PKB

2026
L'année de la sélectivité

Perspectives PKB

Avant-propos

Certaines années, les marchés ressemblent à des courses ordonnées ; cependant, 2025 ressemblait davantage à une randonnée ambitieuse où le soleil, le vent et le brouillard se sont invités sans être conviés. Vous vous préparez pour une journée ensoleillée, vous vous faites surprendre par la pluie, et vous profitez tout de même d'une vue étonnamment belle au sommet. C'est plus ou moins ainsi que nous entrons dans l'année 2026 : après un « rallye général » que les investisseurs n'ont apprécié qu'après avoir repris leur souffle et vérifié l'altitude.

Les actions, les obligations et même les matières premières ont enregistré de solides performances, même si elles n'ont pas été exemptes d'imperfections. Une poignée de grands noms de la technologie ont accompli l'essentiel du travail, les marchés obligataires ont continué à agir comme si les primes de risque étaient facultatives, et les matières premières nous ont rappelé, discrètement mais fermement, que l'économie mondiale dépendait toujours de ressources physiques que l'on peut extraire, fondre ou brancher. La piste semblait lisse, mais les garde-fous de la valorisation, de la concentration et de la géopolitique étaient plus esthétiques que solides.

Un investisseur m'a confié un jour, en plaisantant à peine : « Le moment où les marchés se sentent trop à l'aise est le moment où je vérifie où se trouve la sortie. » C'est une réflexion sage, et cela décrit bien la situation pour 2026. La situation macroéconomique est constructive : la croissance est ralentie mais solide, l'inflation se stabilise dans la plupart des pays et les décideurs politiques sont plus favorables que restrictifs. Mais les valorisations sont tendues, l'IA et les droits de douane modifient les incitations, et la géopolitique joue un rôle plus important que ce que l'on pensait.

Ces perspectives nous amènent en 2026 avec un certain mélange d'optimisme et de scepticisme sain. Nous nous attendons à une année qui récompensera la discipline plutôt que l'héroïsme, la qualité plutôt que le bruit, et une réelle diversification plutôt que le confort de posséder « un peu de tout. » La volatilité fluctuera, comme d'habitude, mais c'est une caractéristique avec laquelle il faut composer, pas une tempête à laquelle il faut se soustraire.

Si les dernières années nous ont appris quelque chose, c'est que les marchés évoluent rarement en ligne droite. Ce qu'ils offrent, en particulier dans des années comme celle-ci, ce sont des moments de véritable opportunité pour les investisseurs qui restent curieux, sélectifs et prêts à changer de cap lorsque le chemin s'infléchit.

Je vous souhaite une lecture instructive et agréable des perspectives 2026 du PKB.

Luca Venturini

PDG, PKB Private Bank

Contenu

Avant-propos....2
APERÇU DU MARCHÉ....4
MACROÉCONOMIE 2026....10
MARCHÉS D'ACTIONS 2026....15
MARCHÉS OBLIGATAIRES 2026....22
MARCHÉS DES CHANGES 2026....30
MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES 2026....33
Contacts....36

Aperçu du marché

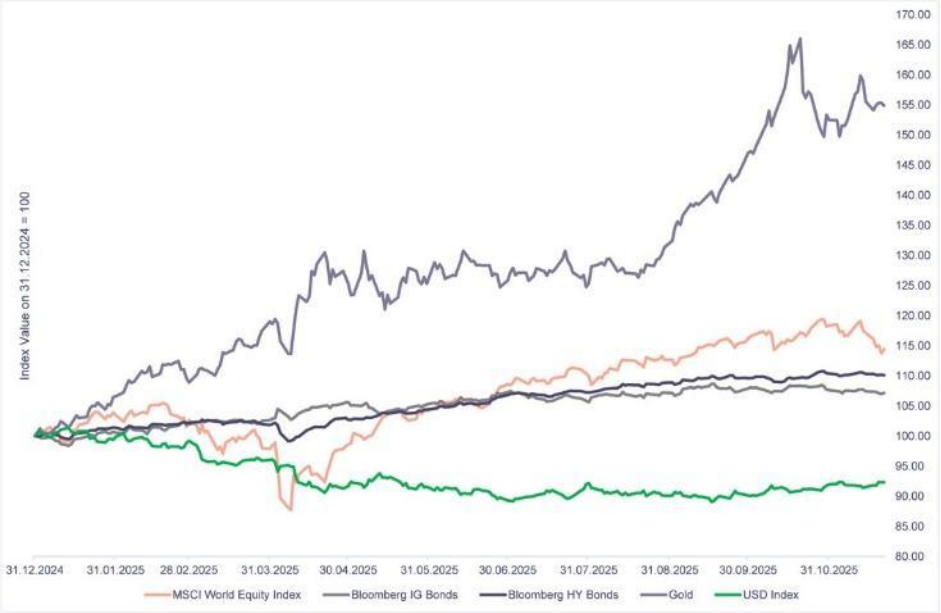
2025 : L'année où le marché avacillé, mais ne s'est pas effondré

Si 2024 a été ressentie comme une respiration profonde après une longue tempête, 2025 est devenue l'année où les marchés ont tenté de retrouver leur équilibre, parfois en douceur, parfois plus comme un jongleur oscillant sur une corde raide.

Les actions se sont mieux comportées que prévu, augmentant d'environ 15 %, avec des performances parfois inégales. Les États-Unis n'ont pas remporté la palme d'or cette fois-ci, mais ils ont tout de même enregistré de fortes hausses à deux chiffres, tirées une fois de plus par les grandes entreprises technologiques. L'Europe a eu son heure de gloire, avec l'Espagne et l'Italie qui se sont distinguées, tandis que la Suisse et la France ont été distancées en raison de leur forte exposition aux secteurs défensifs et des tensions politiques persistantes. Les marchés émergents ont été les vrais gagnants : la Corée du Sud a bondi grâce à la technologie, tandis que la Chine a bénéficié de valorisations bon marché et d'une amélioration de la croissance. Même le Japon a bénéficié d'une nouvelle énergie politique et de politiques audacieuses en faveur de la croissance.

Les obligations d'État ont présenté un tableau contrasté. Aux États-Unis, les nouvelles baisses de taux et les craintes que les droits de douane ne ralentissent l'économie ont contribué à soutenir la courbe des rendements, en particulier à court terme. L'Europe a suivi le chemin inverse, les rendements augmentant à mesure que le soutien monétaire et fiscal commençait à s'estomper. Le Japon, dans un changement majeur, a vu les rendements obligataires grimper à des niveaux jamais atteints depuis près de vingt ans, sous l'effet d'une inflation plus forte et d'un nouveau premier ministre qui a mis en place des réformes agressives pour stimuler la croissance.

Graphique 1. Excellente performance du marché, à l'exception de l'USD



« Les marchés ont commencé à se différencier en 2025... et ils le feront encore plus en 2026 »

Performance du marché en 2025 (21 novembre 2025)

Bloomberg, PKB (prix quotidiens, indices de rendement total)

Le crédit aux entreprises n'a pratiquement pas connu de pause. Des bénéfices solides, des bilans plus sains et le soutien des banques centrales ont poussé les écarts à leurs niveaux les plus serrés depuis deux décennies, en particulier aux États-Unis, où la demande des investisseurs a parfois semblé presque enthousiaste, à la limite de l'erreur.

Les matières premières ont connu leurs fluctuations habituelles. L'or a bénéficié des achats spéculatifs des investisseurs et des tensions politiques mondiales, ce qui lui a permis de connaître sa meilleure année depuis plus de quarante ans. Les métaux liés à l'IA, comme l'argent, le cuivre et l'aluminium, ont bénéficié à la fois de l'engouement pour ce thème et de véritables besoins d'investissement. L'énergie, en revanche, a dû faire face à une offre abondante, malgré la poursuite du conflit au Moyen-Orient.

Les marchés des changes nous ont offert l'un des moments les plus surprenants de l'année en quelques semaines, entre janvier et avril, lorsque le dollar américain a connu sa plus forte baisse depuis 2022. Les investisseurs se sont rués sur les monnaies refuges, ce qui a fait grimper le franc suisse et le yen japonais. Le billet vert a continué à baisser jusqu'à la mi-septembre en raison de l'incertitude persistante.

2026 : Quand les marchés cessent d'évoluer en ligne droite

Si vous n'avez que 30 secondes

- L'année 2026 commence après un rare rallye de trois ans, où tout s'est emballé - les actions, les obligations, et même les matières premières.
- Les gains en capital ont été importants mais limités : une poignée de grands noms de la technologie ont été à l'origine de la majeure partie des performances de 2025.
- Les obligations se sont redressées à mesure que les taux baissaient, laissant les rendements et les écarts très serrés.
- Les principales matières premières - en particulier l'or - ont atteint des sommets dans un contexte de pressions géopolitiques et industrielles, et le dollar s'est effondré.
- Les perspectives pour 2026 semblent bonnes, mais tendues : des valorisations élevées, des écarts serrés et un sentiment fragile.
- S'attendre à un marché en mutation qui récompense les décisions tactiques ; se concentrer sur la qualité les placements de manière réfléchie - sans chercher à tout posséder.

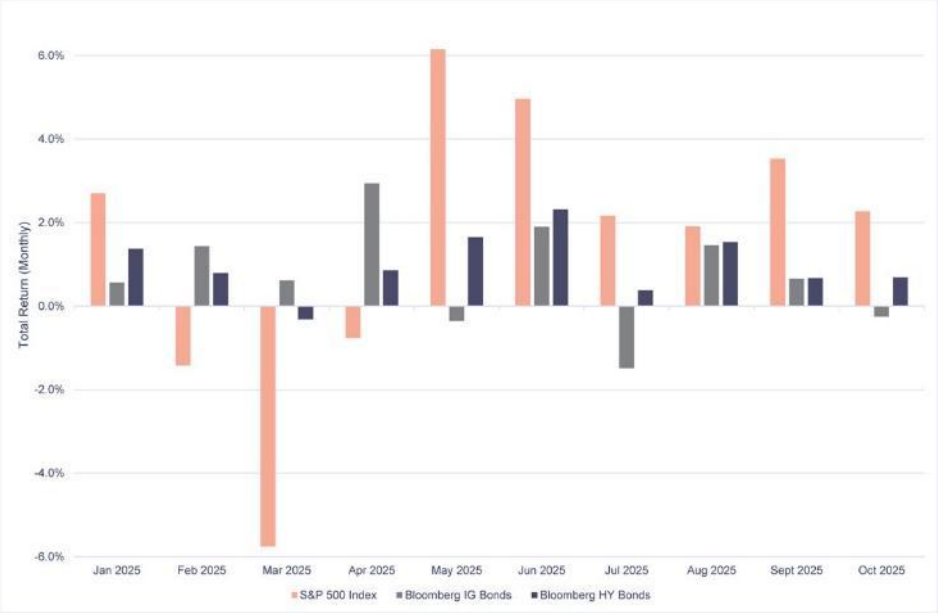
Le point de départ pour 2026 est exceptionnellement prometteur - et c'est précisément la raison pour laquelle les investisseurs doivent prendre le temps de réfléchir avant de se lancer. Nous sortons de trois années exceptionnelles, une période où presque tout a augmenté : actions, obligations, et même quelques matières premières qui ne se réveillent généralement que lorsque personne ne les regarde.

Pour le chiffrer : un investisseur ayant placé 10 000 dollars dans un indice boursier mondial le 1er octobre 2022 disposerait aujourd'hui d'environ 18 183 dollars (avant dividendes). Sur les 38 derniers mois, seuls 12 ont affiché des rendements négatifs, et même ceux-ci ont été modérés. Dans le même temps, 26 mois ont été positifs, et 6 d'entre eux ont enregistré une hausse supérieure à 5%.

2025 elle-même semblait presque chorégraphiée : sept mois positifs, seulement trois négatifs, et une série positive de six mois de mai à octobre. Mais sous la surface lisse se cache une réalité plus fragile : les valorisations ont progressé, tandis que le marché américain s'est davantage polarisé autour de quelques grandes valeurs. Plus de la moitié du rendement total de l'indice S&P500 provenait de neuf sociétés technologiques seulement ; aujourd'hui, les huit premières sociétés représentent plus d'un tiers de l'ensemble de l'indice. Lorsqu'un marché devient aussi concentré, cela nous rappelle que même une belle performance peut reposer sur une scène étroite.

Graphique 2. Performances mensuelles constantes, à quelques exceptions près

« En 2026, les investisseurs devront ralentir et réfléchir attentivement avant d'appuyer sur l'accélérateur »



Performance mensuelle 2025 : indice S&P500, indices obligataires Bloomberg IG et HY

Bloomberg (rendements mensuels, indices de rendement total)

Les obligations ont bénéficié d'un fort effet de levier depuis la fin de l'année 2023, les banques centrales du monde entier étant passées de la lutte contre l'inflation à la normalisation des taux. Les rendements ont diminué, les prix ont grimpé et les spreads de crédit — qu'ils soient de qualité supérieure ou spéculatifs — se sont resserrés à des niveaux inédits depuis la Grande Crise financière. Une bonne nouvelle, certes, mais des valorisations jugées parfaites offrent peu de marge de manœuvre.

Et puis les matières premières ont pris le relais. Dans un monde en proie à l'incertitude géopolitique et au renouveau industriel induit par l'IA, plusieurs matériaux ont atteint des sommets historiques. L'or, en particulier, a fait un bond de plus de 50 %, passant de 1 600 dollars l'once en 2022 à plus de 4 000 dollars. L'argent et le cuivre ont également battu des records, donnant à 2025 des allures de retour à l'ère du supercycle des matières premières.

Si l'on met tout cela bout à bout, 2026 hérite d'un mélange de valorisations élevées, de marges serrées, de tensions géopolitiques, de remaniements de la chaîne d'approvisionnement et d'une vague d'euphorie occasionnelle - des conditions qui exigent une stratégie d'investissement très particulière.

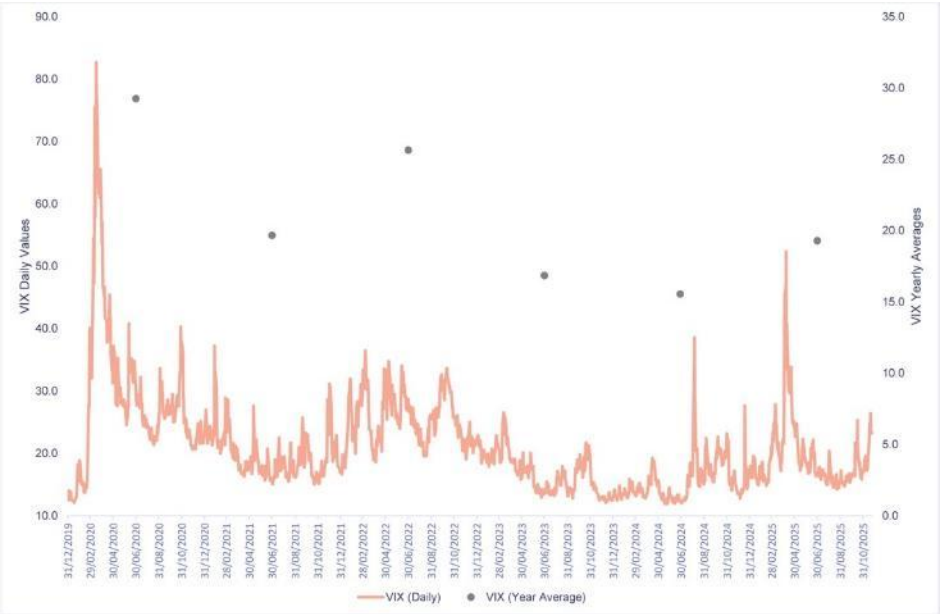
Nous fondons la nôtre sur cinq principes.

1. S'attendre à un marché qui ne choisit pas sa direction - et apprendre à l'aimer
Nous avons été gâtés par les marchés à sens unique. En 2026, il est peu probable que ce scénario se répète. La bonne nouvelle : les environnements non directionnels créent des opportunités - beaucoup d'opportunités. Mais ils récompensent les investisseurs qui adoptent une approche tactique, agissent de manière opportuniste et restent vigilants. Pensez moins à « acheter et oublier » qu'à « voir, penser, agir. » Dans une année faite de flux et de reflux, seuls ceux qui sont capables de pagayer, plutôt que de nager à l'aveuglette, tireront leur épingle du jeu.

2. Les rendements resteront présents, mais ils ne ressembleront pas à ceux observés entre 2022-2025
Le soutien monétaire et fiscal, le retour de l'industrie manufacturière et l'innovation technologique constante constituent des bases solides pour les rendements. Mais une grande partie des facteurs positifs est déjà intégrée dans les prix. Les primes de risque se situent entre le milieu et le bas de la fourchette, de sorte que 2026 n'offrira probablement pas les feux d'artifice à deux chiffres des trois dernières années. C'est une année où la discipline et la patience remplaceront les gains rapides de ces dernières années.

3. La sélectivité s'impose comme le nouvel alpha
En 2026, le marché devrait récompenser la qualité plutôt que la quantité. Attendez-vous à ce que les entreprises qui présentent des bilans solides, des flux de trésorerie réguliers, un véritable pouvoir de fixation des prix et des canaux technologiques ou concurrentiels réels jouent un rôle de premier plan. Et soyez moins généreux à l'égard du battage médiatique, du glamour et des entreprises qui fonctionnent davantage sur le mode de la narration que sur celui des bénéfices. Une règle empirique utile pour 2026 : «Ne courez pas après ce qui fait du bruit; accumulez ce qui a de la valeur».

Graphique 3. La volatilité est en hausse et devrait continuer à s'accentuer



« Les valorisations tendues rendent les marchés plus sensibles aux surprises »

Indice de volatilité Cboe (VIX), valeur de l'indice (ligne), moyenne annuelle (point), au 24 novembre 2025

Bloomberg, PKB (prix quotidiens)

4. La volatilité fera des apparitions périodiques - Traitez-la comme un phénomène météorologique, pas comme une crise

La volatilité des marchés a atteint son niveau le plus bas au début de l'année 2024 et augmente progressivement depuis. Les valorisations exagérées rendent les marchés plus sensibles aux surprises et, aux niveaux actuels, il suffit de peu pour que les investisseurs se précipitent vers la sortie. Le FOMO (Fear Of Missing Out) peut inciter les investisseurs à effectuer des transactions, mais les valorisations élevées augmentent la probabilité d'un retournement soudain. En 2026, il faudra être prêt : la capacité d'acheter ce que l'on aime pendant les périodes de baisse et la discipline pour réduire ce qui est surévalué. La volatilité n'est pas l'ennemi, c'est l'émotion non gérée qui l'est.

5. Diversifier intelligemment - pas selon la version « acheter tout et espérer »

Posséder des dizaines de titres qui évoluent tous ensemble n'est pas de la diversification. C'est du bruit. La diversification intelligente consiste à constituer des portefeuilles autour d'actifs qui se comportent réellement de manière différente - faible corrélation, moteurs différents, écosystèmes différents. Cette année, l'« approche Barbell » est particulièrement utile : en combinant des actifs de haute qualité et résistants avec une exposition sélective à des opportunités de croissance ou de volatilité plus élevées. Vous pourriez être à la traîne lors des reprises de faible qualité (qui sont moins probables cette année), mais vous protégez votre capital lorsque les corrections surviennent - et un capital préservé est un capital prêt à fructifier.

Les trois forces qui remodèlent l'avenir

Le comportement des marchés en 2025 n’est pas le fruit du hasard. Trois forces structurelles - l’IA, la démondialisation et la géopolitique - sont passées du statut de thèmes secondaires à des sujets centraux. Ils ne disparaîtront pas en 2026. En fait, ils constituent désormais l’amorce de la prochaine décennie.

1. Intelligence artificielle : de la nouveauté à l'infrastructure
Une citation qui a fait le tour du monde cette année - « L'IA ne prendra pas votre emploi, mais quelqu'un qui utilise l'IA le fera » - s'est avérée être moins un avertissement qu'une description de l'année 2025 en temps réel. L'adoption de l'IA n'est plus un phénomène propre au secteur technologique. Selon les enquêtes, 66 % des personnes utilisent l'IA de manière intentionnelle, 38 % sur une base hebdomadaire ou quotidienne, et 88 % des organisations l'ont intégrée dans au moins une fonction de l'entreprise. L'augmentation de la productivité des entreprises est stupéfiante : les estimations varient entre +20 % et +80 %, en fonction du flux de travail. Cela a des conséquences, non seulement sur les marges, mais aussi sur les marchés du travail, où 6 à 7 % des emplois américains pourraient être déplacés dans le cadre d'un scénario d'adoption à grande échelle.

L'investissement a suivi l'enthousiasme. Les investissements liés à l'IA ont atteint environ 420 milliards de dollars en 2025 et devraient dépasser 500 milliards de dollars en 2026, se répercutant sur l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement - des métaux aux semi-conducteurs, des centres de données à grande échelle aux applications des utilisateurs finaux. Ce ne sont pas seulement Nvidia, Meta ou OpenAI qui tirent les ficelles, mais aussi les mineurs, les fabricants d'équipements, les services publics, les réseaux logistiques, les acteurs du Cloud et les utilisateurs finaux.

Sans surprise, l'IA est devenue le principal moteur de la volatilité des marchés. D'avril à octobre, tout ce qui était lié à l'IA est monté en flèche. Puis, en novembre, la prise de conscience que les valorisations avaient dépassé les bénéfices a fait brutalement reculer ces mêmes actions. « L'IA donne, l'IA reprend » Les marchés sont préoccupés par les valorisations des actions liées à l'IA et craignent une situation similaire à la bulle Internet (associée au récent « financement circulaire » de certaines entreprises de premier plan telles que Nvidia, Oracle et OpenAI). Dans certains cas, ces préoccupations sont pertinentes. Cependant, alors qu'en 2000, les valeurs technologiques ne représentaient qu'environ 10 % des bénéfices totaux des principaux indices américains, cette marge atteint aujourd'hui près de 40 %. Ce n'est donc pas tout à fait la même chose...

2. La démondialisation : les tarifs douaniers : un levier stratégique, pas une menace
Si le 2 avril (surnommé le « jour de la libération ») a marqué un tournant pour les devises et les marchés boursiers, il a également représenté un changement plus profond : le monde a commencé à se réorganiser autour d'incitations tarifaires plutôt que de gains d'efficacité commerciaux. Quels sont les trois objectifs stratégiques du président Donald J. Trump en matière de droits de douane ?

1. **Réduire le nombre de transactions directes :** la Suisse en est devenue l'exemple type : les droits de douane sont passés de 39 % à 15 % en échange d'engagements d'investissement américains d'un montant de 200 milliards de dollars et de quotas exemptés de droits de douane sur les protéines américaines. Il s'agit d'une diplomatie par le biais des chaînes d'approvisionnement.
2. **Augmenter les recettes tarifaires :** les droits de douane américains sont passés de 7 milliards de dollars par mois en janvier 2025 à 30 milliards de dollars par mois en septembre 2025. Les recettes tarifaires pour l'exercice 2025 ont atteint 195 milliards de dollars, soit une augmentation de 153 % par rapport à l'exercice 2024, avec une accélération de près de 300 % au cours du second semestre de 2025 par rapport à l'année précédente. Pour les marchés, les droits de douane sont passés du statut de facteur de risque à celui de poste budgétaire.
3. **Ramener l'industrie manufacturière chez nous :** les chiffres sont stupéfiants : jusqu'à 4 billions de dollars d'engagements annoncés par les États-Unis dans le secteur manufacturier. Les exemples sont nombreux : Japon : 550 milliards de dollars dans les semi-conducteurs, les produits pharmaceutiques et les métaux ; Corée du Sud : 350 milliards de dollars dans l'automobile ; ABB : 120 milliards de dollars en équipements électriques ; Sanofi : plus de 20 milliards de dollars pour la recherche et la fabrication.

3. Géopolitique : le moteur économique dont personne n'aime admettre l'existence
Cela peut sembler cynique, mais la géopolitique en 2025 n'a pas fonctionné de manière isolée - elle s'est imbriquée parfaitement avec l'IA et la démondialisation, façonnant à la fois la demande et l'investissement. Les guerres en Ukraine et au Moyen-Orient, bien qu'elles ne bouleversent plus les marchés, continuent à remodeler les flux de matières premières (énergie, métaux, terres rares), les secteurs gagnants (défense, matériaux, industrie manufacturière) et les partenariats régionaux. La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine s'est déroulée en deux temps :

- Effets à court terme sur le marché : les terres rares, l'agriculture, la production de puces électroniques, les chaînes d'approvisionnement en IA, la dynamique de l'inflation et les marchés obligataires ont été mis à rude épreuve.
- Recâblage à long terme : l'émergence de BRICS+, les changements d'alliances dans l'APAC et les nouveaux accords interrégionaux suggèrent que le monde se divise lentement en deux ou trois sphères économiques, chacune ayant sa propre pile technologique, ses propres modèles de financement et ses propres priorités en matière de sécurité. Ce réalignement géopolitique n'est pas temporaire. Elle devient structurelle - un multiplicateur de force pour les investissements dans l'IA et les tendances à la démondialisation.

Macroéconomie 2026

Macroéconomie en 2026 : un monde de modération et de flux subtils

Si vous n'avez que 30 secondes

- La croissance mondiale va ralentir jusqu'en 2026, mais éviter la récession ; l'inflation ralentit presque partout, sauf aux États-Unis, frappés par les tarifs douaniers.
- L'économie américaine reste solide : le marché du travail se modère, l'inflation recule après son pic, et la Fed pourrait procéder à quelques ajustements de taux.
- L'économie européenne s'améliore, grâce à la relance de l'Allemagne et à une politique budgétaire favorable ; l'inflation se rapproche de la zone de confort de la BCE.
- La Suisse connaît une croissance lente, avec une inflation très faible et un franc fort qui pèse sur les exportations.
- L'économie chinoise ralentit mais reste un moteur mondial clé, misant fortement sur l'autonomie technologique alors que les fondamentaux de l'industrie se stabilisent.

L'économie mondiale aborde 2026 avec une cadence mesurée : la dynamique s'atténue, mais le spectre de la récession reste en grande partie latent. Le modèle de croissance observé jusqu'en 2024-2025 était inégal selon les régions. La plupart des économies émergentes et en développement ont décéléré, la Chine poursuivant son expansion à un rythme légèrement inférieur et l'Asie étant soutenue par la résistance de l'Inde, tandis que l'Amérique latine a connu un ralentissement brutal. En revanche, les économies avancées ont obtenu des résultats disparates : la zone euro et le Royaume-Uni ont retrouvé leur dynamisme, tandis que les États-Unis et la Suisse ont connu un ralentissement.

À l'horizon 2026, la plupart des zones géographiques connaîtront une nouvelle modération, sous l'effet de frictions commerciales, d'ajustements monétaires et d'un ralentissement de la dynamique des salaires réels. Cela doit être interprété moins comme une détérioration que comme un retour aux normes à long terme. D'une manière générale, l'inflation devrait reculer, grâce à des trajectoires de croissance plus modérées et à l'affaiblissement du dollar américain qui se répercute sur les structures de prix au niveau mondial. Les réalignements de la production, en particulier la réorientation d'une partie de la production chinoise des États-Unis vers l'Europe et d'autres marchés, peuvent également exercer une pression à la baisse. Toutefois, ce rythme désinflationniste ne sera pas universel. Aux États-Unis, par exemple, l'inflation est susceptible de s'accélérer à nouveau à mesure que les charges tarifaires se répercutent sur les prix à la consommation et les distorsions du marché du travail. En fin de compte, la domination fiscale des États-Unis pourrait même accroître les attentes en matière d'inflation et le pays devrait surmonter sa dette grâce à une croissance plus élevée.

Graphique 4. Ralentissement de la croissance et de l'inflation, à quelques exceptions près

« À l'horizon 2026, la plupart des zones géographiques connaîtront une nouvelle modération »

	Real GDP		Inflation		Central Bank rates	
	2025e	2026f	2025e	2026f	Current	2026f
Eurozone	1.4%	1.1%	2.1%	1.8%	2.0%	2.0%
France	0.8%	0.9%	1.0%	1.4%		
Germany	-0.5%	1.0%	2.2%	2.0%		
Italy	0.5%	0.7%	1.7%	1.5%		
Spain	2.9%	2.1%	2.6%	2.0%		
Switzerland	1.2%	1.2%	0.2%	0.6%	0.0%	0.0%
United Kingdom	1.4%	1.1%	3.4%	2.5%	4.0%	3.25%
United States	1.9%	1.9%	2.8%	2.9%	3.88%	3.33%
China	4.9%	4.3%	0.0%	0.8%	1.4%	1.2%
India	6.8%	6.7%	2.4%	2.5%	5.5%	5.0%
Japan	1.3%	0.7%	3.1%	1.8%	0.5%	1.0%

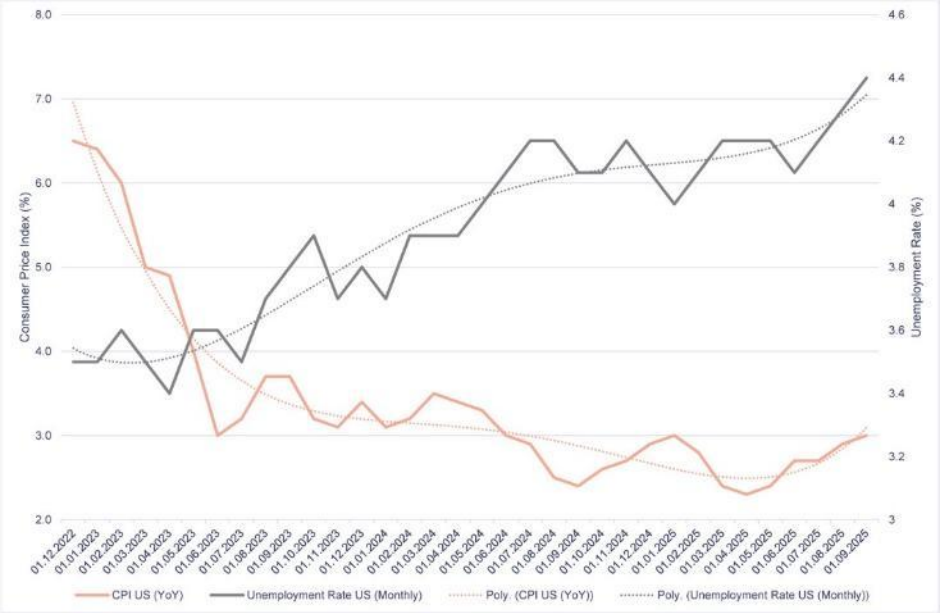
Croissance du produit intérieur brut (en glissement annuel), IPC (en glissement annuel), taux de référence de la banque centrale

Bloomberg (attentes et prévisions annuelles)

États-Unis - « Résilience sous pression »
Les États-Unis progressent vers une expansion plus modérée mais plus résistante. La croissance devrait diminuer modérément sous le poids des droits de douane qui affectent les prix et les exportations. L'atonie du marché du travail devrait persister, sous l'effet de la réduction de l'offre de main-d'œuvre, de la prudence en matière d'embauche et de la pénurie de main-d'œuvre peu qualifiée et faiblement rémunérés due à une politique d'immigration restrictive. Les premiers effets de l'adoption de l'intelligence artificielle pourraient apparaître en 2026, lorsque les entreprises confrontées à des exigences salariales plus élevées chercheront à gagner en efficacité, même si les perturbations sur le marché du travail resteront modestes pour l'instant. Le climat des affaires devrait s'améliorer au cours du second semestre, les priorités politiques s'orientant vers des mesures fiscales ciblées - y compris la « One Big Beautiful Bill » - et la déréglementation à l'approche des élections de mi-mandat. La consommation des ménages à revenus moyens devrait rester soutenue par des hausses salariales importantes et par la solidité financière des ménages, les 20 % de familles les plus riches représentant environ deux tiers de l'ensemble des dépenses personnelles.

L'inflation devrait dépasser les 3 % au deuxième trimestre avant de ralentir, à mesure que les excédents de stocks se dissipent et que la répercussion des droits de douane devient plus visible. Bien que l'objectif formel d'inflation reste fixé à 2 % pour préserver la crédibilité de la banque centrale, un objectif d'inflation effective plus élevé est implicitement accepté, puisqu'il est supérieur à 2 % depuis plus de quatre ans maintenant. La Réserve fédérale pourrait procéder à deux ou trois nouvelles baisses de taux en 2026, mais sa conviction est limitée par un réseau dense d'incertitudes : l'escalade tarifaire, les élections de mi-mandat, la nomination d'un nouveau président de la Fed, les frictions géopolitiques et l'évolution de la position de la Chine. Même si le futur président de la Fed penche vers l'accommodement, l'institution restera guidée par les données, pour éviter toute perception de dépendance vis-à-vis de l'exécutif.

Graphique 5. Le dilemme américain : augmentation de l'inflation et du chômage



« La Fed américaine pourrait procéder à deux ou trois nouvelles baisses de taux en 2026, même si la conviction est limitée »

Taux d'inflation aux États-Unis (IPC, en glissement annuel), taux de chômage (mensuel), représentation des tendances

Bloomberg, PKB (mensuel)

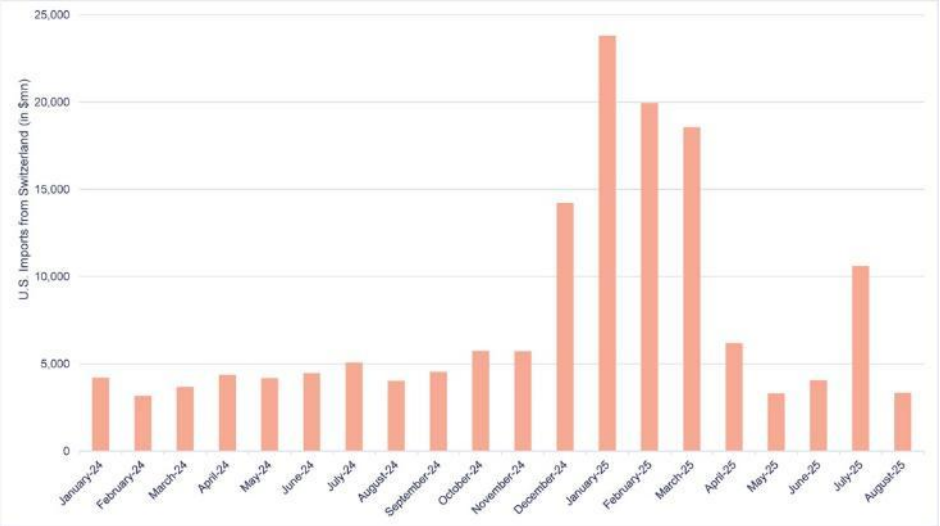
Zone euro - « le lent réveil d'un géant endormi »
Les stratégies monétaires et fiscales divergeront d'une région à l'autre. Dans la zone euro, l'Allemagne connaît une reprise notable après deux années de récession et une année de croissance hésitante. Le gouvernement nouvellement élu de Berlin a dévoilé un programme monumental sur douze ans dépassant les 1 000 milliards d'euros, destiné aux infrastructures (et à leur modernisation), à la défense et à une réforme du frein à l'endettement local - un pivot incontestable pour la plus grande économie d'Europe. La France semble prête à maintenir une expansion régulière, sous réserve d'une stabilisation politique et d'un compromis budgétaire viable, tandis que l'amélioration de la cote de crédit de l'Italie est le signe d'une toile de fond économique étonnamment solide, bien que lente. L'Espagne, pays le plus performant de l'Union en 2025, devrait revenir à une croissance plus habituelle.

L'orientation budgétaire générale de l'Europe reste favorable, principalement grâce à des initiatives en matière de défense et d'infrastructures, telles que le programme de 800 milliards d'euros de la Commission européenne et l'instrument SAFE pour la passation de marchés publics conjoints. Les indicateurs manufacturiers, longtemps en demi-teinte, s'améliorent désormais de manière significative, bien que la consommation reste le maillon faible de la reprise, les ventes au détail progressant à peine. Pourtant, l'assouplissement des taux d'intérêt de la Banque centrale

européenne (BCE) et une timide reprise des prêts bancaires devraient commencer à nourrir les petites et moyennes entreprises. L'inflation semble ancrée juste au-dessus de 2 %, près de la zone de confort de la BCE, ce qui implique qu'un nouvel assouplissement monétaire est improbable, à moins que la croissance ne s'essouffle brusquement.

Graphique 6. Les exportations suisses vers les États-Unis ont connu une forte augmentation en 2025

« L'accord tarifaire avec les États-Unis supprime une source majeure d'incertitude »



Importations américaines en provenance de Suisse (en millions de dollars), en août 2025

Bloomberg (mensuel)

Suisse - « Avancer avec constance, même en terrain difficile »
La Suisse, en revanche, évolue dans un paysage plus calme. La croissance devrait se situer juste autour de 1 %, et l'inflation devrait doucement repasser au-dessus de 0 %. L'accord tarifaire avec les États-Unis, qui ramène les taux de 39 % à 15 % et les aligne sur les niveaux européens, supprime une importante source d'incertitude et renforce les arguments en faveur de l'investissement pour les entreprises industrielles suisses et européennes. Malgré cela, la force persistante du franc continue d'éroder la compétitivité des exportations. Une grande partie de l'activité d'exportation du début de l'année semble avoir été concentrée en début de période, ce qui laisse présager une accalmie prochaine, d'autant plus que les acheteurs américains ont stocké des produits suisses. En outre, le développement des capacités de production aux États-Unis ne contribue guère à soutenir le secteur extérieur de la Suisse. Le climat des affaires, bien que n'ayant pas atteint le sommet de 2022, a lentement rebondi, tandis que le chômage n'a cessé d'augmenter depuis plus de deux ans. L'inflation devrait rester exceptionnellement basse, ce qui maintient - sans la valider - la possibilité d'un retour aux taux d'intérêt négatifs en cas d'appréciation excessive du franc.

Chine - « Le dragon le plus lent est toujours en tête »
La Chine, quant à elle, connaît un ralentissement manifeste, même si elle reste l'un des principaux moteurs de la croissance mondiale. Les données récentes pour le second semestre 2025 ont révélé une faiblesse au niveau de la consommation, de la production, des flux de crédit, des indicateurs de confiance, du marché du logement, les exportations ayant brièvement plongé en territoire négatif. Cette baisse n'est pas alarmante, en partie parce que les expéditions ont été fortement concentrées en début d'année et en partie parce que la Chine cultive d'autres voies commerciales avec ses partenaires BRICS+ et, potentiellement, grâce à un engagement économique recalibré avec l'Europe (qui devrait réduire davantage l'inflation dans cette région). Le quinzième plan quinquennal récemment publié place l'autonomie technologique et l'innovation au premier plan, tout en reléguant au second plan la réforme de la sécurité sociale. L'intensification des pressions géopolitiques a renforcé la détermination de la Chine à garantir son autonomie stratégique dans les secteurs de la haute technologie et de l'énergie.

Les fondamentaux des entreprises s'améliorent progressivement : les bénéfices se stabilisent, le pouvoir de fixation des prix revient et les marges augmentent dans des segments tels que l'industrie, les technologies de l'information et les matériaux. La chaîne de valeur mondiale des puces d'IA continue d'afficher une forte dynamique, complétée par une demande soutenue de solutions de stockage de l'énergie et des avancées rapides dans le domaine de la biotechnologie. La trajectoire future des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine reste incertaine, mais la Chine dispose actuellement d'un pouvoir de négociation plus important qu'on ne le pense généralement : elle a besoin de semi-conducteurs (pour l'instant) et d'importations agricoles, tandis que les États-Unis dépendent fortement des terres rares, des minéraux essentiels et des biens de consommation à bas prix de la Chine.

La chaîne d'approvisionnement de l'intelligence artificielle (IA) - expliquée simplement

Lorsque l'on parle d'intelligence artificielle (IA), on a souvent l'impression qu'elle vit quelque part dans les nuages et qu'elle invente des réponses à la demande. En réalité, le monde de l'IA commence dans un endroit très peu glorieux : le sol.

L'IA commence avec des **matières premières** comme le silicium, les minéraux de terre rare, le cuivre et beaucoup d'électricité. Ces ingrédients sont extraits, traités et transformés en ce qui rend les ordinateurs possibles. Sans eux, il n'y a pas de magie - seulement des machines très silencieuses. Principaux acteurs ? China Northern Rare Earth Group (terres rares), Albemarle Corporation (lithium), BHP (cuivre), Glencore (métaux divers).

Une fois ces matériaux collectés, ils entrent dans le monde très précis et très coûteux des **semi-conducteurs**. Il y a d'abord les concepteurs de puces - les architectes - comme Nvidia, AMD, Intel, Google et Amazon, qui conçoivent les plans des processeurs d'IA. Viennent ensuite les outilleurs, ceux qui construisent les machines qui gravent ces dessins sur le silicium. ASML dirige ce groupe, tandis qu'Applied Materials, Lam Research et Tokyo Electron fournissent le reste de l'équipement. Enfin, les modèles atterrissent dans les mains des fonderies, les maîtres constructeurs tels que TSMC, Samsung et Intel, qui transforment tous ces motifs microscopiques en véritables puces qui alimenteront à terme les systèmes d'intelligence artificielle.

Les puces trouvent ensuite leur place dans d'énormes **centres de données.** Ces installations de la taille d'un entrepôt sont les salles de sport où les modèles d'IA s'entraînent. Ils sont gérés par des géants de l'informatique du Cloud tels qu'Amazon, Microsoft et Google, ainsi que par de nouveaux acteurs spécialisés. À l'intérieur, des milliers de puces bourdonnent, refroidies par des systèmes de ventilation avancés (et récemment par des systèmes liquides) qui travaillent aussi dur que les puces elles-mêmes. Chaque fois qu'un modèle d'IA « apprend » « pense » ou répond à votre question, cela se passe probablement dans l'un de ces bâtiments.

Mais le matériel n'est qu'une partie de l'histoire. Pour construire des systèmes d'IA, les ingénieurs utilisent des **logiciels ou des cadres d'apprentissage automatique**, qui sont en quelque sorte les boîtes à outils et les manuels d'instruction du monde de l'IA. PyTorch (Meta), TensorFlow/JAX (Google), Hugging Face et CUDA (Nvidia) sont quelques-uns des grands noms dans ce domaine et permettent aux développeurs d'entraîner des modèles.

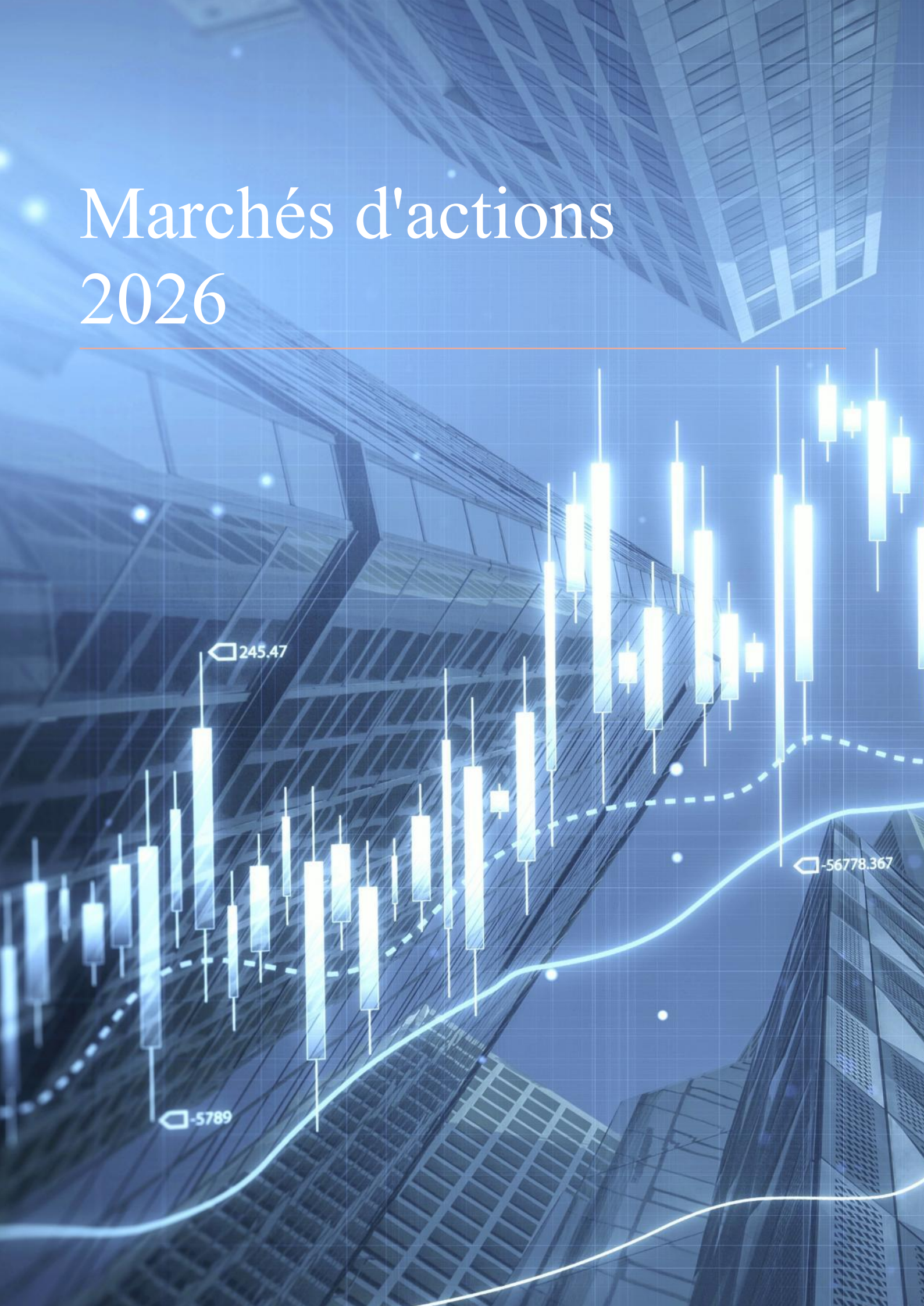
Vient ensuite le carburant pour l'IA : **les données.** Beaucoup de données. Des ensembles de données gigantesques de textes, d'images, de sons, de vidéos, de codes - en gros, tout ce que les humains ont déjà posté, publié ou oublié sur Internet. Les équipes collectent, nettoient, étiquettent et organisent ces informations afin que les modèles puissent apprendre quelque chose d'utile et ne se contentent pas de mémoriser des mèmes de chats (bien qu'ils le fassent aussi). Des entreprises telles que Scale AI, Appen et Sama contribuent à la tâche très peu glorieuse mais essentielle de rendre les données désordonnées moins désordonnées.

Ce n'est qu'après tout cela qu'arrive le moment dont tout le monde parle : **la formation du modèle.** C'est là que des organisations comme OpenAI, Google DeepMind, Anthropic, Meta, xAI, Mistral, Amazon, Cohere et d'autres passent des semaines ou des mois à apprendre à un modèle comment comprendre le langage et résoudre des problèmes. La formation nécessite une énorme puissance de calcul.

Une fois formé, le modèle est **déployé par le biais de services Cloud** afin que les personnes et les entreprises puissent l'utiliser. C'est à ce moment-là qu'il devient enfin visible pour le monde entier, que ce soit dans les moteurs de recherche, les logiciels de bureautique, les robots de service à la clientèle ou les applications telles que ChatGPT.

C'est à l'extrémité de la chaîne d'approvisionnement que se trouve la partie avec laquelle la plupart des gens interagissent : les **applications.** Ce sont les visages amicaux qui se cachent derrière des machines lourdes. Ils donnent l'impression que l'IA est simple, même si tout un écosystème mondial de mineurs, de fabricants de puces, d'ingénieurs, de chercheurs, d'étiqueteurs de données et d'opérateurs d'informatique dans le Cloud travaille en coulisse pour que tout se passe bien. Les principales applications ? ChatGPT, Google Gemini, Microsoft Copilot, Anthropic Claude et bien d'autres que nous utilisons couramment.

Marchés d'actions 2026



Actions 2026 - « Le grondement tranquille d'un taureau agité »

Si vous n'avez que 30 secondes

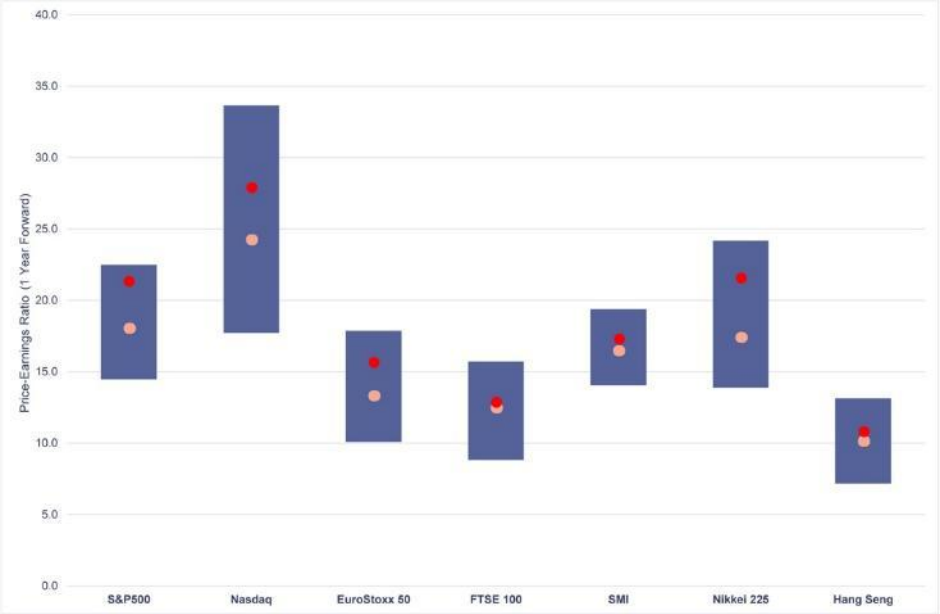
- Les actions abordent l'année 2026 sur des bases solides, mais avec des valorisations plus serrées et moins de gains faciles. Les rendements dépendront davantage des bénéfices, de la sélectivité et de la gestion active.
- L'IA reste un moteur important mais aussi une source de risque de concentration.
- États-Unis : ils restent la locomotive de la croissance mondiale, mais trop chers pour être achetés passivement. Les leaders de l'IA, les services publics et les banques semblent attrayants, et les sociétés à moyenne capitalisation se distinguent par leur potentiel.
- Europe : moins chers que les États-Unis et plus performants. Les bénéfices et la confiance se redressent, grâce à une politique fiscale favorable à la croissance. Les industries et les banques constituent les principales opportunités.
- Suisse : stable, défensive, modeste. Le franc fort et le ralentissement de l'économie limitent les perspectives de hausse. Il est préférable de l'utiliser comme lest plutôt que pour des rendements élevés.
- Marchés émergents : croissance soutenue, un dollar plus faible et des valorisations toujours attrayantes. La croissance des bénéfices s'accélère et les investisseurs mondiaux restent sous-pondérés. Optez pour la diversification ou choisissez la Chine (bon marché, technologie et rebond industriel soutenus par la politique) et l'Inde (coûteuse, mais stimulée par une croissance structurelle et une politique favorable aux entreprises).

Les actions abordent l'année 2026 en bonne forme, mais l'époque des rendements faciles et automatiques à deux chiffres est révolue. Cette année, le marché continuera à nous rémunérer pour notre prise de risque, mais il posera d'abord beaucoup plus de questions. Les valorisations restent élevées sur la plupart des marchés développés, à l'exception de l'Amérique latine et de quelques marchés asiatiques (hors Japon). Le léger repli observé en novembre a permis d'atténuer la pression, mais pas suffisamment pour que les choses deviennent « bon marché ». La politique monétaire n'est plus le puissant moteur qu'elle était ces deux dernières années, mais les banques centrales ne se retirent pas non plus - elles maintiendront le filet de sécurité en place si la situation s'aggrave. Sur le plan budgétaire, même avec un endettement élevé, les gouvernements restent bien plus soucieux de soutenir la croissance que d'opter pour l'austérité. On le constate dans l'impasse politique de la France, aux États-Unis avec leur « One Big Beautiful Bill » progressif, et au Japon qui se lance à corps perdu dans la technologie, l'infrastructure et la défense.

Les droits de douane ne faisant plus la une des journaux, les entreprises retrouvent enfin un peu de visibilité. Les plans d'embauche, les dépenses d'investissement et les projets suspendus depuis longtemps sortent peu à peu des cartons. Pourtant, 2026 ne sera pas une autre année où les valorisations augmenteront simplement parce que l'argent est bon marché. Aujourd'hui, le marché veut des bénéfices réels. La croissance des bénéfices ralentit mais reste solide (environ 8 %) et pourrait être stimulée par les rachats d'actions et un dollar américain plus prévisible.

L'IA reste le moteur puissant et prometteur, mais elle ne suscite plus un véritable enthousiasme. Oui, les possibilités de revenus sont plus claires. Mais les questions se font de plus en plus pressantes : dans quelle mesure cette frénésie d'investissements est-elle durable, quel est le niveau d'endettement utilisé pour la financer, quand toutes ces infrastructures commenceront-elles à porter leurs fruits et qu'adviendra-t-il des marges à mesure que d'autres acteurs se lanceront dans l'aventure ? S'ajoute à cela l'accélération du défi chinois, avec des valeurs sectorielles cotées à des niveaux qui surprennent même les investisseurs les plus expérimentés. La concentration de l'indice reste une véritable faiblesse - il dépend trop d'un nombre restreint de noms. Dans le même temps, se retirer trop tôt du commerce de l'IA comporte son propre type de risque.

Graphique 7. Les valorisations des actions sont préoccupantes, sauf dans certains marchés émergents



« Les valorisations restent élevées sur la plupart des marchés développés »

Ratio cours/bénéfice estimé. Barre violette : min/max 10 ans. Point rose : moyenne sur 10 ans. Point rouge : actuel

Bloomberg, PKB (mensuel)

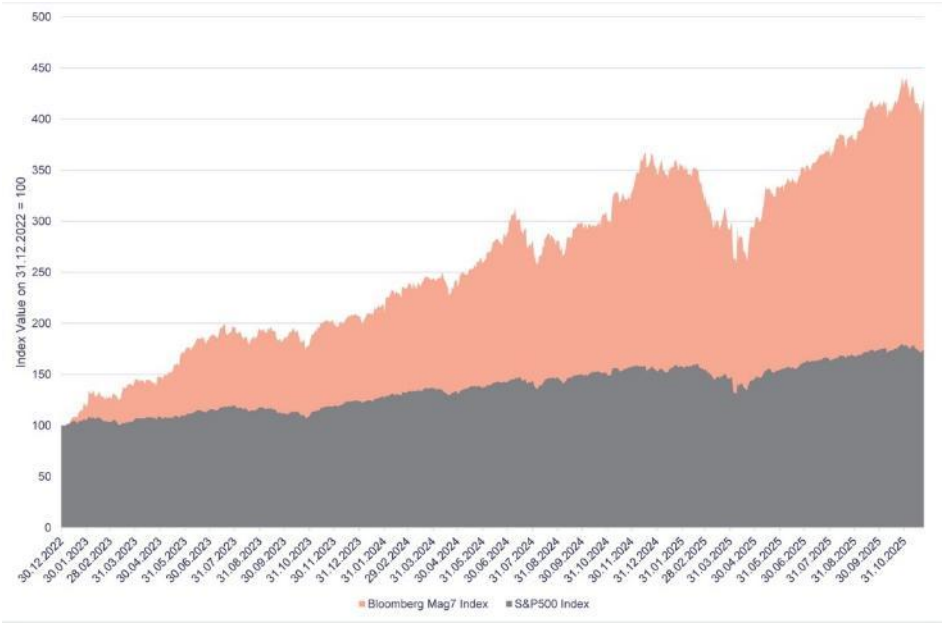
Il ne faut pas non plus oublier l'arrière-plan psychologique. Le rassemblement de 2025 - sur le papier l'un des meilleurs depuis des années - a encore été largement désapprouvé. Beaucoup de grands investisseurs sont restés sous-pondérés et ont passé la majeure partie de l'année à avoir l'impression d'être en retard. Cette frustration résiduelle alimente aujourd'hui un instinct d'« achat à la baisse » qui donne au marché un plancher étonnamment solide. Si l'on ajoute à cela quelques stimulants géopolitiques éventuels, on se retrouve avec un marché où le FOMO est encore très présent.

Mais 2026 n'avancera pas en ligne droite. L'année qui s'annonce n'est ni haussière ni baissière par défaut, mais pleine d'opportunités. La gestion active redevient enfin importante. Les rendements seront probablement plus modérés, le choix des titres sera plus important, la volatilité apparaîtra plus souvent et la diversification devra être plus intelligente - construite autour de véritables contrastes, et non pas simplement répartie.

États-Unis - « Un marché de géants, mais pas un marché pour les passagers »
Les États-Unis restent le principal moteur des marchés mondiaux, mais 2026 ne récompensera pas ceux qui se contentent d'acheter l'ensemble du marché en espérant que tout se passera bien. Cette année, il s'agit de choisir sa place. Beaucoup de choses dépendent de la façon dont les investisseurs interprètent les intentions du nouveau président de la Fed. Tant que la personne n'est pas considérée comme un responsable politique déguisé, la Fed devrait rester une force d'apaisement plutôt qu'une menace contre laquelle les marchés doivent se défendre. Les valorisations sont élevées - plus de 21 fois les bénéfices prévisionnels, soit près du sommet de la fourchette historique - mais les États-Unis se trouvent également au cœur d'un changement technologique majeur. Entre l'IA, l'influence géopolitique et l'innovation inégalée, le pays dispose toujours des moteurs de croissance les plus puissants de la planète. L'IA continue de faire grimper les bénéfices, même si les gens s'inquiètent de la concentration des gains et de la durée du cycle de dépenses actuel. Si les méga-capitalisations connaissent une pause, il s'agira plus probablement d'une opportunité d'achat que d'un signal indiquant que la tendance est terminée.

Graphique 8. La concentration du marché des actions américaines a conduit à des performances remarquables

« Si les méga-capitalisations connaissent une pause, il est plus probable qu'il s'agisse d'une opportunité d'achat »



Rendement total de l'indice Bloomberg Magnificent-7 et de l'indice S&P500 (au 21 novembre 2025)

Bloomberg, PKB (quotidien, indices de rendement total)

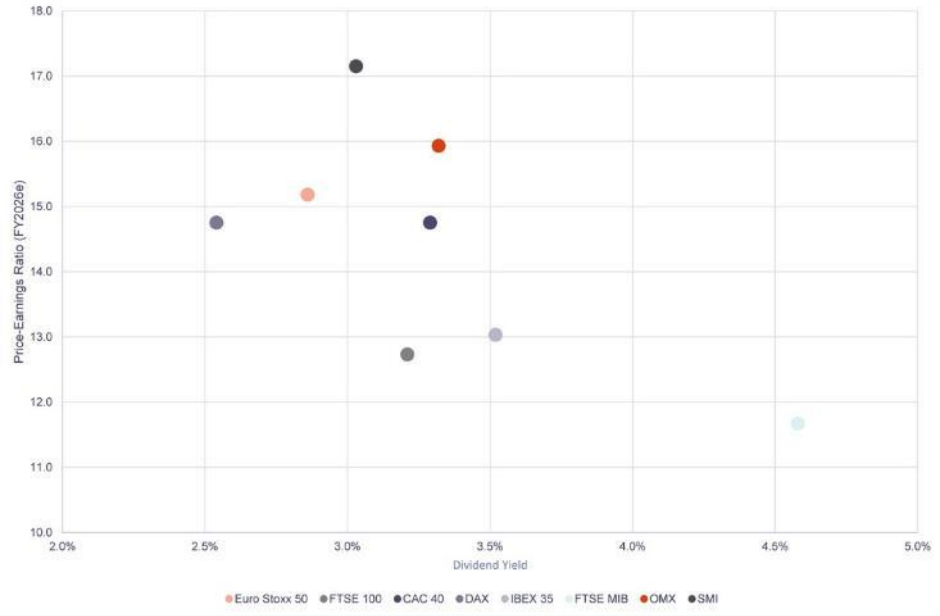
L'économie réelle envoie des signaux contradictoires. Le chômage augmente progressivement, mais les salaires, en particulier ceux des ménages à revenus moyens, progressent suffisamment pour maintenir les dépenses, et l'épargne restante offre encore une certaine protection. Les droits de douane étant de nouveau plus clairs, de nombreuses entreprises se préparent à recommencer à embaucher et à investir, en particulier à partir de la mi-2026. L'affaiblissement du dollar et le remaniement des tarifs douaniers pourraient également donner un coup de pouce aux exportateurs américains.

Les leaders sur le marché n'ont pas beaucoup changé. La technologie — en particulier les poids lourds de l'intelligence artificielle — continue d'avoir le vent en poupe, mais les fluctuations nécessitent de garder la tête froide pour choisir les titres à détenir. Les services publics représentent une opportunité plus tranquille, combinant croissance et valeur d'une manière souvent négligée par les investisseurs, favorisés par la transition énergétique, la construction de centres de données et la nécessité de moderniser le réseau. Les banques, bien qu'elles ne soient pas bon marché, bénéficient d'une courbe de rendement plus abrupte, d'une forte activité sur le marché et d'un cadre réglementaire plus favorable. Les sociétés à capitalisation moyenne semblent particulièrement intéressantes : beaucoup de liquidités, des prix raisonnables, et bien placés pour bénéficier d'une politique plus facile et de nouvelles fusions-acquisitions. Le secteur de la santé reste davantage un refuge défensif, utile lorsque les marchés vacillent, mais pas une position de conviction évidente à long terme.

Europe - « Un moteur lent, mais qui tourne enfin »
L'Europe aborde l'année 2026 en mode de réparation, à un rythme lent mais stable. Les valorisations semblent plus favorables qu'aux États-Unis - environ 15 fois les bénéfices à terme - et se situent à peine au-dessus de leurs moyennes à long terme, même après la forte hausse de 2025. La confiance des entreprises se rétablit enfin, aidée par des politiques fiscales qui favorisent ouvertement la croissance, en particulier en Allemagne. Les rendements des dividendes supérieurs à 3 % donnent à la région une marge de manœuvre supplémentaire, et les bénéfices semblent prêts à repartir à la hausse, vers une croissance moyenne à un chiffre, l'industrie manufacturière montrant enfin des signes de vie après des années de stagnation.

Les incertitudes entourant les échanges commerciaux entre les États-Unis et l'Union européenne et les questions douanières internes à l'Europe se dissipent, et cette clarté débloque déjà les plans d'investissement que les entreprises avaient mis en attente. Les marges d'exploitation devraient continuer à s'améliorer et pourraient dépasser les 15 % en 2026 grâce à l'augmentation de la demande. L'économie dans son ensemble n'a toujours pas fière allure, mais des poches de force réelle apparaissent, en particulier dans le sud de l'Europe, où l'Espagne et la Grèce continuent de surprendre à la hausse une fois que l'on regarde au-delà des gros titres.

Graphique 9. Des valorisations supérieures à la moyenne pour les actions de l'UE, mais de bons dividendes



« Les valorisations semblent plus favorables en Europe qu'aux États-Unis, avec des dividendes intéressants »

Ratio cours-bénéfice (prévu pour fin 2026) par rapport au rendement actuel des dividendes

Bloomberg (prévisions annuelles et actuelles, indices de rendement total)

Les entreprises de services publics continueront à profiter de l'augmentation à long terme de la demande d'électricité, mais pas avec la même vigueur qu'aux États-Unis, en grande partie parce que la structure du marché européen est différente. Mais c'est le secteur industriel qui se présente comme l'acteur principal : les dépenses importantes de l'Allemagne en matière d'infrastructures et de défense jouent un rôle moteur, et les carnets de commandes commencent à s'ouvrir à nouveau un peu partout dans le monde. La technologie représente encore un faible poids dans les indices européens, mais elle devrait faire mieux cette année après avoir été à la traîne de ses cousins américains. Et puis il y a les banques : des bilans plus sains, une meilleure qualité des actifs, une dynamique des taux utile et un espace pour davantage de fusions, d'abord à l'intérieur des pays, puis, avec le temps, potentiellement au-delà des frontières, en particulier en Europe du Sud et de l'Est. Ensemble, ces éléments font de la finance européenne l'un des secteurs les plus intéressants à surveiller en 2026.

Suisse — « Une valeur sûre, pas une bête de course »
La Suisse reste fidèle à sa réputation : stable, prévisible et offrant de la stabilité plutôt que des émotions fortes. Les entreprises suisses se sont bien comportées en 2025, avec des résultats solides compte tenu de l'incertitude mondiale et de la faiblesse de l'économie locale, mais rien qui ne puisse enflammer le marché. Le nouvel accord tarifaire avec les États-Unis est un pas dans la bonne direction, puisqu'il permet de réduire de manière significative les taux d'intérêt nominaux. Toutefois, des secteurs importants tels que l'industrie pharmaceutique et l'industrie aurifère restent en dehors de l'accord, et le calendrier de mise en œuvre n'est pas encore fixé. En outre, le franc reste obstinément fort, ce qui complique la vie des exportateurs, et l'économie dans son ensemble n'est pas vraiment en pleine effervescence. La marge de manœuvre de la banque centrale étant très limitée, il n'y a pas beaucoup d'espoir que la politique monétaire à elle seule insuffle un nouvel élan au marché en 2026.

Les évaluations racontent une histoire déjà entendue : environ 17 fois les bénéfices prévisionnels, soit un peu plus que la norme à long terme, et un rendement des dividendes proche de 3 %, ce qui permet d'amortir la volatilité. Les actions suisses restent un excellent placement défensif, que l'on veut avoir dans son portefeuille lorsque les marchés mondiaux deviennent nerveux. Mais elles ne sont pas en mesure d'offrir des performances exceptionnelles au cours d'une année marquée par une prise de risque sélective et des poches de croissance ailleurs. Dans le cadre de notre stratégie des haltères, la Suisse est le stabilisateur d'un côté, et non le moteur des rendements de l'autre.

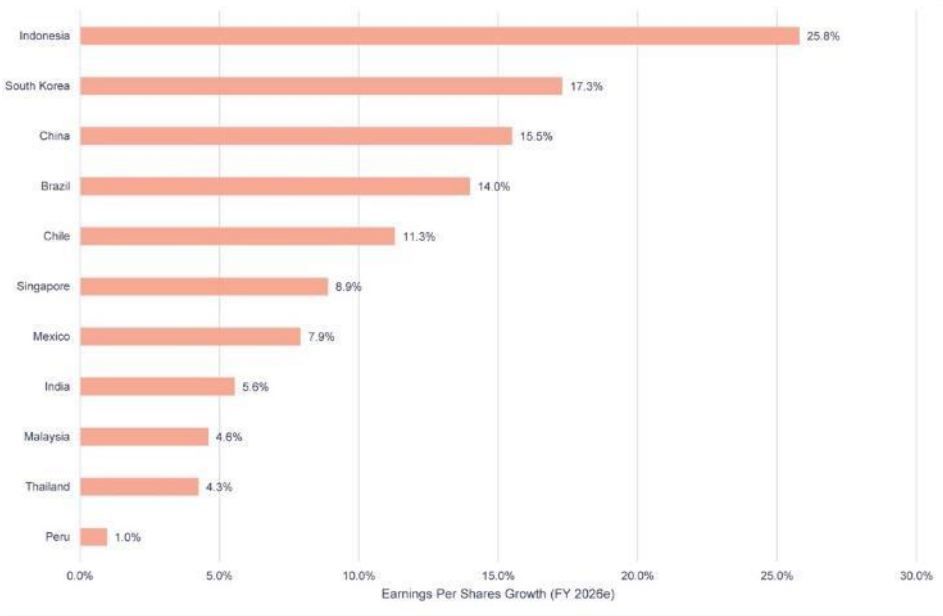
Marchés émergents — « Volatils, vivants et encore trop peu considérés »
En 2026, les marchés émergents seront l'un des espaces d'investissement les plus prometteurs, à condition que vous acceptiez les aléas de la conjoncture. Après une forte progression en 2025, la conjoncture semble toujours favorable : le dollar devrait s'affaiblir, les liquidités s'améliorent tant au niveau local que mondial, et l'écosystème technologique chinois continue de stimuler l'innovation dans toute la région. En outre, de nombreux investisseurs mondiaux sont encore peu présents sur les marchés émergents, ce qui laisse une grande marge de manœuvre pour de nouveaux apports.

Les bénéfices devraient augmenter de manière significative, passant d'une croissance d'environ 10 % en 2025 à environ 15 % en 2026, avec un élargissement des marges brutes et des marges d'exploitation. Les valorisations restent l'un des principaux atouts des marchés émergents : l'indice MSCI Emerging Markets se négocie à environ 13 fois les bénéfices prévisionnels, ce qui est tout à fait conforme à sa moyenne à long terme, mais bien en deçà des sommets atteints par le passé. Dans un monde où la plupart des marchés semblent chers, les marchés émergents offrent encore une valeur réelle.

L'évolution géopolitique plus large autour de BRICS+ pourrait à terme réduire la dépendance à l'égard des États-Unis et remodeler les relations commerciales à long terme. Ces effets ne se feront pas pleinement sentir en 2026, mais les premiers signes de changement devraient déjà être visibles. De plus, la richesse des ressources naturelles de nombreux pays émergents reste un avantage structurel. Ces marchés ne sont pas toujours calmes, ils le sont même rarement, mais pour les investisseurs qui peuvent supporter la volatilité, le gain potentiel en 2026 reste important.

Graphique 10. Forte croissance du BPA dans les pays émergents, avec une surprise potentielle en Inde

« Les pays émergents sont un lieu d'investissement prometteur, à condition d'accepter les aléas de la conjoncture »



Croissance du bénéfice par action (BPA) en 2026 (prévisions 2025 par rapport aux prévisions 2026)

Bloomberg (attentes et prévisions annuelles, indices de rendement total)

Chine et Inde — « Deux moteurs proches, aux vitesses différentes »
La Chine et l'Inde sont toujours au cœur de l'histoire des marchés émergents, mais pour des raisons très différentes, et c'est précisément pour cette raison qu'elles travaillent bien ensemble. Ces deux pays méritent une place dans une allocation d'actions sur les marchés émergents en 2026. La Chine offre une croissance sous-évaluée avec des bénéfices en hausse et un soutien politique important ; l'Inde apporte une expansion structurelle à un prix plus élevé. Ensemble, elles créent un mélange équilibré et puissant, pour ceux qui peuvent en supporter la volatilité...

La Chine peut sembler lente par rapport au passé, mais sous la surface, elle reprend de l'élan dans le secteur le plus important : la technologie. La volonté de Xi Jinping de combler le fossé avec les États-Unis en matière d'IA avant 2025 ne s'est pas encore réalisée, mais elle en est suffisamment proche pour s'y intéresser. Des modèles tels que DeepSeek montrent que la Chine ne se contente plus de rattraper son retard, mais qu'elle est une concurrente sérieuse. Le pays injecte de l'argent dans l'infrastructure de l'IA, la capacité cloud, les semi-conducteurs et la biotechnologie, le tout enveloppé dans un ensemble de politiques visant à rendre la Chine moins dépendante de la technologie étrangère. Les bénéfices des entreprises se réveillent, en particulier dans les secteurs de l'industrie, de la technologie et des matériaux, où les profits devraient augmenter de plus de 30 %. Les investissements augmentent rapidement, les chaînes d'approvisionnement au sein du réseau BRICS+ deviennent plus sophistiquées et les valorisations restent attrayantes. C'est une combinaison rare : des moteurs de croissance puissants, un soutien politique clair et des prix qui semblent encore bon marché.

L'Inde raconte une histoire opposée, mais tout aussi convaincante. Elle est chère au sein de l'univers des pays émergents, et les investisseurs ont été prêts à en payer le prix parce que le contexte de croissance continue d'être favorable. Le gouvernement mène une politique fiscale ouvertement favorable à la croissance, avec des réductions d'impôts, un assouplissement du système de la taxe sur les produits et services (TPS) et des programmes facilitant la vie des entreprises. La banque centrale devrait assouplir sa politique même si l'inflation reste encore présente, ce qui constitue un soutien supplémentaire. La trajectoire à long terme de l'Inde repose toujours sur trois piliers : une population jeune, une adoption rapide du numérique et des flux d'investissement réguliers. Ensemble, ils justifient la prime d'évaluation.

L'intelligence artificielle (IA) est-elle une nouvelle bulle spéculative ?

On entend souvent dire que le boom de l'IA n'est rien d'autre que le retour de la bulle Internet sous une nouvelle forme. La comparaison est tentante. Mais si nous gardons la tête froide et que nous examinons les faits, les points communs sont étonnamment peu nombreux. Oui, ces deux époques sont marquées par des technologies qui modifient la société en profondeur. Au-delà, les différences l'emportent. (Calendrier considéré : bulle Internet = janvier 1995 à mars 2000 ; AI = janvier 2023 à octobre 2025).

Là où elles se ressemblent (en partie...)

- **Des technologies qui se présentent comme des bouleversements.** Dans les deux cas, il ne s'agit pas de peaufiner d'anciennes recettes, mais de renouveler entièrement la carte et de servir une cuisine entièrement nouvelle. Internet a modifié le mode de fonctionnement des entreprises ; l'IA fait de même aujourd'hui.
- **Les marchés étaient solides.** À l'époque, le Nasdaq a grimpé en flèche d'environ 570 % entre le milieu des années 90 et le pic. La course de l'IA est saine, mais plus modeste : « seulement » environ 130 % de janvier 2023 à octobre 2025.
- **Les valorisations sont élevées, mais ne sont pas comparables.** Les valorisations de l'ère Internet étaient à donner le vertige : des bénéfices de 60x pour Verizon, 100x pour Deutsche Telekom, 131x pour Cisco, et 600x pour Yahoo!. Les chiffres d'aujourd'hui semblent presque frugaux en comparaison : 12x pour Deutsche Telekom, ~33× pour Apple, ~30× pour Microsoft , ~28× pour Alphabet, ~39× pour NVIDIA, ~25× pour Meta.
- **La dette augmente... mais à une échelle différente.** Les géants des télécommunications de l'ère Internet ont emprunté des sommes colossales pour acheter des licences et construire des réseaux - ce qui a ensuite explosé de manière spectaculaire. Aujourd'hui, l'endettement augmente dans les entreprises d'IA à forte intensité de capital, mais la plupart des grandes entreprises technologiques affichent des bilans plus sains (beaucoup de liquidités, peu d'effet de levier).

Là où elles ne se ressemblent vraiment pas

- **Puissance en matière d'investissement.** Le capital-risque a levé 3 milliards de dollars en 1995 et environ 100 milliards de dollars en 1999. L'IA joue à un autre niveau : les dépenses d'investissement (privé et entreprises) ont atteint 252 milliards de dollars en 2024 et pourraient atteindre environ 420 milliards de dollars en 2025. C'est une tout autre histoire.
- **Concentration du marché.** Dans les années 90, les plus grandes valeurs technologiques représentaient environ 13,7 % de l'indice S&P 500 ; les 10 premiers noms du secteur des technologies de l'information représentaient moins de 19 %. Aujourd'hui ? Les 5 principales entreprises technologiques = 27 %. Les 10 premières = 38 %. La concentration est donc deux fois plus importante et la structure du marché est très différente.
- **La fièvre de l'introduction en bourse hier et aujourd'hui.** Les années 1990 ont été l'âge d'or de l'introduction en bourse : environ 5 700 entrées aux États-Unis. L'engouement actuel est inférieur pour moitié à ce chiffre (~2 360). Et bien loin de l'époque où « tout le monde ayant un site internet entrait en bourse ».
- **Longueur de la course.** Bulle Internet : ~62 mois. IA : ~34 mois jusqu'à présent. Course plus courte, cycle plus rapide.
- **Bénéfices réels.** De nombreuses stars de la bulle Internet n'avaient qu'un rêve mais pas de bénéfices. Les poids lourds actuels de l'IA (Microsoft, Alphabet, Apple, Nvidia) sont de vrais distributeurs de billets. Une position de risque totalement différente.
- **Avertissements et garde-fous.** L'ère de l'Internet, c'est « l'exubérance irrationnelle » de Greenspan, les mises en garde de Buffett et l'analyse de Shiller (mais en 1996...). Aujourd'hui, le mégaphone est mondial : le FMI, la BCE, la BOE, le FSB, ainsi que tous les principaux analystes et journaux conseillent la prudence à l'unisson.
- **Contexte monétaire.** En 1999, la politique de la Fed était plus restrictive. En 2022-2025, les taux ont connu une hausse rapide avant de se stabiliser et, aujourd'hui, les banques centrales privilégient plutôt la croissance que la lutte contre l'inflation, à quelques exceptions notables près.
- **La situation budgétaire.** À la fin des années 90, l'Amérique affichait des excédents budgétaires. Aujourd'hui, elle accuse des déficits de plusieurs milliers de milliards de dollars. Cela modifie les risques macroéconomiques, les mécanismes d'amortissement et les choix politiques d'une manière qui rend les deux époques structurellement différentes.

Marchés obligataires 2026

Obligations 2026 – « Le retour de la courbe abrupte »

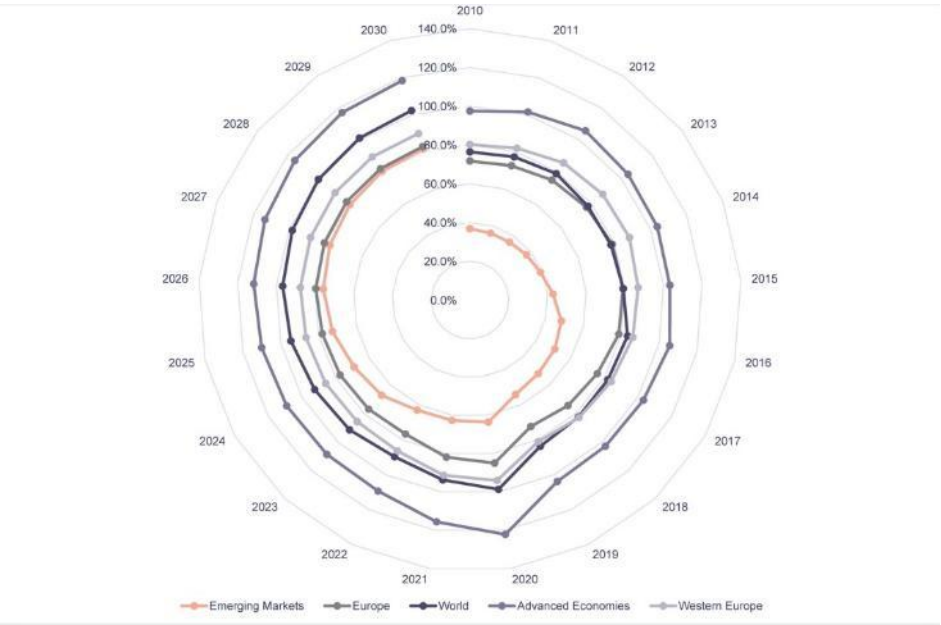
Si vous n'avez que 30 secondes

- En 2026, les courbes seront plus raides, les crédits sélectifs et les reports héroïques. Les gouvernements continuent d'emprunter, l'inflation reste tenace et les banques centrales réduisent lentement leurs taux, ce qui entraîne une baisse des taux courts tandis que les rendements longs restent plus solides.
- Obligations du gouvernement américain : les taux courts sont soutenus par les modestes baisses de taux de la Fed ; les taux longs restent sous pression en raison des émissions importantes et de l'incertitude politique. Les bons du Trésor constituent à nouveau une valeur refuge : privilégiez les durées intermédiaires.
- Obligations d'État européennes : assouplissement lent de la BCE, contexte budgétaire plus sain, courbes plus abruptes. Nous préférons les bons du Trésor américain. Les obligations britanniques sont relativement attrayantes.
- Obligations de qualité : des fondamentaux solides, des spreads serrés, un rendement toujours attractif. Privilégiez les échéances de haute qualité de 4 à 7 ans.
- Obligations à haut rendement (high yield) : les défauts de paiement augmentent et les spreads se resserrent. Favoriser les obligations notées BB et les durées plus courtes.
- Obligations des marchés émergents : l'historique de rendement reste convaincant, avec un dollar plus faible et qui va en s'améliorant qualité du crédit - soyez sélectif selon le pays.
- Obligations adossées à des prêts (CLO) : taux variable avec une protection solide, mais la qualité est importante. À utiliser avec parcimonie.

Le marché obligataire mondial aborde l'année 2026 sous l'influence de trois grandes forces : l'augmentation de la dette publique, des banques centrales plus prudentes et des entreprises emprunteuses qui, jusqu'à présent, résistent encore bien. La dette publique continue d'augmenter presque partout. Les pays développés affichent déjà un ratio dette/PIB de 110 % et le FMI estime qu'il pourrait atteindre 118 % d'ici à la fin de la décennie. Les économies émergentes se préparent également à emprunter davantage, car elles mettent en place de nouvelles infrastructures et des plans de développement à long terme. Cette tendance s'explique par l'augmentation des dépenses de défense, le vieillissement de la population et une inflation qui ne faiblit pas. Et comme les restrictions budgétaires sont désormais politiquement explosives — la France en est le dernier exemple — les gouvernements choisissent la croissance plutôt que l'austérité. Les États-Unis élargissent leur empreinte budgétaire, le Japon se lance à fond dans les dépenses en faveur de la croissance et l'Europe s'oriente dans cette direction. Dans ces conditions, il est peu probable que les courbes de rendement à long terme diminuent beaucoup, et la gestion active de la durée devient essentielle, surtout avec les désaccords inhabituellement importants que nous observons parmi les décideurs de la Réserve fédérale.

La politique monétaire ajoute une autre couche de complexité. Certes, 51 banques centrales réduisent leurs taux depuis près de deux ans, mais les rendements réels restent relativement élevés et de nouvelles réductions semblent de moins en moins probables. À court terme, la courbe devrait encore connaître un rythme soutenu, en particulier dans des pays comme les États-Unis, où les gouvernements préfèrent les refinancements à court terme. Mais l'inflation s'étant révélée tenace, les banques centrales ne peuvent pas mettre en place les cycles expansionnistes profonds auxquels nous étions habitués. Cela ouvre la voie à une accentuation de la courbe : les taux à court terme baissent grâce à l'assouplissement des politiques, tandis que les rendements à long terme restent stables ou augmentent légèrement sous l'effet d'une inflation persistante et d'émissions massives de titres par les gouvernements.

Graphique 11. Des dettes publiques croissantes, avec une marge de progression encore plus grande



« Avec des restrictions budgétaires politiquement explosives, les gouvernements choisissent la croissance plutôt que l'austérité »

Dette de l'administration centrale en % du PIB (données réelles 2010-2024, prévisions 2025-2030)

Fonds monétaire international, Datamapper

Le crédit aux entreprises continue à faire preuve d'une plus grande résilience que ce que beaucoup attendaient. Les bénéfices continuent de croître, les marges s'améliorent et les bilans sont généralement solides. Il y a des signes à surveiller : plus d'émissions d'obligations convertibles, de grandes entreprises technologiques qui font appel aux marchés obligataires pour financer leurs investissements, quelques fissures dans le crédit privé et une augmentation des taux d'impayés pour les prêts aux entreprises et les prêts étudiants aux États-Unis. Mais rien de tout cela n'est alarmant dans son contexte historique, et les taux de recouvrement restent sains. Le problème le plus important est celui des spreads : ils sont serrés, ce qui laisse peu de place à l'erreur. Cette année, la sélection des crédits est à nouveau importante. Les investisseurs doivent examiner de plus près les fondamentaux, la stabilité des flux de trésorerie, la liquidité et la discipline en matière de capital, ce qu'ils n'ont pas eu à faire depuis longtemps.

Obligations d'État - « Tout tourne autour des banques centrales. Mais est-ce vraiment le cas ? »

États-Unis — « Soutien à court terme, fragilité au long terme »
Les propres prévisions de la Fed indiquent que le taux des Fed Funds devrait se rapprocher de la fourchette 3,25 %-3,50 % d'ici la fin de 2026, soit un demi-point de pourcentage en dessous des 3,75 %-4,00 % d'aujourd'hui. Les marchés anticipent un assouplissement, certains traders évoquant un taux de 3 %. Cette anticipation paraît excessivement optimiste. L'inflation, en particulier dans le secteur des services, devrait rester supérieure à la zone de confort de la Fed pendant au moins le premier trimestre 2026, facteur qui, à lui seul, rend difficile de croire que la banque centrale mettra brutalement en place un cycle expansionniste.

L'arrivée d'un nouveau président de la Fed au milieu de tout cela ne facilite pas les choses. Même si les orientations politiques restent finalement stables, les passations de pouvoir s'accompagnent presque toujours de poches de volatilité. Il est désormais manifeste que la Fed privilégie davantage le volet « plein emploi » de son mandat. Cela favorise la partie à court terme de la courbe, où le rendement reste intéressant et où les baisses de taux, même modestes, devraient maintenir les rendements à la baisse.

Le long terme suit ses propres règles. Le calendrier des émissions du Trésor est chargé et l'administration utilise ouvertement la politique budgétaire comme outil de croissance. Cette combinaison pousse naturellement les rendements longs à la hausse. Si l'on ajoute le calendrier politique, c'est-à-dire les élections de mi-mandat de 2026, avec une forte probabilité que les Républicains perdent quelques sièges, la courbe devrait s'accentuer encore davantage. Historiquement, lorsque l'inflation persiste et que Washington semble hésitant, les taux longs ont tendance à refléter cette tension.

Graphique 12. De nouvelles baisses de la Fed américaine, mais une courbe plus raide

« Les marchés parlent de taux d'intérêt de la Fed à 3 %. Cette projection paraît excessivement optimiste »

Taux effectif des Fed Funds américains comparé au rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans, au 21 novembre 2025

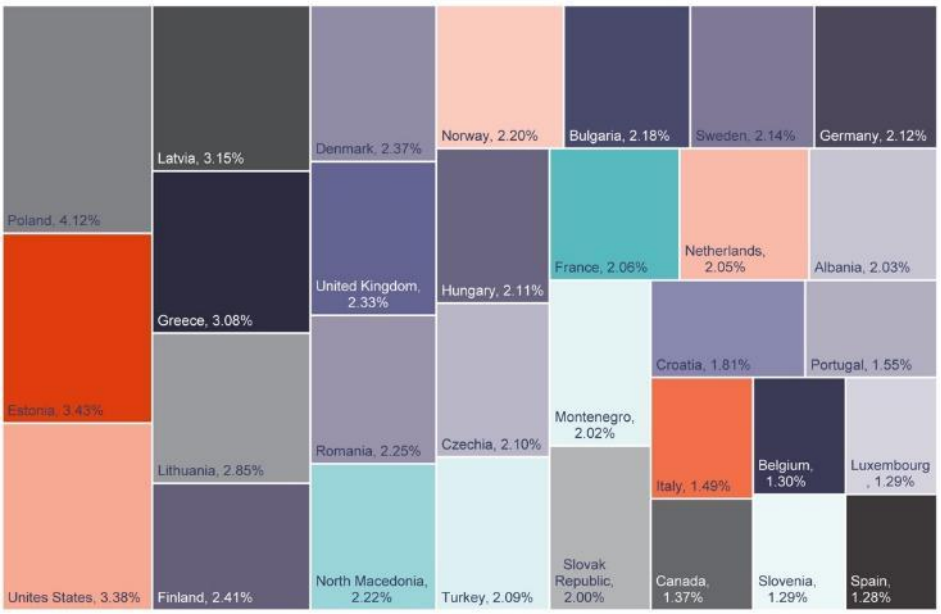
Bloomberg (FFER mensuel, UST quotidien)

Pour l'instant, les bons du Trésor à 10 ans sont restés entre 4,0 % et 4,5 % pendant la majeure partie des neuf derniers mois, avec seulement quelques brefs passages sous la barre des 4 %. À environ 4,25 %, nous voyons un point d'entrée décent, en particulier avec une trajectoire crédible vers moins de 4 % en 2026, à mesure que la croissance se ralentit et que la politique monétaire finit par s'assouplir. Il est important de noter que les bons du Trésor ont retrouvé leur corrélation négative avec les actions, ce qui signifie qu'ils peuvent à nouveau servir de valeur refuge adéquate. En termes de positionnement, une durée intermédiaire proche de sept ans semble toujours être le bon choix.

Europe — « Un assouplissement possible, mais sans précipitation »
L'inflation dans la zone euro étant désormais proche de l'objectif de 2 %, la BCE a enfin ouvert la porte à des baisses de taux, mais elle ne se précipitera pas. La croissance est faible, mais pas suffisamment pour justifier un assouplissement agressif, et à moins que l'économie ne s'effondre soudainement (ce que nous ne prévoyons pas), la banque centrale agira probablement plus lentement que ses homologues.

Les conditions budgétaires en Europe sont également plus saines que beaucoup ne le pensent. Le ratio dette/PIB de l'Europe occidentale est inférieur à 87 % et devrait culminer à moins de 90 % d'ici à 2030, selon le FMI - une situation bien meilleure que celle des autres grandes économies développées. Les gouvernements disposent ainsi de la marge de manœuvre nécessaire pour maintenir une politique budgétaire favorable, en particulier dans des domaines tels que les infrastructures, la transition énergétique et les besoins croissants en matière de défense. Le plan à long terme de Mario Draghi, qui vise à renforcer les investissements européens, a un sens stratégique, mais il est peu probable qu'il se concrétise pleinement dès 2026.

Graphique 13. Les dépenses de défense en Europe ont un potentiel de croissance



« Les bonnes conditions budgétaires donnent aux gouvernements la possibilité de maintenir une politique budgétaire de soutien »

Dépenses de défense en % du PIB (année 2024)

OTAN, Conseil de l'Atlantique

Les marchés obligataires européens ont connu une année 2025 difficile, la plupart des obligations à 10 ans étant sous pression, à l'exception de l'Italie et de la Suisse. Une chute brutale de l'inflation ou un ralentissement économique d'une ampleur surprenante pourraient faire baisser les rendements à long terme, mais ce n'est pas notre scénario central. Il est plus probable que la courbe de la zone euro s'accentue à mesure que les dépenses de l'Allemagne commencent à se répercuter sur l'économie.

De l'autre côté de la Manche, le Royaume-Uni reste relativement attractif. Les marchés ne s'attendent qu'à des réductions limitées des taux de la Banque d'Angleterre, ainsi qu'à une baisse continue de l'inflation et à la possibilité d'un durcissement de la politique budgétaire. Dans l'ensemble, cette combinaison devrait favoriser la baisse des rendements des obligations britanniques jusqu'en 2026.

Positionnement : optez pour des durées plus courtes en Europe que les bons du Trésor américain.

Crédit aux entreprises — « La qualité fait la différence »

Investment Grade (IG) - Nous restons optimistes
Le crédit Investment Grade continue d'offrir l'une des propositions de rendement ajusté au risque les plus attrayantes du marché mondial des titres à revenu fixe. Les rendements globaux restent élevés, avoisinant 4,5 % en USD IG et 3 % en EUR IG, des niveaux qui se comparent encore favorablement à ceux des dix dernières années. Les banques centrales s'orientent progressivement vers une politique monétaire d'assouplissement, en particulier la Réserve fédérale et, dans une moindre mesure, la BCE, à la politique plus dovish, ce qui ajoute un autre facteur de soutien aux valorisations. La demande des investisseurs est restée forte, absorbant facilement l'offre régulière de nouvelles émissions. Les fondamentaux des entreprises se sont également renforcés : la croissance de l'EBITDA continue de dépasser l'augmentation de l'effet de levier et les bilans sont généralement sains. Même lors des récents épisodes de turbulences sur les marchés, l'IG a fait preuve d'une forte résilience ; les spreads sont restés serrés et la classe d'actifs a beaucoup mieux résisté que le marché High Yields.

Cette année, les émissions ont été particulièrement nombreuses chez les entreprises dans le domaine de l'IA. Les plus grandes entreprises technologiques, comme Amazon, Alphabet, Oracle et Meta, ont toutes fait appel aux marchés pour obtenir des financements de plusieurs milliards de dollars afin de soutenir les dépenses d'investissement et les investissements stratégiques. Malgré l'augmentation des emprunts, ces entreprises continuent de couvrir environ 60 % de leurs dépenses d'investissement avec des liquidités générées en interne, de sorte que l'augmentation de l'offre ne représente pas une détérioration de la qualité du crédit.

Graphique 14. Les spreads de l’Investment Grade sont faibles. Visez le rendement

« Les spreads sont serrés. Un élargissement plus significatif créerait des points d'entrée attrayants »

Spread ajusté en fonction des options de l'indice U.S. Investment Grade Corporate, au 21 novembre 2025

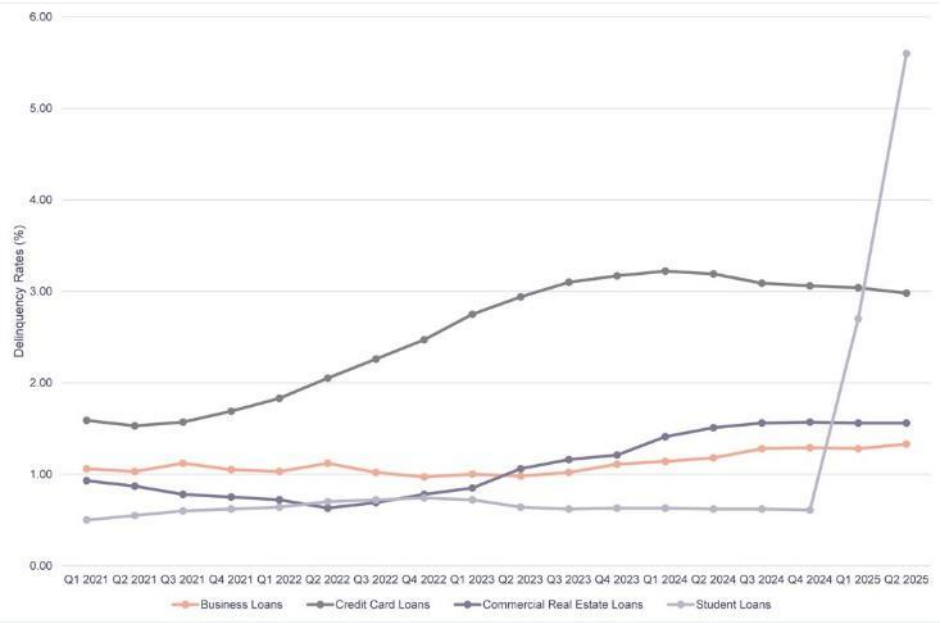
Ice Data Indices, LLC via FRED®

Les spreads sont serrés, inférieurs à 80 points de base en EUR IG et à environ 85 points de base en USD IG, à peine plus larges que leurs plus bas niveaux du cycle. Un élargissement plus significatif vers la fourchette de 120-140 points créerait des points d'entrée intéressants, mais même aux niveaux actuels, le rendement reste convaincant dans un environnement sans choc majeur lié aux risques. Du point de vue du portefeuille, il convient de continuer à privilégier les IG de qualité dans la partie intermédiaire de la courbe, en particulier les échéances comprises entre quatre et sept ans.

High Yield (HY) - « À manier avec précaution »

Les marchés high yields ont produit des rendements élevés, mais le profil de risque est en train de changer. Les taux de défaut augmentent légèrement, en particulier aux États-Unis et dans l'univers High Yield européen, où les défauts ont atteint près de 2,9 %. Les défauts de paiement des obligations HY américaines restent relativement faibles, à un peu plus de 1 %, mais ils devraient, selon nos prévisions, se rapprocher de la fourchette des 3 %. Malgré cela, l'ensemble des crédits est plus solide que lors des cycles précédents, plus de la moitié du marché HY étant désormais notée BB, ce qui constitue une protection utile en cas de faiblesse économique plus générale.

Graphique 15. Augmentation des taux d'impayés aux États-Unis



« Les taux de défaut augmentent légèrement, en particulier pour les prêts hypothécaires et les prêts étudiants aux États-Unis »

Taux d'impayés aux États-Unis : entreprises, carte de crédit, immobilier commercial, prêts étudiants

Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, California Policy Lab

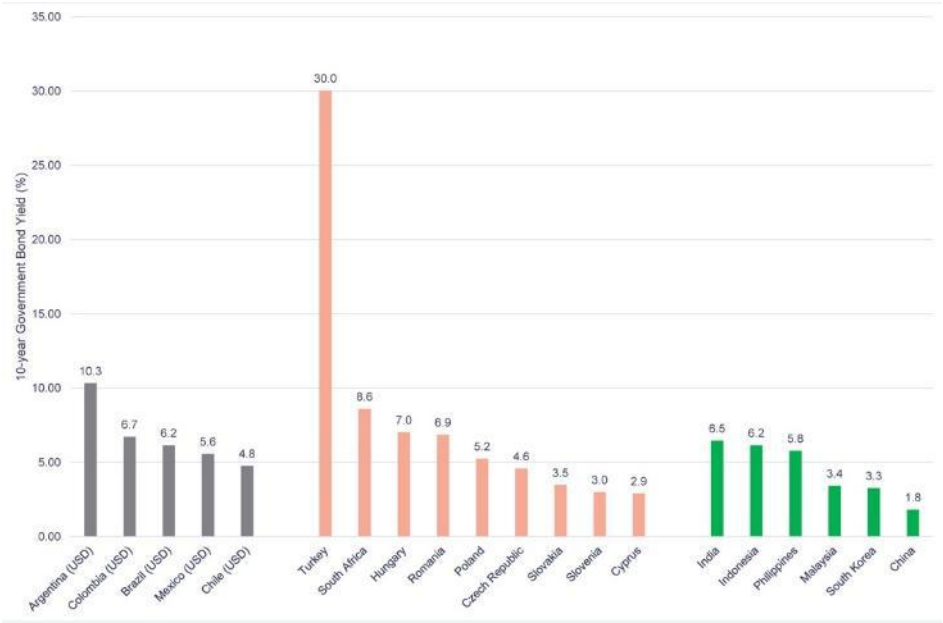
L'effet de levier a commencé à augmenter, en particulier chez les émetteurs à moyenne capitalisation, bien que les ratios de couverture des intérêts restent généralement adéquats pour l'instant. Les spreads, quant à eux, restent resserrés : environ 3,2 % sur le HY aux États-Unis et un peu moins de 3 % en Europe, des niveaux qui laissent peu de place à l'erreur. Ils pourraient s'élargir rapidement si la volatilité persiste ou si les défauts continuent dans le secteur du crédit privé. Cela dit, des opportunités subsistent, en particulier dans les produits financiers subordonnés et dans les sociétés bien notées (BB) dont le profil de flux de trésorerie est prévisible.

L'approche prudente consiste à privilégier les titres HY de meilleure qualité, à maintenir une exposition sur des durées plus courtes et à rester sélectif, en évitant les émetteurs les moins bien notés, qui concentrent les risques de manière disproportionnée.

Dette des marchés émergents — « Toujours des rendements potentiels convaincants »
Malgré des spreads proches de leurs plus bas niveaux depuis plusieurs années, la dette des marchés émergents continue d'offrir des rendements attractifs. L'entrée de la Réserve fédérale dans un cycle expansionniste assouplit progressivement les conditions financières mondiales, et la dépréciation du dollar américain apporte un soutien significatif aux obligations des pays émergents libellées en monnaie locale. Le rendement reste l'un des plus solides parmi les titres à revenu fixe mondiaux, avoisinant les 7 % et dépassant largement les moyennes à long terme. Les taux de défaut ont été contenus à environ 2,5 %, ce qui est nettement inférieur à la norme historique d'environ 4,5 %, tandis que la qualité du crédit souverain dans de nombreux pays émergents s'est améliorée grâce à des mises à niveau et à un travail constructif avec le FMI.

Graphique 16. Les obligations des pays émergents offrent encore des rendements intéressants

« La dette des marchés émergents continue d'offrir des rendements attractifs »



Rendements des obligations d'État à 10 ans des marchés émergents par pays/région (au 24 novembre 2025)

Bloomberg (dernier prix)

La croissance des économies émergentes continue de dépasser celle des marchés développés et reste relativement stable, ce qui offre un contexte favorable au crédit. L'Asie en particulier se distingue par ses taux de défaut relativement faibles, notamment par rapport à certaines régions d'Amérique latine où les risques idiosyncrasiques restent plus élevés. Du point de vue du positionnement, l'approche la plus attrayante consiste, pour les pays émergents, à privilégier les obligations souveraines en monnaie forte et les obligations en monnaie locale de haute qualité, en accordant une attention particulière à la liquidité et en procédant à une sélection rigoureuse des pays.

Les CLO - « Un îlot de rendement à taux variable de haute qualité »

Les obligations adossées à des prêts (en anglais, Collateralized Loan Obligations ou CLO) continuent d'offrir une combinaison convaincante de revenus et de résilience. Les rendements restent supérieurs à 4 % dans les catégories de notation comparables, ce qui est largement supérieur aux moyennes à long terme, et la structure de la classe d'actifs, essentiellement de qualité « investment grade », constitue un solide amortisseur en matière de crédit. Leur nature à taux variable réduit également le risque sur la durée, ce qui est particulièrement précieux dans un environnement de taux encore sujet à de fortes variations et à des prévisions incohérentes.

Cependant, les CLO exigent de la discipline. Les normes de souscription varient considérablement d'un gestionnaire à l'autre et la dispersion des performances peut être importante, en particulier en période de tensions. Les investisseurs qui abordent le secteur de manière sélective et choisissent des gestionnaires expérimentés ayant de solides antécédents peuvent bénéficier d'un rendement attrayant tout en conservant une protection structurelle solide. La stratégie optimale consiste à utiliser judicieusement l'exposition aux CLO, en mettant l'accent sur la qualité des gestionnaires et en diversifiant largement les allocations.

Marchés des changes 2026

Devises 2026 – « Naviguer entre les vents contraires »

Si vous n'avez que 30 secondes

- 2026 est une année où la prudence est de mise. Le bruit politique est intense, les frontières entre politiques budgétaires et monétaires s'estompent, et les baisses de taux seront lentes. La dynamique des taux réels est plus importante que les mouvements nominaux, ce qui donne un avantage aux monnaies des pays émergents lorsque les fondamentaux sont solides.
- Dollar américain : les déficits jumeaux, l'orientation dovish de la Fed et l'incertitude politique maintiennent le dollar sur la réserve. Même après sa chute de 2025, il reste surévalué et vulnérable à une baisse des rendements réels. Aucune correction majeure n'est attendue.
- Franc suisse : la faiblesse de l'inflation et la discrétion de la Banque nationale maintiennent le franc stable, mais moins explosif. Il devrait s'affaiblir légèrement par rapport à l'euro, se maintenir par rapport au dollar et ne connaître des pics que pendant les périodes de tensions liées au risque.
- Euro : l'assouplissement lent de la BCE, la réduction du risque politique et la reprise des dépenses budgétaires confèrent à l'euro une base plus solide. Rien de révolutionnaire, mais un scénario plus stable et légèrement plus solide est attendu en 2026.
- Livre sterling : malgré le bruit politique, l'avantage de la livre sterling en termes de rendement est évident. Même après les réductions des taux de la BoE, les taux britanniques restent élevés par rapport à leurs homologues. Des perspectives optimistes par rapport au dollar et au franc ; à peu près alignée sur l'euro.

Le paysage monétaire de 2026, entre équilibre et incertitude au bord de l'abîme : la vue est belle, l'air est pur, et pourtant un faux pas peut effacer des mois de gains tactiques. Cette année, il convient de rester proche de sa monnaie de base, non pas par timidité, mais parce que le bruit de la macroéconomie mondiale est suffisamment fort pour étouffer les opérations les mieux pensées. Les banques centrales et les autorités budgétaires sont en train de s'engager dans un partenariat difficile - non pas par dessein, mais par contrainte. La dette publique a explosé, les déficits se sont affirmés, la croissance ralentit. Il en résulte un monde dans lequel les décideurs politiques parlent d'indépendance tout en reconnaissant discrètement leur interdépendance. Même aux États-Unis, la Fed laissera les données dicter sa conduite, surtout si une nouvelle dérive de l'inflation lui force la main.

Des baisses de taux sont à venir, mais elles seront lentes, timides et dépendantes des données. Ce ne sont pas les rendements nominaux qui importent le plus aujourd'hui, mais la forme des taux réels, et dans ce domaine, les monnaies des marchés émergents ont l'avantage de bénéficier de moteurs de croissance plus puissants et d'une dynamique plus saine. Un certain nombre de monnaies des pays émergents ont la capacité de s'apprécier par rapport au dollar simplement en continuant d'enregistrer des améliorations fondamentales régulières.

Dollar américain — « Des vents contraires à l'horizon »

Le dollar lui-même aborde l'année 2026 sous le poids d'un fardeau familier : des déficits jumeaux qui se creusent au mauvais moment du cycle, une nouvelle direction de la Fed favorable à la croissance et une toile de fond politique qui refuse de s'apaiser. Même après son repli de 2025, le billet vert se situe toujours à environ un écart-type (6 %) au-dessus de sa valeur effective réelle à long terme. La valorisation à elle seule ne permet jamais de renverser le cours des choses, mais elle permet de repérer les changements de courants. Si l'on ajoute l'incertitude d'une prochaine décision de la Cour suprême sur l'autorité douanière — avec toute l'imprévisibilité politique que cela implique — le statut du dollar semble moins dominant que défensif.

Graphique 17. Le dollar s'est déprécié mais reste au-dessus de sa moyenne à long terme

« Le billet vert se situe toujours à environ un écart-type au-dessus de sa valeur à long terme »

Taux de change effectif global réel pour le dollar, en octobre 2025

Bloomberg, PKB (mensuel)

Franc suisse — « Toujours un refuge, mais aux bords plus flous »
Le franc suisse, éternel refuge en période de turbulences, n'est pas près de connaître sa flambée habituelle, à moins que les marchés ne perdent véritablement pied. L'inflation nationale est maîtrisée, la Banque nationale suisse ne souhaite pas revenir sur les taux négatifs et, dans une rare déclaration commune avec le Trésor américain, la BNS a accepté de ne pas intervenir sur le cours de sa monnaie. Sur des marchés calmes, le franc devrait s'affaiblir légèrement face à l'euro tout en maintenant sa position par rapport au dollar, avec de brèves et fortes remontées uniquement lors des périodes de tensions.

Euro — « Pas trop fort, mais plus stable »
L'euro est moins m'as-tu-vu que dans les cycles précédents, mais il est aussi moins vulnérable. La BCE peut réduire ses taux, mais pas à la vitesse ou à l'échelle de la Fed. Le remaniement politique de la France dissipe certaines incertitudes qui pesaient sur les actifs européens. Et comme l'Europe se prépare à une nouvelle vague de dépenses d'infrastructure et de défense, les rendements sont susceptibles d'offrir juste assez de soutien pour empêcher la monnaie de baisser davantage. « Un peu plus forte, pas faible », telle est la définition de la monnaie unique en ce début d'année — un rare moment d'équilibre.

Livre sterling — « Un rendement avec des réserves »
La livre reste le favori des investisseurs à contre-courant. Malgré l'ambiguïté budgétaire et un climat politique qui offre plus de questions que de réponses, le rendement de la livre sterling continue d'être intéressant. Même si la Banque d'Angleterre réduit ses taux en 2026, les rendements britanniques resteront supérieurs à ceux de la Suisse et nettement supérieurs à ceux de la zone euro et des États-Unis. Pour ces raisons, nous restons optimistes sur la livre sterling par rapport au dollar et au franc, et suivons avec intérêt la trajectoire de l'euro.

Marchés des matières premières 2026

Matières premières 2026 – « Le pouls sous la surface »

Si vous n'avez que 30 secondes

- Les matières premières sont stables en 2026, soutenues par la demande d'énergie de l'IA, l'électrification mondiale, et la reconstruction des infrastructures. La dispersion est importante, mais globalement, la perspective est positive.
- L'or : l'affaiblissement du dollar, la baisse des rendements réels et le bruit géopolitique font de l'or une valeur refuge solide. Ne vous attendez pas aux mêmes rendements qu'en 2025.
- L'énergie : l'offre hors OPEP+ atteint son maximum alors que la demande augmente, ce qui a pour effet de renforcer le soutien aux prix.
- Métaux industriels : le cuivre et l'aluminium sont les gagnants à long terme, alors que les centres de données, les réseaux et les véhicules électriques mettent sous tension une offre limitée. L'argent, l'uranium et le thorium offrent des opportunités sélectives mais très volatiles.

En 2026, les matières premières ne sont plus une allocation secondaire que les investisseurs ne considèrent que lorsque l'inflation explose. Elles forment le rythme subtil qui porte les transitions mondiales. Elles récompensent ceux qui écoutent attentivement le bruit, certes, mais plus encore le rythme plus profond et plus lent qui guidera les dix ans à venir.

Les matières premières entrent en 2026 sans tambour ni trompette, mais avec une fermeté qui ne se dément pas. Leur force n'est ni tapageuse ni linéaire ; elle se construit progressivement, dans les espaces où les chaînes d'approvisionnement se contractent, où les modèles de demande évoluent et où les technologies dépassent les hypothèses passées en matière de ressources. La volatilité augmente et la dispersion s'accroît, mais il ne s'agit pas d'un marché régi par de grandes marées macroéconomiques : il s'agit d'une année au cours de laquelle les différentes matières premières écrivent leur propre histoire. La position générale est optimiste, mais le succès dépend de la précision avec laquelle on lit les courants sous-jacents plutôt que de surfer sur les vagues de surface.

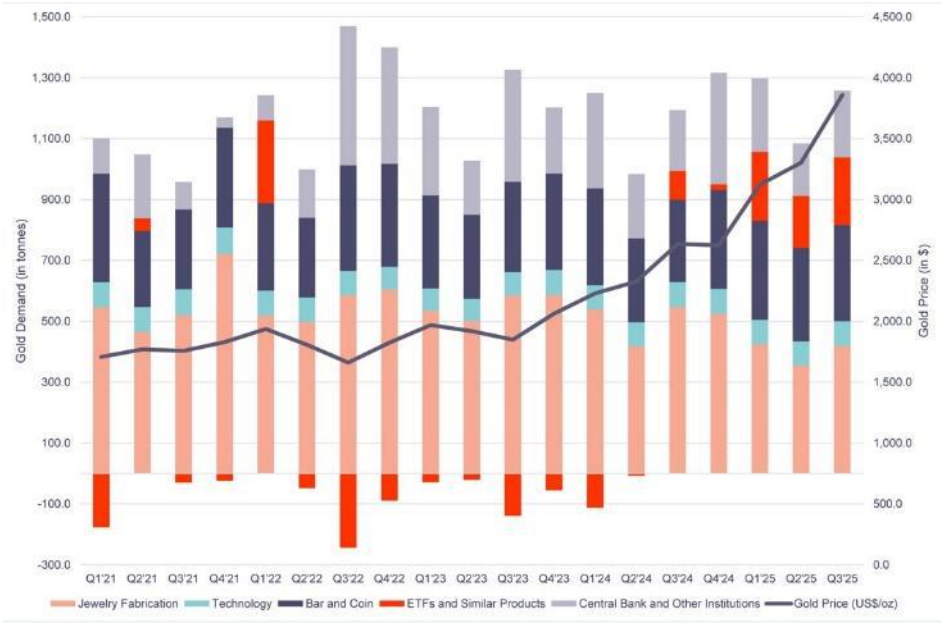
Le rebond de l'industrie manufacturière donne une légère impulsion, mais la véritable propulsion vient de trois longs arcs qui traversent les cycles : l'appétit électrique insatiable de l'intelligence artificielle, l'accélération de l'électrification mondiale et l'orientation structurelle vers des infrastructures plus écologiques. De nombreux métaux se situent au carrefour de ces forces et cette intersection leur confère un poids stratégique dans les portefeuilles. Les performances des matières premières étant souvent en décalage avec celles des actions et des obligations, ces actifs renforcent la diversification en forme d'haltères (stratégie barbell) qui est au cœur de notre positionnement pour 2026.

Or - « Le gardien tranquille »

L'or, quant à lui, reste un élément tactiquement neutre, mais un compagnon essentiel. Il gagne sa place non pas par enthousiasme mais par sa fiabilité : il absorbe les secousses que peuvent provoquer la faiblesse du dollar, le théâtre électoral, les conflits géopolitiques et les largesses budgétaires. Les achats des banques centrales ont maintenu leur rythme en 2025 et nous nous attendons à une nouvelle accumulation de la part des gestionnaires de réserves qui restent structurellement sous-pondérées. À mesure que la Fed réduit ses taux et que les rendements réels diminuent, le coût d'opportunité de la détention de l'or diminue, ce qui confère à ce métal précieux un soutien discret mais persistant.

Graphique 18. Le prix de l'or est principalement déterminé par les ETF et les achats spéculatifs

« L'or, pour sa part, reste un élément tactiquement neutre mais un compagnon essentiel »



Demande d'or par source, prix de l'or en $/once (à la fin septembre 2025)

ICE Benchmark Administration, Metals Focus, World Gold Council, Bloomberg

Énergie — « Un lent réveil »
L'histoire de l'énergie est tout à fait différente. Sa sous-performance de 2025 — freinée par une offre généreuse et une demande hésitante — a créé les conditions d'un revirement. La croissance de l'offre hors OPEP+ atteint son plafond, au moment même où la demande s'oriente à la hausse. Ce rétrécissement de l'écart crée un plancher plus ferme pour les prix. L'énergie conserve également son vieux réflexe géopolitique : lorsque les tensions mondiales se renforcent, le pétrole brut devient à la fois l'accélérateur et l'amortisseur du marché.

Métaux industriels — « Les câbles du futur »
Parmi les métaux industriels, le cuivre et l'aluminium apparaissent comme les protagonistes structurels. Ils sont au cœur du lien entre l'IA et l'énergie, et il devient de plus en plus difficile d'ignorer leur rareté. Considérez l'ampleur de la demande à venir : les États-Unis pourraient avoir besoin d'ajouter plus de 100 GW de nouvelles capacités énergétiques chaque année simplement pour suivre le rythme de la numérisation, tandis que Bloomberg prévoit que la consommation d'électricité des centres de données sera presque triplée d'ici 2035. À elle seule, l'infrastructure de l'IA est avide de cuivre : 2 miles par rack dans les systèmes les plus avancés, tandis que la transition écologique intensifie une concurrence pour le métal déjà suscitée par l'expansion du réseau et les déploiements de véhicules électriques. Les mines ne peuvent pas se développer assez rapidement pour désamorcer cette pression. Ces métaux ne sont pas des produits cycliques, mais des tendances à long terme. D'autres éléments indisciplinés, comme l'argent, l'uranium et le thorium, offrent des opportunités en rafale. La flambée du cours de l'argent, qui a atteint un niveau record cette année, nous le rappelle : ces marchés peuvent offrir des perspectives exaltantes, mais seulement pour les investisseurs qui sont à l'aise avec les turbulences. L'uranium et le thorium s'intègrent dans le récit de la renaissance nucléaire, un récit lent mais puissant lorsqu'il s'enclenchera.

Contacts

Alfonso Rivolta

Group Head Wealth Solutions

Alfonso.rivolta@pkb.ch
+41 91 913 31 45

Loris Centola

Chief Investment Officer

Loris.centola@pkb.ch
+41 91 913 34 64

Les informations, produits, données, services et instruments contenus ou décrits dans la présente publication sont fournis à titre d'information uniquement et ne constituent ni une publicité, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de quelque produit que ce soit. Les produits financiers décrits dans cette publication ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les informations contenues dans cette publication ne constituent pas des recommandations financières, juridiques, fiscales ou autres. Toute décision d'investissement ou autre ne doit pas être prise sur la seule base de ce document. Avant de prendre une décision d'investissement, il est recommandé de procéder à un examen approfondi de sa situation et de demander l'avis d'un spécialiste qualifié. Bien que les informations contenues dans le présent document aient été compilées par PKB sur la base ou en référence à des sources, des matériaux et des systèmes jugés fiables et exacts, PKB n'en garantit pas l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité. PKB décline toute responsabilité, dans toute la mesure permise par les lois et/ou réglementations applicables, en cas de perte ou de dommage de quelque nature que ce soit résultant directement ou indirectement du contenu, de l'exactitude, de l'exhaustivité ou autre du contenu de cette publication ou de tout contenu de tiers auquel il est fait référence dans la présente publication. Les analyses et les prévisions contenues dans cette publication sont basées sur des hypothèses, des estimations et des modèles hypothétiques qui peuvent s'avérer incorrects et donc conduire à des résultats substantiellement différents.

PKB

Lugano

Via S. Balestra 1
6901 Lugano – Switzerland

Tél.: +41 91 913 35 35
Fax: +41 91 923 35 22
e-mail: infolu@pkb.ch

Zurich

Tödistrasse 47
8002 Zurich - Switzerland

Tél: +41 44 204 34 34
Fax: +41 44 204 34 35
e-mail: infozh@pkb.ch

Geneva

Rue Charles-Galland 12
1206 Geneva - Switzerland

Tél.: +41 22 346 91 55
Fax: +41 22 346 42 56
e-mail: infoge@pkb.ch

www.pkb.ch