ; au 15 janvier 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.

<b>PIB (EN%)</b>	<b>2025<sup>1</sup></b>	<b>ACTUEL<sup>2</sup></b>	<b>CONSENSUS 2026</b>	<b>CONSENSUS 2027</b>	
Mondial (G20)	2,4	3,3	2,7	2,7	
Zone euro	1,4	1,4	1,2	1,4	
États-Unis	2,0	2,3	2,1	2,0	
Japon	1,2	0,6	0,8	0,9	
R.-U.	1,4	1,3	1,1	1,4	
Suisse	1,2	0,5	1,25	1,5	
Australie	1,9	2,1	2,2	2,3	
Chine	4,9	4,5	4,5	4,3	

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

<b>TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)</b>	<b>2025</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>	<b>PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS<sup>5</sup></b>
EUR (taux de dépôt)	2,00	2,00	1,97	1,97	→
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	3,75	3,75	3,44	3,22	→
CHF	0,00	0,00	-0,01	0,06	→

<b>RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)</b>	<b>2025</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>	<b>PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS<sup>5</sup></b>
EUR (Allemagne)	2,86	2,84	2,82	2,91	→
USD	4,17	4,22	4,1	4,07	→
CHF	0,32	0,25	0,35	0,61	→

<b>TAUX DE CHANGE</b>	<b>2025</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>	<b>PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS<sup>5</sup></b>
CHF / EUR	0,93	0,93	0,94	0,95	↑
CHF / USD	0,79	0,80	0,80	0,80	↓
USD / EUR	1,17	1,16	1,19	1,20	↑

<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>	<b>2025</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>	<b>PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS<sup>5</sup></b>
Pétrole brut Brent, USD par baril	61	64	60	60	↑
Or, USD par once troy	4319	4676	4400	4290	↑
Cuivre, USD par tonne métrique	12423	12803	11622	11565	→

Remarque: Les opinions sont à jour au 19 janvier 2026. 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.

<sup>1</sup> Sous réserve de révisions (par exemple, révisions potentielles des données du T4)

<sup>2</sup> Dernier trimestre disponible

<sup>3</sup> Sous réserve de révisions

<sup>4</sup> Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

<sup>5</sup> ↑ 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 3<sup>rd</sup> 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

- <sup>1</sup> Source: Article du Time, publié le 9 janvier 2026 (en anglais): [time.com/7344540/trump-venezuela-maduro-sphere-of-influence/](https://time.com/7344540/trump-venezuela-maduro-sphere-of-influence/)
- <sup>2</sup> Le «One Big Beautiful Bill» combine plusieurs changements politiques majeurs, notamment sur le plan des impôts, des dépenses, de la sécurité aux frontières et des réglementations.
- <sup>3</sup> «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.
- <sup>4</sup> «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.
- <sup>5</sup> «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.
- <sup>6</sup> Le ratio Shiller PE (price to earnings) est un outil d'évaluation du marché boursier qui divise le prix actuel du marché par la moyenne des bénéfices corrigés de l'inflation des dix dernières années, en lissant les fluctuations du cycle économique pour montrer la valeur à long terme et prédire les rendements futurs, en indiquant si un marché est surévalué ou sous-évalué.
- <sup>7</sup> Source: Stanford Human-Centered Artificial Intelligence (HAI) Institute's 2025 AI Index Report. [hai.stanford.edu/ai-index/2025-ai-index-report](https://hai.stanford.edu/ai-index/2025-ai-index-report)
- <sup>8</sup> Source: Article de Fortune, publié le 10 septembre 2025 (en anglais). [fortune.com/2025/09/10/ai-adoption-declines-big-companies-human-skills-premium-education-gen-z/](https://fortune.com/2025/09/10/ai-adoption-declines-big-companies-human-skills-premium-education-gen-z/)
- <sup>9</sup> Le ROA permet d'évaluer l'efficacité avec laquelle une entreprise utilise ses actifs pour générer des bénéfices. Le ROE permet d'évaluer l'efficacité avec laquelle une entreprise utilise l'argent de ses actionnaires pour générer des bénéfices.
- <sup>10</sup> Hyperscalers américains sans Oracle.
- <sup>11</sup> Source: Article de TED, publié le 4 décembre 2018 (en anglais). [ideas.ted.com/an-eye-opening-look-at-the-dot-com-bubble-of-2000-and-how-it-shapes-our-lives-today/](https://ideas.ted.com/an-eye-opening-look-at-the-dot-com-bubble-of-2000-and-how-it-shapes-our-lives-today/)
- <sup>12</sup> Un swap de défaut de crédit (CDS ou credit default swap) est un contrat entre deux parties par lequel l'une achète à l'autre une protection contre les pertes liées à la défaillance d'un emprunteur pendant une période de temps définie.
- <sup>13</sup> Référence à la publication du tout dernier modèle d'IA Gemini, doté de capacités de raisonnement, d'une performance multimodale et d'une efficacité renforcées.
- <sup>14</sup> Selon les rumeurs, la Chine détiendrait d'importantes réserves d'or non officielles, ce qui complique la détermination de ses réserves totales d'or. Les estimations officieuses fixent les réserves d'or de la Chine à plus de 5 500 tonnes métriques, soit plus du double du chiffre officiel.
- <sup>15</sup> La culture chinoise accorde une grande importance à la pureté de l'or, avec une nette préférence pour l'or 24 carats (l'or pur), symbole de richesse et de chance. L'or 22 carats (pur à 91,6%) est également populaire, notamment pour les alliances et les bijoux d'usage quotidien, car il équilibre pureté et résistance aux rayures.
- <sup>16</sup> Groupe des 10 principales économies développées dont les monnaies et les taux d'intérêt sont largement négociés sur les marchés financiers mondiaux.

Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurich  
Suisse  
[vontobel.com](http://vontobel.com)

