

# BRUELLAN PANORAMA

## Q1/2026



PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES / JANVIER / FEVRIER / MARS 2026

NO TIME TO DIE

### SUISSE

2026: DES SIGNAUX PLUS  
FAVORABLES, DES  
FRAGILITÉS PERSISTANTES

### EUROPE

2026 : LE RETOUR  
DES BÉNÉFICES

### ETATS-UNIS

DES PERSPECTIVES  
CONSTRUCTIVES  
MALGRÉ UN CYCLE  
MATURE

### ASIE

CHINE 2026 – DES  
OPPORTUNITÉS  
RETROUVÉES SUR LA  
NOUVELLE ROUTE DE  
LA SOIE

 **Bruellan**



# TABLE DES MATIÈRES

## 04 Editorial

No time to die

## 06 Performances des marchés & grilles d'allocation

## 10 Suisse

2026: des signaux plus favorables, des fragilités persistantes

## 12 Europe

2026 : le retour des bénéfices

## 14 Etats-Unis

Des perspectives constructives malgré un cycle mature

## 16 Asie

Chine 2026 – Des opportunités retrouvées sur la nouvelle route de la soie

## 18 Obligations

## 22 Disclaimer

## 23 Où nous trouver

## ÉDITORIAL

# NO TIME TO DIE

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

### Un cycle mature, mais toujours porteur

À l'aube de 2026, les investisseurs sont confrontés à un environnement marqué par des forces opposées. En apparence, l'expansion mondiale reste intacte: la croissance se maintient, les bénéfices continuent de progresser et les conditions financières s'assouplissent. Cependant, derrière cette résilience apparente, le cycle montre des signes évidents de maturité. Les valorisations sont élevées, les ménages sont pleinement investis, la dynamique du marché du travail continue de se détériorer, l'incertitude politique est inhabituellement forte.

Malgré ces défis, nous ne prévoyons pas de récession en 2026. Nous tablons plutôt sur une phase de croissance modérée mais positive, portée par des fondamentaux qui restent favorables.

### Résilience de fin de cycle, sans récession

La croissance mondiale devrait rester résiliente en 2026 malgré un environnement politique et géopolitique plus complexe. Nous anticipons une croissance du PIB mondial d'environ 2,9%, légèrement inférieure à 2025. Aux États-Unis, la croissance devrait s'établir autour de 2,0%, proche de 2025 mais nettement en dessous du rythme moyen des années Biden, reflétant l'impact négatif des droits de douane. Ce frein est partiellement compensé par un cycle d'investissement toujours solide, tiré par l'IA, malgré un ralentissement de la consommation lié à un marché de l'emploi moins dynamique. La zone euro devrait croître d'environ 1,1%, proche de son potentiel, soutenue par les investissements publics, la défense et l'assouplissement des conditions financières. En Asie hors Japon, la croissance devrait atteindre près de 4,5%, portée par l'Inde et

un ralentissement maîtrisé en Chine, tandis que le Japon devrait afficher une croissance modérée d'environ 0,8%, le soutien budgétaire compensant partiellement des contraintes structurelles persistantes.

### Les indicateurs avancés signalent une dynamique solide et croissante

Les indicateurs avancés confortent ce scénario constructif, suggérant un cycle toujours solide et plus largement partagé. Le PMI composite mondial termine l'année en zone d'expansion, proche de ses plus hauts annuels, porté par la vigueur persistante des services et une reprise graduelle, encore modeste, du secteur manufacturier. Cette dynamique à deux vitesses demeure généralisée: environ la moitié des 32 grandes économies suivies affichent une expansion manufacturière, en amélioration depuis le creux post « Liberation Day », tandis que près de 90 % enregistrent une forte expansion des services, confirmant leur rôle clé dans le soutien à la croissance. D'autres indicateurs avancés, notamment la masse monétaire M1, restent cohérents avec la poursuite de l'expansion dans les principales régions.

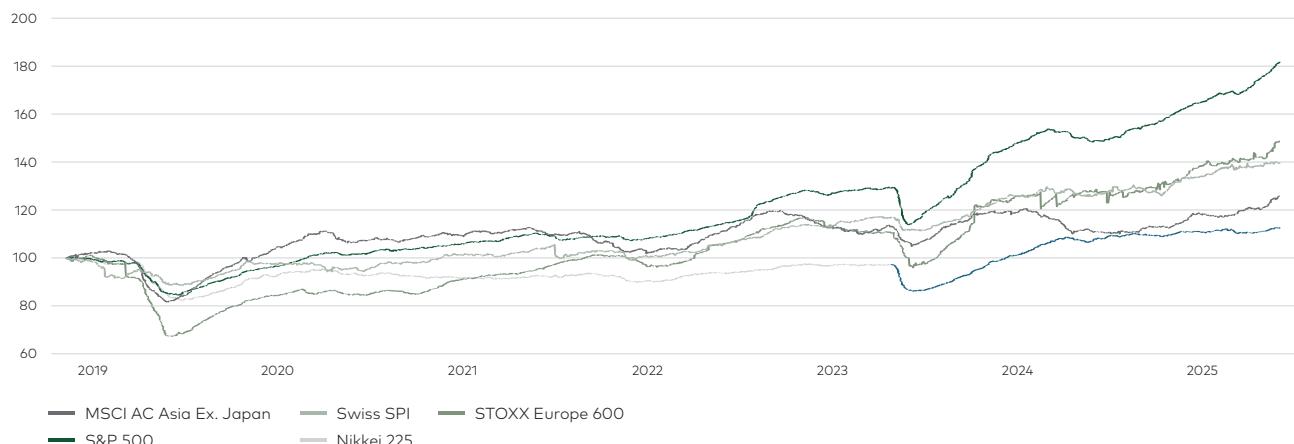
### Inflation plus modérée à l'échelle mondiale, mais toujours problématique aux États-Unis en amont des élections de mi-mandat

Les pressions inflationnistes se sont nettement atténuées dans la plupart des économies, à l'exception des États-Unis — et, dans une moindre mesure, du Japon — où les droits de douane, le durcissement migratoire et les investissements liés à l'IA continuent de peser sur les coûts. L'ICP américaine devrait clôturer 2025 autour de 3,0%, contre environ 2,2% en Europe, une moyenne qui masque de fortes divergences,

### PMI composite mondial en nette expansion, tirée par les services



**Les projections de bénéfices par action dans toutes les régions ont atteint de nouveaux records à fin 2025, constituant un point d'ancrage essentiel pour les marchés boursiers**



de près de 3% en Espagne à quasiment 0% en Suisse. Les prix à la production envoient un signal similaire, mais à des niveaux plus bas. À l'horizon 2026, le régime inflationniste mondial devrait rester globalement inchangé, avec une inflation modérée — voire de la désinflation dans certaines régions.

#### Des banques centrales toujours accommodantes, mais un cycle d'assouplissement qui se resserre

Dans ce contexte, les banques centrales devraient rester globalement accommodantes, même si le cycle d'assouplissement devient moins synchronisé. Après les baisses de taux opérées par plus des deux tiers des grandes banques centrales en 2025, le nombre d'institutions poursuivant l'assouplissement devrait tomber sous les 50% en 2026, avec des ajustements plus limités. En raison du décalage de transmission de la politique monétaire, le soutien des baisses passées devrait toutefois se prolonger l'an prochain, avec des effets marginaux décroissants. Aux États-Unis, la Fed pourrait abaisser ses taux de deux à trois fois de 25 points de base. Un éventuel virage vers une politique très accommodante sous un président de la Fed proche de Donald Trump, comme Kevin Hassett, poserait toutefois un risque de crédibilité. Dans les deux scénarios, un affaiblissement du dollar américain est probable.

#### Participation plus large aux bénéfices sur le plan régional, sectoriel et en termes de taille de sociétés

Les bénéfices des entreprises constituent le principal soutien des marchés actions mondiaux à l'entrée en 2026, avec une croissance qui s'élargit tant sur le plan régional que sectoriel. La progression devrait être plus équilibrée que ces dernières années, l'ensemble des grandes régions affichant vraisemblablement des hausses à deux chiffres. Les États-Unis restent en tête, portés par le super cycle d'investissement lié à l'IA, la résilience de la demande et des conditions financières plus souples. Les bénéfices du S&P 500 sont attendus en hausse de 10 à 14%, avec une contribution de plus en plus large au-delà des grandes valeurs technologiques, y

compris désormais les petites et moyennes capitalisations. En Europe, les bénéfices du Stoxx 600 devraient se redresser après une année 2025 décevante, soutenus par une amélioration de la croissance, des conditions de financement plus favorables et la hausse des dépenses d'infrastructure et de défense. Au Japon, les perspectives bénéficiaires sont plus structurelles, les réformes de gouvernance et l'amélioration de la rémunération des actionnaires soutenant une hausse durable de la rentabilité. En Chine et en Asie émergente, la croissance des bénéfices devrait se redresser progressivement, appuyée par le soutien des politiques et des opportunités ciblées dans les secteurs de la modernisation industrielle et de l'IA.

La dispersion des valorisations reste marquée entre régions. Les États-Unis et le Japon demeurent les marchés les plus chers, avec le S&P 500 et le Nikkei autour de 22x les bénéfices attendus, suivis par la Suisse (SPI proche de 18x). L'Europe affiche des multiples plus modérés, autour de 15x pour le Stoxx 600, tandis que la Chine reste la moins chère, avec un CSI 300 proche de 14x.

Dans ce contexte de fin de cycle, la capacité des entreprises à délivrer la croissance bénéficiaire attendue, plus que l'expansion des multiples, devrait rester le principal moteur de performance des marchés actions en 2026.

#### Conclusion – « No time to die » pour les marchés actions

Le rallye boursier mondial est mature, mais demeure fondamentalement sain. Les valorisations élevées, la forte exposition des ménages aux marchés actions, le ralentissement de la croissance et un environnement politique incertain plaident pour la diversification plutôt que pour une réduction généralisée des risques. Les piliers fondamentaux — croissance des bénéfices, assouplissement des conditions financières et résilience de l'activité — restent néanmoins intacts. Dans ce contexte, la poursuite d'une surpondération des actions demeure justifiée au sein de portefeuilles diversifiés entre régions et secteurs.

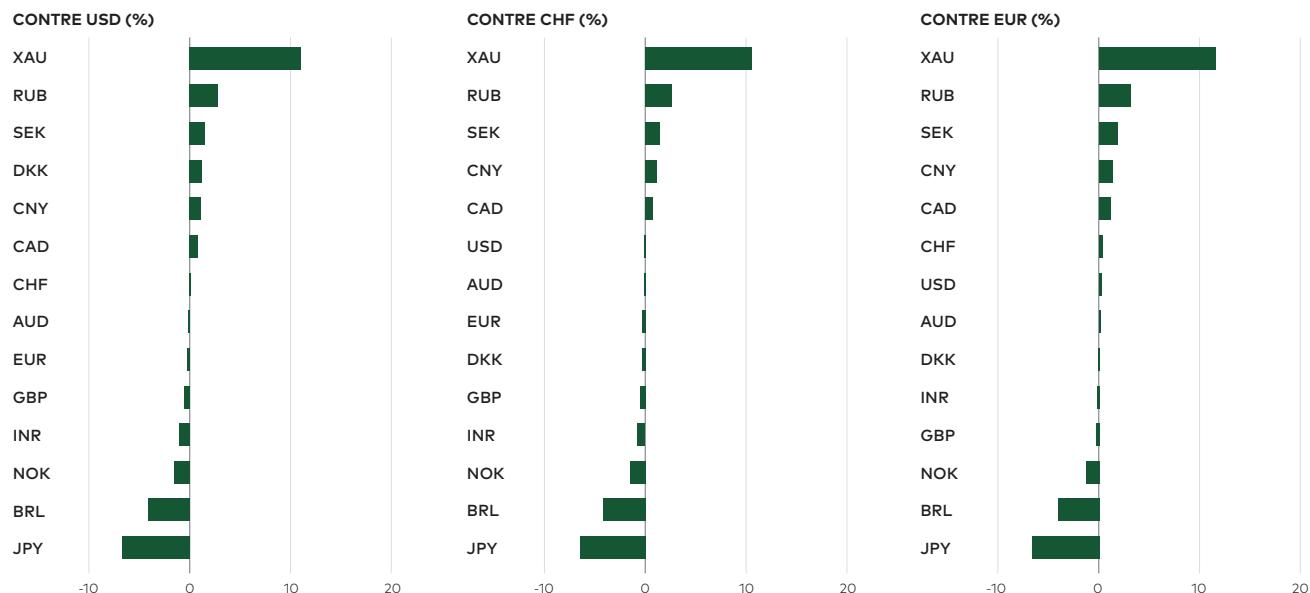
## 6 PERFORMANCE DES MARCHÉS

### Indicateurs économiques actuels

	PIB réel %		Inflation %		PMI	Dette % PIB	Compte courant % PIB	Budget % PIB	Chômage %	Taux d'intérêt	
	2024	2025	2024	2025	Dernier	Dernier	Dernier	Dernier	Dernier	3 mois	10 ans
USA	2.8	2.0	3.0	2.8	52.2	97.8	-4.4	-5.8	4.3	3.6%	4.2%
Zone Euro	0.9	1.4	2.4	2.1	49.6	87.1	2.0	-2.8	6.4	2.0%	2.9%
Suisse	1.4	1.2	1.1	0.2	49.7	19.9	9.0	0.6	2.9	0.0%	0.4%
UK	1.1	1.4	2.5	3.4	50.2	101.0	-2.6	-5.4	4.8	3.8%	4.5%
Asie ex Japon	5.3	4.7	1.3	1.1	-	4.6	3.1	-6.0	4.4	4.3%	2.9%
Japon	-0.2	1.2	2.7	3.1	48.7	215.9	4.8	-4.0	2.5	-	2.1%
Brésil	3.4	2.3	4.4	5.0	48.8	65.0	-3.6	-8.1	5.6	-	13.8%
Russie	4.3	0.8	8.4	8.8	48.3	18.5	1.7	-3.0	2.2	-	-
Inde	9.2	6.4	4.8	4.6	56.6	46.5	-0.3	-4.9	8.5	6.0%	6.6%
Chine	5.0	4.9	0.2	0.0	49.9	330.0	3.4	-4.8	4.0	1.5%	1.8%
Monde	3.1	3.0	4.2	3.5	-	-	0.6	-	7.1	-	-

### Performance des marchés (du 30.09.2025 au 19.12.2025)

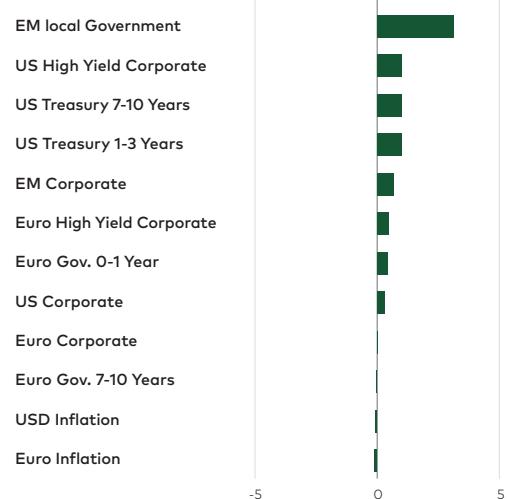
#### Taux de change



**Marché actions / Rendement Total & Valorisation**  
(du 30.09.2025 au 19.12.2025)

	USD	EUR	CHF	GPB	Leading PE	
					Médiane LT	Dernier
S&P 500	2.5%	2.8%	2.5%	3.1%	18.2	25.6
Eurostoxx	4.1%	4.5%	4.2%	4.8%	14.2	17.4
Swiss Perf. Index	7.9%	8.3%	8.0%	8.6%	19.4	20.3
FTSE 100	5.8%	6.1%	5.8%	6.4%	13.8	14.7
MSCI Asia Ex-Jpn	0.8%	1.1%	0.9%	1.4%	14.9	16.6
Nikkei 225	3.4%	3.7%	3.5%	4.0%	20.3	21.0
Brazil Bovespa	4.2%	4.5%	4.2%	4.8%	14.8	9.8
MSCI Russia	-	-	-	-	6.6	-
India SENSEX	4.7%	5.0%	4.7%	5.3%	21.5	24.0
China CSI 300	<b>-0.1%</b>	0.3%	<b>0.0%</b>	0.6%	15.5	16.3
MSCI World	2.7%	3.0%	2.8%	3.3%	17.6	22.8

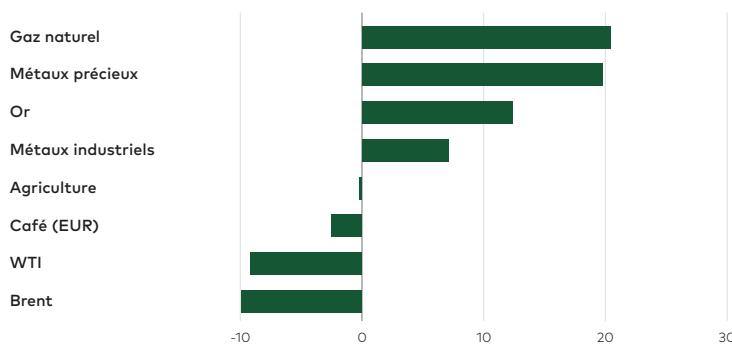
**Marché obligataire**



**Secteurs / Performance & Valorisation (Leading PE)**

	USA	Europe	Monde	USA		Europe		Monde	
				Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier	Médiane LT	Dernier
Cons. Discr.	1.9%	4.4%	1.6%	21.7	30.5	14.6	22.7	18.9	28.0
Cons. Non Cycl.	0.2%	4.1%	1.4%	19.7	22.7	18.2	16.6	19.4	20.6
Finance	1.7%	8.8%	3.8%	14.5	17.7	11.3	12.1	13.6	15.4
Energie	<b>-2.2%</b>	2.9%	<b>-1.1%</b>	14.6	17.6	10.5	9.7	13.4	14.6
Industrie	0.4%	1.4%	1.1%	18.4	28.2	18.9	24.2	18.3	25.3
Technologie	0.9%	2.4%	1.0%	22.6	36.5	26.4	31.4	23.4	36.1
Matériaux	0.1%	5.2%	3.7%	17.9	23.3	15.0	19.9	16.4	21.0
Services publics	<b>-3.1%</b>	9.6%	0.9%	17.0	19.9	13.8	15.1	16.9	17.8
Santé	10.4%	10.2%	9.8%	19.9	20.7	20.2	16.9	20.3	19.6
Télécom.	5.2%	<b>-7.4%</b>	3.3%	18.2	24.0	15.3	20.1	18.3	22.5
Immobilier	<b>-4.8%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>-0.9%</b>	43.7	36.7	22.6	16.6	28.4	28.8

**Matières premières**



## GRILLES D'ALLOCATION

### Classes d'actifs

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
<b>Actions</b>				Le cycle est mature, mais les marchés boursiers mondiaux devraient rester soutenus en 2026 par une croissance résiliente, une dynamique bénéficiaire qui s'élargit et des conditions financières toujours accommodantes.	Des guerres commerciales alimentant les pressions inflationnistes et l'incertitude qui pèse sur la croissance constituent toujours des risques majeurs.
<b>Obligations</b>				Les obligations mondiales offrent des rendements attractifs, malgré la pause opérée par la Fed et la BCE. Le nouveau président de la Fed sera encore plus sensible aux risques baissiers économiques.	Une inflation plus persistante que d'ordinaire et des politiques budgétaires particulièrement expansionnistes.
<b>Or</b>				Les achats des banques centrales et la demande d'or en tant que protection contre l'incertitude continueront de soutenir les prix.	Une normalisation de la politique tarifaire de l'administration Trump et un éventuel accord de paix en Ukraine.
<b>Cash</b>					

### Actions

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
<b>Etats-Unis</b>				L'expansion américaine devrait s'avérer plus lente mais résiliente en 2026, soutenue par les investissements dans l'intelligence artificielle et une consommation toujours solide, malgré des risques d'inflation élevés et une incertitude politique persistante.	Les valorisations demeurent élevées et l'incertitude politique (en particulier sur le front commercial) constitue toujours un risque pour le marché.
<b>Europe</b>				Les actions européennes bénéficient de l'amélioration de la dynamique des profits, d'une politique monétaire plus accommodante, des investissements infrastructurels et du renforcement des dépenses de défense.	Le principal risque réside dans une réurgence de la fragmentation politique ou budgétaire qui saperait la confiance, retarderait les mesures de soutien et pèserait sur les investissements et les bénéfices.
<b>Suisse</b>				Le marché boursier suisse aborde 2026 en mode stabilisation, grâce à une meilleure visibilité externe, à une BNS stable et accommodante, ainsi qu'à une forte visibilité des bénéfices, en particulier dans les secteurs défensifs et pharmaceutiques.	Les principaux risques restent la vigueur soutenue du franc suisse et le faible niveau de consommation intérieure, qui pourraient renforcer les pressions déflationnistes et peser sur les marges et la confiance des exportateurs.
<b>Asie Pacifique ex-Japon</b>				Les faiblesses structurelles de la Chine (immobilier, droits de douane et marché de l'emploi) se sont stabilisées, mais ne montrent guère de progrès réels. La liquidité, le soutien politique et les bénéfices ont alimenté le rebond de marché.	Un renforcement potentiel des droits de douane américains.
<b>Japon</b>				Le Japon devrait afficher une croissance modeste en 2026, portée par les hausses salariales et les investissements des entreprises, alors que la Banque du Japon poursuit une normalisation progressive et bien annoncée de sa politique monétaire.	La hausse des taux d'intérêt et une nouvelle appréciation du yen constituent les principaux risques, susceptibles de peser sur la croissance, les exportations et les bénéfices des entreprises.

## Obligations

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	Principaux moteurs	Risques
<b>Etats développés</b>				Après trois baisses de taux de 25 pb, la Fed a signalé une pause. Son nouveau président devrait adopter une posture plus accommodante, ce qui se traduira par plus de deux nouvelles baisses en 2026. Nous maintenons une surpondération de la dette souveraine des pays développés, en privilégiant les obligations américaines d'échéance moyenne.	Reprise économique plus rapide grâce à la relance budgétaire, amélioration de l'emploi, mais inflation toujours persistante.
<b>Entreprises (IG)</b>				L'appétit des investisseurs reste solide, mais l'offre pourrait augmenter en début d'année. Les performances du crédit d'entreprises IG seront tirées par les obligations souveraines.	Un ralentissement économique, un épisode d'aversion au risque ou un événement de crédit pourraient fragiliser les bilans des entreprises, entraînant un élargissement des spreads et pesant sur les rendements totaux.
<b>Haut rendement</b>				Les spreads d'obligations à haut rendement se situent proches de leurs niveaux historiquement les plus serrés, reflétant une forte demande des investisseurs pour le rendement. Les spreads pourraient se creuser quelque peu.	Les spreads actuels intègrent un scénario économique favorable. Toute détérioration de la conjoncture aurait un impact négatif sur cette classe d'actifs.
<b>Emergents</b>				Les obligations des marchés émergents restent soutenues par l'affaiblissement progressif du dollar américain et le biais accommodant de la Fed. Ce contexte devrait profiter aux obligations émergentes libellées en monnaie locale. Certaines banques centrales émergentes seront appelées à ralentir leur assouplissement monétaire.	Un regain de vigueur de l'USD constituerait un obstacle significatif, en resserrant les conditions financières et en réduisant les marges de manœuvre des politiques économiques dans les pays émergents.

## Taux de change

	Surpondéré	Neutre	Souspondéré	
<b>EUR vs USD</b>				Un assouplissement plus rapide de la Fed par rapport à la BCE et un différentiel de taux qui se réduit devraient soutenir une appréciation modérée de l'EUR contre USD en 2026.
<b>EUR vs CHF</b>				Le CHF devrait continuer à s'apprécier contre EUR en 2026, soutenu par son statut de valeur refuge, ses fondamentaux solides et la marge de manœuvre limitée de la BNS pour contrer la vigueur de la monnaie.
<b>USD vs CHF</b>				Avec une Fed plus accommodante et une tolérance limitée de la BNS à l'égard de nouvelles interventions sur le marché des changes, l'USD devrait rester sous pression contre CHF.
<b>EUR vs GBP</b>				La faiblesse de la croissance britannique, l'assouplissement précoce de la BoE et la persistance des déséquilibres externes devraient maintenir l'EUR dans une tendance haussière vis-à-vis de la GBP.
<b>EUR vs JPY</b>				Le différentiel de rendement devrait continuer à favoriser une appréciation (limitée) de l'EUR contre JPY en 2026, alors même que la Banque du Japon normalise progressivement sa politique monétaire.
<b>USD vs GBP</b>				Un cycle de baisse des taux plus marqué de la Fed par rapport à la BoE laisse présager une dépréciation progressive de l'USD contre GBP à horizon 12 mois.

## 2026 : DES SIGNAUX PLUS FAVORABLES, DES FRAGILITÉS PERSISTANTES

ANICK BAUD / SENIOR FUND MANAGER

*Après deux années marquées par une succession de chocs – resserrement monétaire brutal, tensions commerciales, franc fort et affaiblissement du cycle industriel mondial –, l'économie suisse aborde 2026 dans un environnement sensiblement différent. Le pire semble passé, mais le chemin vers une normalisation durable reste étroit et irrégulier, avec une croissance toujours modeste, une visibilité imparfaite et des moteurs domestiques fragiles. Pour autant, plusieurs vents contraires se sont atténués, tandis que de nouveaux soutiens émergent progressivement. Dans ce contexte, plutôt qu'une année de rebond, 2026 apparaît comme une phase de stabilisation, où des opportunités se présenteront, à condition de ne pas sous-estimer les risques encore présents. Ainsi, la sélectivité, la diversification et la recherche de visibilité demeurent plus que jamais essentielles.*

### PRINCIPALES OPPORTUNITÉS

#### Soulagement commercial vis-à-vis des États-Unis

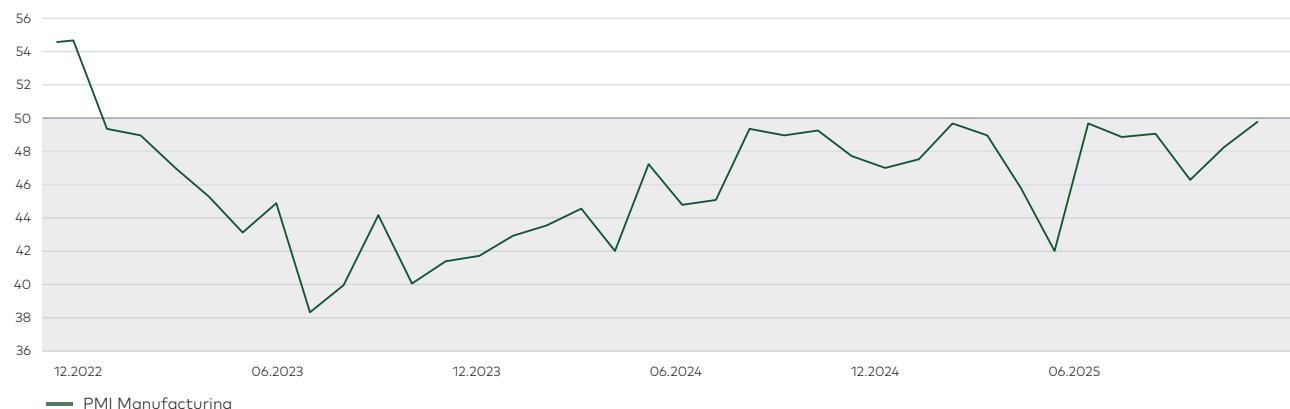
L'accord visant à ramener les droits de douane américains sur les exportations suisses de 39% à 15% constitue un tournant important. Sans effacer totalement le handicap compétitif, cette baisse réduit significativement l'incertitude qui pesait sur les exportateurs et améliore la lisibilité du cadre commercial pour 2026. Selon les estimations disponibles, ce soulagement pourrait soutenir la croissance suisse à hauteur de plusieurs dixièmes de point de PIB. Plus encore que l'effet direct, c'est la dissipation du scénario extrême qui importe: les entreprises peuvent à nouveau planifier, investir et ajuster leurs chaînes de valeur dans un environnement moins hostile. Cette amélioration du contexte externe commence d'ailleurs à transparaître dans les indicateurs avancés. Après 35 mois consécutifs de contraction, l'indicateur des directeurs d'achat du secteur manufacturier (PMI) s'est nettement redressé, la dernière publication ressortant à 49,7, soit à proximité immédiate du seuil d'expansion (graphique 1).

Sans signaler à ce stade un véritable redémarrage industriel, cette évolution suggère que le point bas cyclique pourrait être derrière nous. La Banque nationale suisse (BNS) souligne elle-même que le recul du PIB observé au troisième trimestre 2025 s'explique largement par des facteurs ponctuels et que la visibilité conjoncturelle s'est récemment améliorée, notamment grâce à l'accord commercial avec les États-Unis et à une conjoncture globale légèrement plus porteuse.

#### Amélioration de la visibilité conjoncturelle et réveil budgétaire en Europe

après plusieurs années de stagnation, l'Europe semble enfin sortir d'un long passage à vide. Le réveil budgétaire allemand, centré sur les infrastructures, la défense et la transition énergétique, constitue un signal fort, même si ses effets resteront progressifs et probablement peu visibles avant 2027. Plusieurs indicateurs avancés suggèrent que le point bas cyclique est désormais passé: les enquêtes

Après 35 mois consécutifs de contraction, le PMI semble refléter ce soulagement



PMI en zone euro se sont redressées en fin d'année 2025 et la confiance des entreprises, en particulier en Allemagne, montre des signes tangibles de stabilisation. Dans ce contexte, la combinaison d'un soutien budgétaire accru, de conditions monétaires moins restrictives et d'une poursuite des flux liés aux programmes européens lancés en 2020 améliore sensiblement la visibilité macroéconomique pour 2026, quand bien même le rythme de croissance devrait rester modéré. Pour la Suisse, étroitement intégrée au tissu industriel européen, cette évolution est particulièrement importante: l'Europe ne redeviendra pas un moteur de croissance puissant à court terme, mais elle pourrait cesser d'être un frein, ce qui, dans un environnement mondial encore incertain, représente déjà un changement notable.

#### **Politique monétaire suisse accommodante et stable**

En décembre, la BNS a conservé son taux directeur à 0% et ce malgré un environnement proche de la déflation. Nonobstant le très faible niveau d'inflation, attribuable à des facteurs spécifiques et temporaires, la BNS privilégie la stabilité. Elle se montre ainsi prête à tolérer une inflation inférieure à sa cible plutôt que de rentrer à nouveau dans une spirale de taux négatifs, dont les effets collatéraux sur le système financier et l'épargne sont bien identifiés. Le seuil à franchir avant un retour aux taux négatifs demeure élevé, ce qui renforce la prévisibilité du cadre monétaire. Cette stabilité constitue un ancrage important pour l'économie domestique, soutenant la demande intérieure, le marché immobilier et les actifs financiers, tout en laissant à la BNS la flexibilité nécessaire pour intervenir ponctuellement sur le marché des changes si les tensions sur le franc venaient à se raviver.

#### **Marché boursier helvétique défensif et visible**

Dans un monde marqué par des incertitudes géopolitiques persistantes et une croissance mondiale inégale, le marché actions suisse conserve des atouts structurels. Son biais défensif, la forte visibilité bénéficiaire de ses grandes capitalisations, ainsi que la qualité de génération de cash-flow et des dividendes renforcent son attractivité. En 2026, la croissance des bénéfices devrait demeurer soutenue. Le consensus table sur une progression d'environ 6% pour l'ensemble du marché et de 15% pour les petites et moyennes capitalisations (graphique 2), portées par un effet de rat-trapage et une amélioration graduelle du climat industriel européen. Dans ce contexte, le secteur pharmaceutique suisse apparaît comme l'un des piliers les plus visibles du marché. Après plusieurs années de vents contraires (érosion des blockbusters, pression réglementaire, normalisation post-Covid), 2026 pourrait constituer un point d'infexion. Les grands acteurs bénéficient désormais de pipelines mieux identifiés, avec des catalyseurs cliniques et réglementaires concrets attendus sur l'année, notamment dans l'oncologie, les maladies auto-immunes et la neurologie. Nous pourrions ainsi assister à un redressement progressif de la dynamique bénéficiaire, sur fond de nouveaux lancements, de visibilité meilleure sur les volumes et de discipline

accrue en matière de coûts. Par ailleurs, la pharmacie suisse conserve des caractéristiques particulièrement recherchées dans l'environnement actuel: exposition très limitée au cycle économique, forte capacité de génération de cash-flow, bilans solides et résilience relative face à un franc suisse durablement fort. Si les débats récurrents autour du «pricing» des médicaments aux États-Unis demeurent un facteur de vigilance, en passe d'être résolu, ils s'inscrivent dans un cadre désormais mieux balisé, progressif et largement intégré par le marché.

### **PRINCIPAUX RISQUES**

#### **Consommation intérieure sous pression**

Si la consommation a jusqu'ici joué un rôle d'amortisseur conjoncturel, sa capacité à soutenir l'économie pourrait s'éroder en 2026. Le marché de l'emploi montre des signes de normalisation, avec un ralentissement des créations de postes et une hausse graduelle du chômage, depuis des niveaux certes historiquement bas. La progression des salaires réels reste positive, mais plus limitée qu'au cours des années précédentes. Dans un environnement de croissance molle, le risque n'est pas un effondrement de la consommation, mais une attitude plus attentiste des ménages, susceptible de peser davantage sur la dynamique domestique, à défaut d'un relais par le secteur manufacturier après presque trois années de crise.

#### **Franc suisse durablement fort et risques déflationnistes**

Le franc suisse demeure structurellement recherché, tant pour ses fondamentaux que pour son statut de valeur refuge. Même si certaines pressions désinflationnistes liées au change pourraient s'atténuer en cours d'année, une devise durablement forte continue de peser sur les marges des exportateurs et sur la dynamique des prix. L'inflation proche de zéro, voire légèrement négative par moments, entretient le risque de comportements d'attentisme, tant du côté des consommateurs que des entreprises. La BNS dispose d'outils pour limiter ces effets, mais sa marge de manœuvre reste contrainte et le recours aux taux négatifs n'est pas souhaitable si la croissance n'est pas en berne.

#### **Risques géopolitiques**

Les tensions géopolitiques demeurent un bruit de fond permanent. Tensions commerciales résiduelles, incertitudes politiques aux États-Unis, conflits en Ukraine et au Moyen-Orient: aucun de ces éléments ne forme le scénario central, mais tous représentent des sources potentielles de chocs exogènes. Dans un environnement déjà caractérisé par une faible dynamique de croissance, de tels événements pourraient rapidement peser sur la confiance et la visibilité. Et in fine renforcer encore la monnaie helvétique, ce qui ne manquerait pas de compliquer la tâche des exportateurs et de la BNS.

## 2026 : LE RETOUR DES BÉNÉFICES

MALEK DAHMANI / FUND MANAGER

### Des conditions macroéconomiques porteuses, non exubérantes

Le moteur domestique européen, longtemps grippé, a montré des signes de redémarrage dans le courant de l'année 2025. L'Allemagne amorce enfin un cycle d'investissement, soutenu par un vaste programme d'infrastructures. Toutefois, les dirigeants interrogés rappellent que les effets seront lents: les projets avancent, mais leur matérialisation ne changera pas la donne avant la seconde moitié de 2026. L'embellie est donc réelle, mais graduelle.

De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) pourrait continuer d'assouplir les conditions financières. Si le marché table pour le moment sur un statu quo, nous pensons qu'un scénario de baisses de taux plus affirmées en première partie d'année est possible. Les entreprises indiquent une augmentation salariale modérée. Compte tenu par ailleurs de la force de la devise européenne, qui importe de la déflation, et du lent allègement du coût du capital, les pressions déflationnistes nous semblent plus prononcées que les risques inflationnistes de court terme potentiellement générés par les dépenses fiscales de certains États européens. À tout le moins, l'environnement est porteur, sans pour autant justifier un choc monétaire.

Les valorisations restent un point d'ancrage positif. Les actions européennes se négocient avec une décote significative vis-à-vis des États-Unis, et les rendements de dividende demeurent attractifs. Pour autant, le terrain

micro-économique montre que les rachats d'actions ne seront pas un moteur généralisé: les entreprises privilégient la solidité des bilans face à un environnement encore incertain.

### Les bénéfices: entre optimisme théorique et réalité prudente

Le point de tension central réside dans les prévisions bénéficiaires. Le consensus prévoit une croissance du bénéfice par action (BPA) de l'ordre de 10% – un rythme élevé qui, au vu de l'historique européen, peut questionner. L'Europe connaît systématiquement des révisions d'attentes en cours d'année, et 2026 ne fera probablement pas exception. Il nous semble qu'une partie de cette croissance bénéficiaire projetée repose sur le consensus selon lequel la paire euro-dollar ne se dégradera plus, ou en tout cas nettement moins qu'en 2025. Il est vrai qu'une portion non négligeable des bénéfices de l'année écoulée a été amputée par l'exposition à la devise américaine, directement ou indirectement, d'une frange importante (près de 30% en moyenne) des revenus des entreprises européennes. En cas de stabilité de l'euro-dollar, une partie des attentes bénéficiaires pourrait ainsi être atteinte grâce aux effets de base.

### Une polarisation du marché toujours présente, mais déclinante

Depuis dix-huit mois, le marché européen montre une fracture persistante: les actions domestiques cycliques et de style «valeur» ont porté la performance, tandis que les titres de qualité exposés internationalement ont souffert.

### Inflation core stabilisée, salaires en baisse: biais désinflationniste



## Retour attendu de la croissance des bénéfices en 2026



À la lumière des signaux macro- et micro-économiques, cette polarisation pourrait encore se prolonger en 2026, mais avec une intensité décroissante.

Les moteurs des titres de valeur domestiques – baisse progressive des taux, redressement interne en Allemagne et solidité des pays dits « périphériques », notamment l'Espagne ou l'Irlande – restent actifs, même si leur impulsion ne s'accélère plus. À l'inverse, les entreprises exposées à la demande mondiale, et surtout à la Chine, continuent de subir des vents contraires structurels que rien ne semble vouloir dissiper rapidement.

Pour autant, certains points d'infexion apparaissent: le pessimisme sur les valeurs de qualité commence à atteindre un niveau excessif, leurs multiples se sont ajustés, et la visibilité sur les bénéfices cycliques risque de se détériorer à mesure que les révisions négatives progressent. L'environnement de 2026 pourrait ainsi marquer le début d'une désintensification de la polarisation du marché, avec un maintien du leadership domestique en début d'année, mais un retour sélectif du style « qualité » au fur et à mesure de l'année. Ce retour devrait concerner notamment les segments liés à l'électrification, aux réseaux, à l'IA appliquée ou aux marchés internationaux non-chinois. Une rotation partielle, plutôt qu'un renversement, pourrait constituer le schéma dominant.

### AI, électrification, défense: entre narratif et réalité

L'adoption de l'IA en Europe ouvre un potentiel notable en matière de productivité, mais les témoignages des entreprises révèlent un stade encore précoce. Les gains sont réels – parfois spectaculaires sur le plan micro-économique – mais restent loin de justifier les multiples narratifs de transformation immédiate. En 2026, l'IA sera un vent d'appoint, pas un moteur.

Le thème de l'électrification, lui, se matérialise déjà: pressions sur les réseaux, montée de la demande, besoins de modernisation structurelle. Les entreprises de réseaux, de câbles et d'équipements bénéficient d'un carnet de commandes tangible. La défense reste un thème stratégique, mais les chiffres ne reflètent pas encore l'ampleur du discours politique.

### L'ombre chinoise

La demande en provenance de Chine demeure la zone de fragilité la plus marquée. Les stratégistes parlent de risque, les entreprises parlent de réalité : absence de rebond, surcapacités massives dans la chimie et la pétrochimie, pression concurrentielle persistante, et un luxe qui, contrairement aux espoirs de stabilisation, ne montre dans les chiffres aucun signal concret de reprise. Les perspectives à moyen terme restent ainsi fortement dégradées.

### Lignes directrices pour 2026: entre conviction et discipline

Pour les marchés, 2026 ne verra ni une envolée du bête ni un déraillement. Ce sera un exercice d'équilibre: profiter d'une conjoncture plus porteuse qu'en 2024-2025, tout en composant avec un cycle micro-économique qui se redresse lentement. La vraie génération d'alpha proviendra d'une sélectivité disciplinée :

- Privilégier les entreprises à visibilité contractuelle, avec des bilans solides et une exposition domestique favorable;
- Éviter les illusions récurrentes – notamment le rebond chinois pour les secteurs cycliques dépendant d'un PMI encore en souffrance ou d'un consommateur chinois frileux.

L'Europe dispose de moteurs – investissements publics, assouplissement monétaire, valorisations attractives – mais le carburant reste rationné. 2026 devrait donc être une année de progression mesurée.

## DES PERSPECTIVES CONSTRUCTIVES MALGRÉ UN CYCLE MATURE

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

*Les États-Unis abordent 2026 avec une expansion plus lente mais toujours solide. Après le choc tarifaire de 2025, la croissance s'est stabilisée, soutenue par des indicateurs avancés fermes, une consommation résiliente et des investissements soutenus dans les infrastructures liées à l'IA. Des vents contraires persistent toutefois: les droits de douane pèsent sur les coûts, le marché du travail s'affaiblit et l'inflation devient politiquement sensible à l'approche des élections de mi-mandat. Malgré ces risques, les fondamentaux restent constructifs, portés par une croissance ferme des bénéfices des entreprises, l'investissement lié à l'IA et une politique monétaire appelée à demeurer accommodante.*

### La croissance est portée par des vents budgétaires favorables, mais freinée par les droits de douane

La croissance du PIB réel devrait avoisiner 2% en 2026, portée en début d'année par les baisses d'impôts et la déduction intégrale des investissements prévues par l'OBBA. Ce scénario est nettement plus favorable qu'anticipé après le «jour de la libération», lorsque le consensus tablait sur une croissance proche de 1,4% en raison de l'impact attendu des droits de douane. Depuis, la résilience de la demande intérieure, le soutien accru de la Fed et l'amélioration des indicateurs avancés ont permis un réajustement des prévisions vers 2%.

Les indicateurs avancés confirment ce redressement: le PMI manufacturier américain est repassé en zone d'expansion, tandis que le PMI des services reste compatible avec une activité solide. Tous deux évoluent désormais vers le haut de leur fourchette des trois dernières années, suggérant une dynamique plus robuste que ne le laissait présager le choc tarifaire.

### Des consommateurs toujours résilients

Les dépenses de consommation, pilier de l'économie, demeurent fermes malgré l'affaiblissement progressif du marché du travail: les embauches décélèrent, la rétention s'érode et le taux de chômage tend vers 4,7%, une faiblesse en partie masquée par les restrictions migratoires qui limitent l'offre de main-d'œuvre. Les consommateurs restent ainsi plus résilients que ne le suggèrent les gros titres. La croissance des salaires réels demeure légèrement positive, autour de 1% en médiane sur les deux dernières années, soutenant des ventes au détail en hausse d'environ 4% sur la même période. Les finances des ménages restent solides chez les hauts revenus, tandis que les impayés continuent de progresser dans les segments les plus vulnérables.

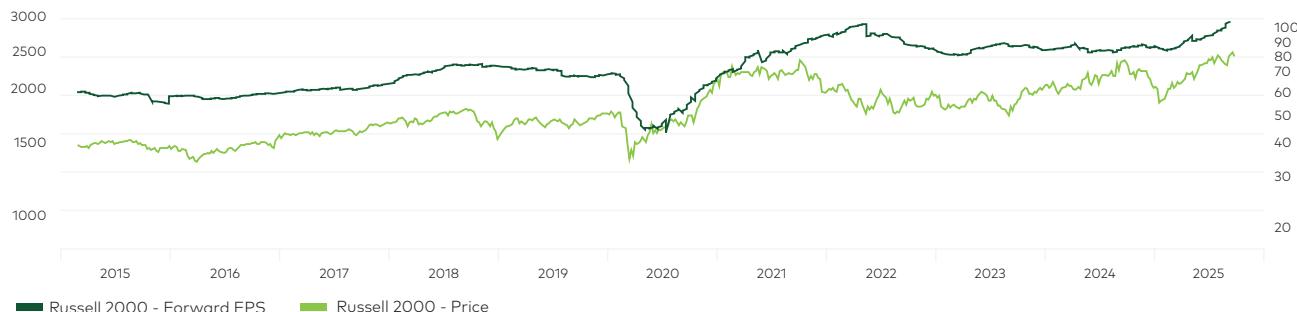
### L'inflation induite par les droits de douane pourrait influer sur les élections de mi-mandat en 2026

L'inflation devrait rester proche de 3% en 2026. Le renchérissement des biens devrait se raffermir à mesure que les stocks constitués en amont des droits de douane s'épuiseront,

### Les ventes au détail sont toujours soutenues par les salaires réels



## Les projections de BPA pour les petites et moyennes capitalisations américaines se sont renforcées fin 2025 (indice Russell 2000)



tandis que l'inflation des services reculera graduellement. Cette persistance inflationniste devient un enjeu politique central. Alors que le président Trump affirme que «presque tout est en baisse», les ménages continuent de faire face à des prix élevés. Les démocrates exploitent cet écart entre le discours et la réalité économique, et les sondages montrent déjà un recul de la popularité présidentielle à son plus bas niveau depuis le retour au pouvoir, suggérant que l'inflation — étroitement liée à la politique tarifaire — pourrait peser lourdement sur les élections de mi-mandat.

**Une Fed plus accommodante, mais tout dépendra du degré**  
À l'approche de l'échéance du mandat de Jerome Powell en mai, les marchés anticipent de plus en plus une Fed plus accommodante sous la direction d'un nouveau président, Kevin Hassett étant souvent cité comme favori. Perçu comme favorable aux baisses de taux et proche de l'administration, il pourrait engager une première détente monétaire d'ici mi-2026, prolongeant ainsi un environnement de conditions financières souples.

Le taux directeur devrait toujours converger vers le bas de la fourchette des 3% d'ici fin 2026. Historiquement, des baisses de taux combinées à une croissance solide des bénéfices soutiennent l'expansion des valorisations. Le principal risque tient toutefois à la perception d'une Fed soumise à des pressions politiques: toute atteinte à son indépendance pourrait éroder sa crédibilité et devenir un facteur négatif pour les marchés actions comme obligataires.

**Un cycle de bénéfices qui continue de porter le marché**  
Les bénéfices des entreprises demeurent le principal moteur des marchés actions américains. La croissance du BPA du S&P 500 devrait avoisiner 12% en 2025 et rester à deux chiffres en 2026, avec un élargissement notable de la contribution au-delà des «sept magnifiques». Les attentes bénéficiaires se renforcent également pour les petites et moyennes capitalisations, avec des progressions à deux chiffres anticipées l'an prochain.

L'IA continue d'alimenter un cycle d'investissement puissant. Les dépenses informatiques ont progressé de plus

de 15% en 2025 et devraient rester élevées en 2026, tirées par les centres de données, les logiciels et les infrastructures énergétiques. Les investissements hors technologie demeurent plus mesurés, mais devraient bénéficier d'incitations fiscales et de conditions financières plus favorables.

Les marges d'exploitation restent élevées, même si l'équilibre entre la pression liée aux droits de douane et les gains de productivité potentiels de l'IA demeure incertain. De légers écarts dans l'un ou l'autre sens pourraient néanmoins avoir un impact significatif sur la trajectoire des bénéfices.

### Les valorisations restent un point faible, mais il n'y a pas de bulle dans l'IA

Les valorisations restent le principal point de fragilité des marchés. Avec un ratio cours/bénéfices à terme proche de 22x, le S&P 500 se situe au-dessus de ses normes historiques. La comparaison avec l'ère des dot-com demeure toutefois trompeuse: la rentabilité, la solidité des bilans et la génération de flux de trésorerie sont aujourd'hui nettement supérieures. L'exemple de Cisco est révélateur: au pic de 2000, le titre se traitait à plus de 200x les bénéfices, un niveau qu'il n'a jamais retrouvé malgré vingt ans de croissance du BPA, illustrant comment des multiples excessifs peuvent dominer les fondamentaux. À l'inverse, les leaders actuels de l'IA, dont Nvidia, affichent des multiples plus raisonnables, globalement en ligne avec leur trajectoire bénéficiaire (environ 25x), loin des excès de la fin des années 1990.

### Perspectives positives jusqu'à la mi-année, plus défensives par la suite

Les perspectives pour les actions américaines sont toujours constructives. La croissance est modérée, l'inflation reste maîtrisée et la politique monétaire devrait continuer à offrir du soutien au cours de l'année. Si les valorisations sont tendues, la perspective d'une croissance bénéficiaire à deux chiffres en 2026 constitue un solide cadre fondamental. Ce contexte justifie un positionnement constructif pour le premier semestre, même si la maturité du cycle plaide en faveur d'une diversification accrue à mesure que les vents favorables de la politique monétaire s'estomperont.

## CHINE 2026 – DES OPPORTUNITÉS RETROUVÉES SUR LA NOUVELLE ROUTE DE LA SOIE

FLORIAN MARINI, CFA, CMT / CHIEF INVESTMENT OFFICER

### Stabilisation économique plutôt que reprise franche

Après un point bas marqué au printemps 2025, les perspectives de croissance chinoises se sont nettement améliorées. Les prévisions de PIB pour 2025 ont été révisées de 4,2% à 4,9%, tandis que le consensus pour 2026 s'établit autour de 4,4%. Cette trajectoire suggère une phase de stabilisation cyclique, posant les bases d'une expansion plus équilibrée et plus durable sur le prochain cycle, sans pour autant signaler une reprise vigoureuse de type post-crise.

### L'immobilier demeure un frein structurel

Le secteur immobilier continuera de peser sur la croissance pendant plusieurs années. Les comparaisons historiques avec les ajustements immobiliers aux États-Unis, au Japon ou en Espagne indiquent que ce type de correction nécessite du temps avant d'atteindre un point bas durable. En Chine, ce frein est renforcé par des facteurs démographiques défavorables: la baisse de la population et du nombre de ménages limite les perspectives de redressement rapide et réduit le rôle traditionnel de l'immobilier comme moteur de croissance.

**Consommation et industrie assurent une stabilité cyclique**  
 Malgré une confiance encore modérée, la consommation a mieux résisté qu'attendu. Le revenu disponible a progressé d'environ 5% par an au cours des deux dernières années, constituant un socle de soutien à la demande intérieure. La production industrielle affiche également une croissance proche de 5%, tirée par la fabrication d'équipements et les technologies de pointe. La normalisation progressive des chaînes d'approvisionnement asiatiques et l'atténuation de l'incertitude tarifaire mondiale devraient contribuer à stabiliser les exportations en 2026.

### La confiance reste le chaînon manquant

Le principal déséquilibre macroéconomique chinois réside dans l'écart entre une confiance des ménages historiquement faible et une épargne exceptionnellement élevée. Les ménages détiennent plus de USD 23'000 milliards d'épargne bancaire et de liquidités, soit un montant supérieur au PIB du pays. Cette épargne constitue une réserve de demande potentielle considérable: une baisse marginale du taux d'épargne pourrait générer une impulsion significative sur la consommation. Le rétablissement de la confiance reste ainsi le levier le plus efficace pour soutenir durablement la croissance et les marchés actions domestiques.

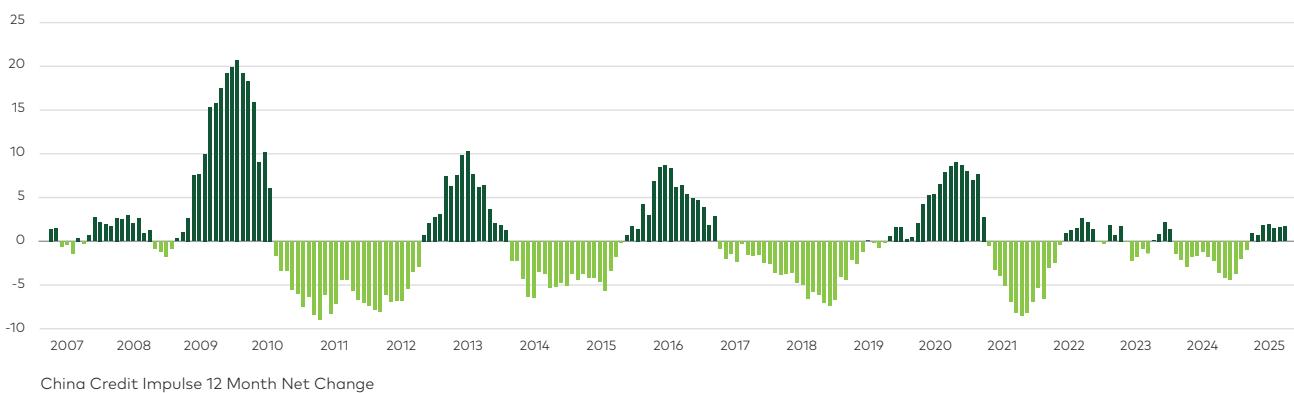
### Un soutien politique ciblé et graduel

Les autorités chinoises poursuivent une stratégie pragmatique et sélective. La politique budgétaire priviliege la modernisation industrielle, les infrastructures numériques et le refinancement ciblé des collectivités locales, plutôt qu'un stimulus généralisé. La Banque populaire de Chine maintient une orientation accommodante via des injections de liquidités et des ajustements graduels des taux, tout en évitant une ré-accélération excessive du levier financier dans l'immobilier. L'objectif reste de faire évoluer le modèle de croissance vers davantage de consommation, même si le manque de confiance en freine encore le rythme.

### Indicateurs avancés en amélioration

L'indice Credit Impulse chinois est orienté à la hausse depuis le printemps 2025. Cet indicateur, clé pour anticiper le cycle d'investissement, précède généralement de plusieurs mois les PMI mondiaux, les prix des matières premières et la performance des marchés émergents. Cette dynamique

#### Indice Credit Impulse chinois et croissance monétaire M1



## Le BPA à terme de l'indice MSCI AC Asia ex-Japan a atteint un nouveau record



est renforcée par un rebond marqué de la masse monétaire M1, historiquement en avance sur l'activité des services, les ventes au détail et le climat des affaires.

**Thèmes structurels: secteur privé, IA et 15<sup>e</sup> plan quinquennal**  
 Après plusieurs années de resserrement réglementaire, Pékin a adopté une position plus favorable au secteur privé en début d'année 2025. Lors d'un symposium organisé en février avec les dirigeants d'Alibaba, Xiaomi, Meituan, Huawei, CATL, BYD, DeepSeek et Tencent, les responsables politiques ont réaffirmé la nécessité d'une réglementation claire et d'une meilleure protection des entrepreneurs, signalant ainsi une réinitialisation des relations entre l'État et le secteur privé.

Ce changement a coïncidé avec l'élaboration du 15ème plan quinquennal (2026-2030), axé sur le développement de «nouvelles forces productives de qualité», c'est-à-dire la fabrication de pointe, les infrastructures numériques et l'autonomie technologique. L'un des piliers centraux de ce programme est l'accélération rapide de l'écosystème chinois de l'IA. Des entreprises telles que ByteDance, Tencent, Meituan, JD.com, Huawei, Sany et Haier intègrent déjà des systèmes d'IA à grande échelle.

Ces développements soulignent l'ambition de Pékin de s'orienter vers une économie plus résiliente, axée sur l'innovation, moins dépendante de l'immobilier et davantage ancrée dans la technologie et la productivité.

### Commerce international et paysage tarifaire

À l'horizon 2026, les droits de douane demeurent une source d'incertitude, malgré la trêve commerciale conclue avec les États-Unis fin 2025. La Chine conserve toutefois un pouvoir de négociation important grâce à sa domination dans les minéraux critiques, en particulier les terres rares. Cet avantage stratégique contribue à contenir les risques d'escalade commerciale et soutient les exportations à forte valeur ajoutée.

### Bénéfices et valorisations: des opportunités sélectives

Les bénéfices des entreprises chinoises semblent avoir atteint un point bas en 2025, après trois années de contraction liées à la faiblesse de la demande, à la crise immobilière et à la pression sur les marges. Les révisions bénéficiaires redeviennent positives dans la technologie, la consommation, la santé, la finance et les matériaux, tandis que l'immobilier et les secteurs traditionnels restent sous pression. Les valorisations demeurent attractives: l'indice CSI 300 se négocie autour de 14x les bénéfices à terme, contre environ 22x pour les marchés développés.

### Une reprise plus large des bénéfices en Asie

La dynamique bénéficiaire dépasse désormais le cadre chinois. Le BPA attendu de l'indice MSCI AC Asia ex-Japan a atteint un nouveau record en 2025, reflétant la solidité des exportations régionales, la normalisation des chaînes d'approvisionnement et l'effet favorable d'un dollar américain plus faible. Cette tendance régionale améliore la visibilité bénéficiaire pour l'Asie en 2026 et renforce l'attrait relatif des marchés actions asiatiques.

### Conclusion

La Chine aborde 2026 avec un profil économique plus équilibré et plus résilient. La stabilisation cyclique, l'amélioration des indicateurs avancés et la reprise progressive des bénéfices contrastent avec des défis structurels persistants, notamment sur l'immobilier et la confiance. Le niveau élevé d'épargne, le soutien ciblé des politiques et l'accélération technologique, en particulier dans l'IA, constituent néanmoins une base solide pour des opportunités d'investissement sélectives en Chine et, plus largement, en Asie.

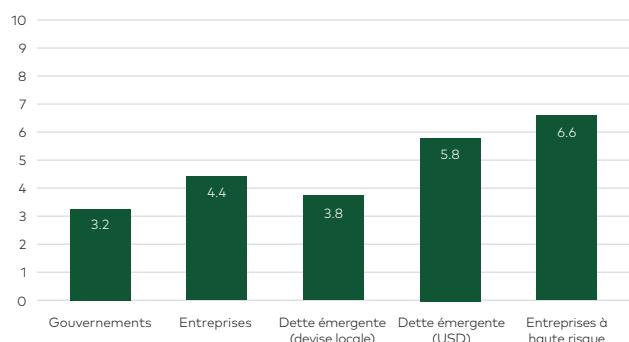
## OBLIGATIONS

MANUEL STREIFF / CONSEILLER

*Le dernier trimestre de 2025 a vu des signes de stabilisation du contexte macroéconomique mondial, même si les divergences régionales ont persisté. Aux États-Unis, la situation économique est devenue plus inégale en raison de la fermeture temporaire du gouvernement fédéral. Les données sur le marché de l'emploi ont montré un ralentissement, avec une légère remontée du chômage mais des salaires globalement résilients.*

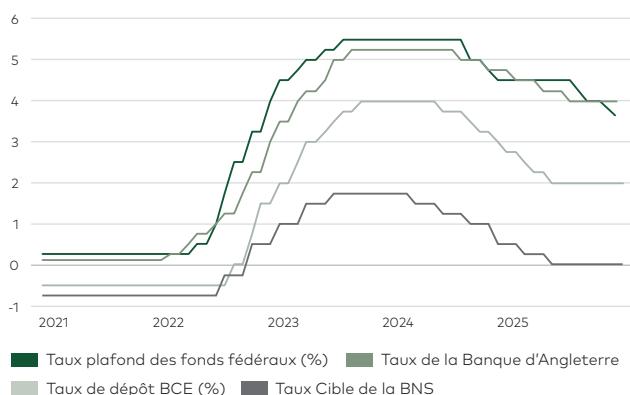
L'Europe a continué à faire preuve de résilience économique, tandis que la conjoncture japonaise a maintenu son élan malgré des chiffres du PIB qui sous-estiment la vigueur sous-jacente. L'économie chinoise, en revanche, est restée sous pression, confrontée notamment à des forces déflationnistes bien ancrées et des fragilités persistantes dans le secteur immobilier.

**Rendement global par segment: gouvernements, entreprises («investment grade» & haut rendement) et pays émergents (USD & monnaie locale)**



Les marchés financiers ont été soutenus par une Fed de plus en plus accommodante, qui a abaissé ses taux lors de chacune des réunions de politique monétaire du quatrième trimestre. Ce changement a catalysé la forte performance du marché du crédit, même si l'appétence au risque a brièvement vacillé dans les secteurs liés à l'IA.

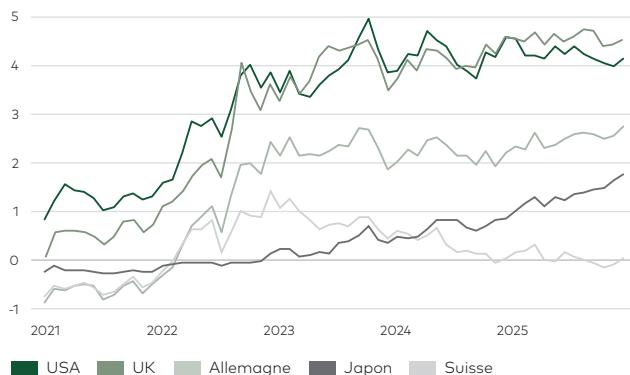
**Évolution des taux d'intérêt des banques centrales**



## OBLIGATIONS D'ÉTATS DÉVELOPPÉS

Les marchés obligataires souverains ont pour l'essentiel évolué dans des fourchettes définies. Les anticipations d'un nouvel assouplissement de la Fed ont été tempérées par du scepticisme quant à l'opportunité d'abaisser les taux dans un contexte d'inflation toujours supérieure à l'objectif. Le marché des Gilts britanniques a surperformé sur fond de cadre budgétaire transparent et crédible, tandis que les rendements des obligations d'État japonaises ont continué de progresser, reflétant une croissance intérieure robuste, de nouvelles relances budgétaires et une inflation persistante.

**Rendements nominaux d'une sélection d'obligations d'État à 10 ans**



Les marchés obligataires australiens et néo-zélandais ont subi des ventes massives, les investisseurs revoyant leurs anticipations quant à la fin de leurs cycles d'assouplissement respectifs.

Les obligations suisses ont aussi quelque peu corrigé, la BNS étant réticente à faire passer les taux directeurs en territoire négatif malgré le faible niveau d'inflation récent. Suite à un accord avec le Trésor américain, la BNS dispose d'une plus grande marge de manœuvre pour intervenir sur les marchés des changes.

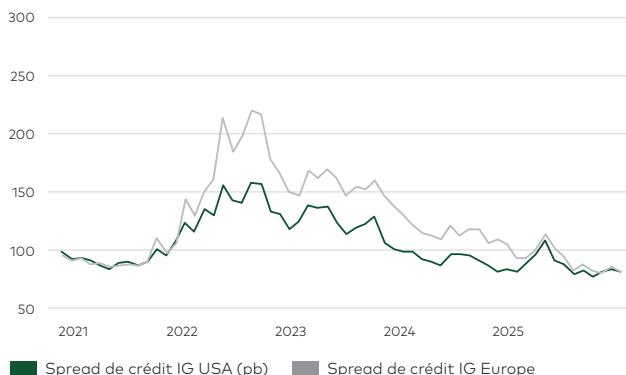
## OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

Au cours des premières semaines du trimestre, le crédit américain a souffert des inquiétudes concernant l'économie dans un contexte de publications limitées de données. Les entreprises technologiques américaines ont levé des fonds importants pour des investissements liés à l'IA par le biais d'émissions obligataires, entraînant un élargissement des spreads de crédit.

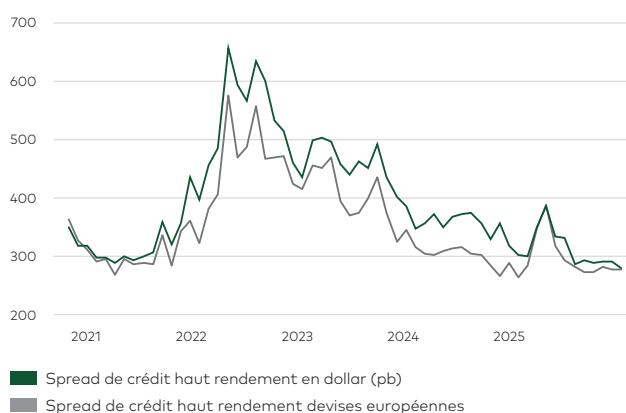
## DETTE EMERGENTE EN MONNAIE FORTE

Les obligations émergentes libellées en devises fortes ont bénéficié de l'assouplissement de la politique monétaire américaine, des baisses de taux opérées par de nombreuses banques centrales émergentes et du climat général favorable sur les marchés. Les résultats des élections en Argentine et le soutien financier apporté par les États-Unis à ce pays ont considérablement stimulé le marché des obligations en dollars américains.

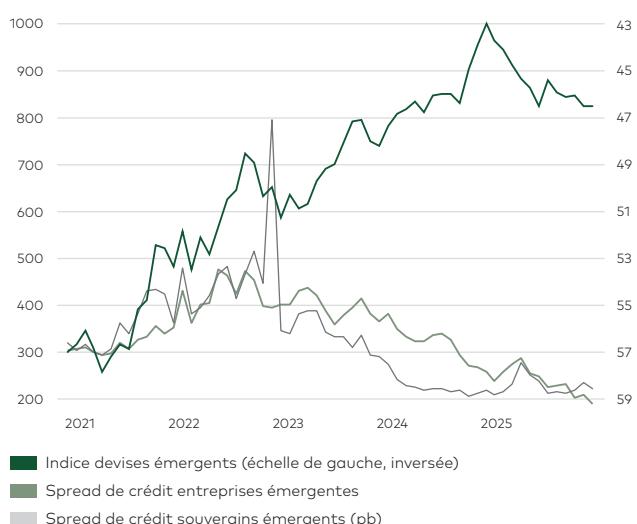
### Spreads de crédit aux États-Unis et en Europe



### Spreads de crédit à haut rendement aux États-Unis et probabilité de récession (dérivée de la courbe de taux)



### Spreads de crédit sur les obligations émergentes et rendement local (Barclays)

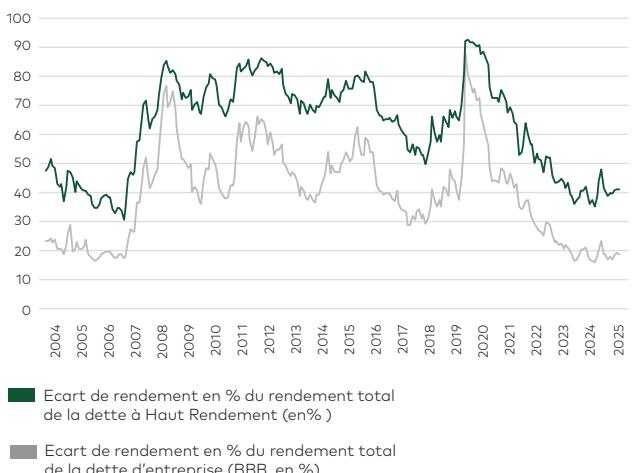


## DETTE EMERGENTE EN MONNAIE LOCALE

L'assouplissement de la Fed tout au long du trimestre et le recul du dollar en décembre ont soutenu les obligations émergentes en monnaie locale. Les décideurs politiques ont pu répondre aux inquiétudes liées à l'impact de la hausse des droits de douane américains par un moindre risque de chocs défavorables sur les devises. D'ici la fin de l'année, de nombreux pays émergents auront également une vision plus claire de la politique tarifaire américaine, même si certains grands pays comme l'Inde et l'Indonésie ont été négativement affectés par ces taxes.

Depuis le milieu du trimestre, la Chine a laissé sa monnaie s'apprécier, ce qui a apporté un soulagement supplémentaire aux pays émergents confrontés à un rééquilibrage des flux commerciaux suite à l'instauration des droits de douane américains.

### Ecart de rendement en % du rendement total



## PROJECTION DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES

Segments	Rendement (%)			Vue sur le rendement total (horizon 12m)
	USD	EUR	CHF	
Cash	3,65	1,87	-0,12	▼
Court-terme à rendement élevé	4,61	2,74	0,43	↗
Obligations souveraines (10 ans)	4,18	2,86	0,34	↗
Obligations souveraines indexées l'inflation (10 ans)	1,89	0,87	n.a.	↗

Segments	Ecart par rapport au rendement souverain (pb)	Vue sur le rendement total (horizon 12m)
Obligations d'entreprises	80	↗
Obligations hybrides	147	↗
Obligations à haut rendement	296	↗
Souverain émergents	184	↗
Entreprises émergentes	217	↗
Dette émergente en monnaie locale	n.s.	↗

Source: indices Bloomberg avec risque de devise couvert



## CREDITS CONTRIBUTEURS

### REDACTION

**Florian Marini**, Chief Investment Officer  
**Anick Baud**, Senior Fund Manager  
**Malek Dahmani**, Fund Manager  
**Manuel Streiff**, Conseiller

### EDITION ET MISE EN PAGE

**Yves Ninghetto**, LaFabrique Genève

### RELECTURE

**Karen Guinand**

### AVERTISSEMENT

La présente publication est destinée à une diffusion privée et à des fins d'information uniquement. Elle ne constitue ni une recommandation personnelle, ni un conseil en investissement, ni une offre ou une invitation à acheter ou à vendre un titre ou un instrument financier.

Les informations sont basées sur des sources jugées fiables et Bruellan met tout en œuvre pour en assurer l'exactitude. Cependant, les informations et les prix peuvent varier en tout temps.

Bruellan n'encourt aucune responsabilité pour d'éventuels dommages qui découleraient de l'utilisation d'informations contenues dans la présente publication.

Cette dernière n'est pas destinée à être distribuée, publiée ou utilisée dans une juridiction dans laquelle un tel acte serait illégal, ni destinée aux personnes ou entités auxquelles il est prohibé de l'adresser. En particulier, ce document ou toute copie de celui-ci ne peut être envoyé ou distribué aux États-Unis d'Amérique ou à une personne américaine.

Le présent document ne peut être reproduit (en tout ou en partie), transmis, modifié ou utilisé à des fins publiques ou commerciales.

**Bruellan SA dispose d'une autorisation délivrée par la FINMA.**

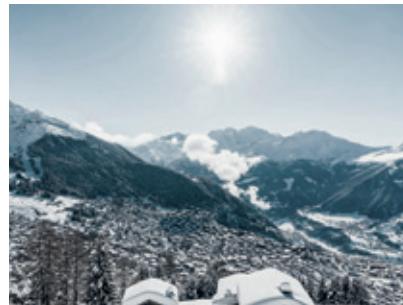
### SOURCE DES GRAPHIQUES

Bloomberg et Bruellan SA.  
Bruellan SA est réglementée par la FINMA.

**© 2025 Bruellan SA – Tous droits réservés**

## CONTACTS OÙ NOUS TROUVER

23



### GENÈVE

Bruellan S.A.  
Rue Pecolat 1  
CH-1201 Genève

Tél +41 22 817 18 55  
[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)

### VERBIER

Bruellan S.A.  
Rue de Médran 16  
CH-1936 Verbier

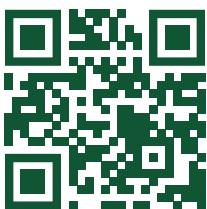
Tél +41 27 775 56 56  
[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)

### CRANS-MONTANA

Bruellan S.A.  
Rue du Pas-de-l'Ours 6  
CH-3963 Crans VS

Tél +41 27 486 24 24  
[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)

[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)



### GSTAAD

Bruellan S.A.  
Gstaadstrasse 8  
CH-3792 Saanen

[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)

### MARTIGNY

Bruellan S.A.  
7, Place du Bourg  
CH-1920 Martigny

[www.bruellan.ch](http://www.bruellan.ch)



PANORAMA EST ÉGALEMENT DISPONIBLE EN LIGNE  
[WWW.BRUELLAN.CH](http://WWW.BRUELLAN.CH)