

Vontobel

Investors' Outlook

Les marchés retiennent
leur souffle



Avril 2026

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Quo vadis ?

6 Points saillants du marché

Le Japon est-il sur le point de reflleurir ?

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 Prévisions

19 Références

Glossaire et sources

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

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

Auteurs*

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

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition : le 7 mai 2026)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

1 avril 2026

Date de publication

2 avril 2026

Remarques

voir «Remarques juridiques» à la page 17

Les marchés retiennent leur souffle



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

Chères lectrices, chers lecteurs,

La guerre en Iran accapare toute l'attention des investisseurs. Ceux-ci se demandent pour l'instant jusqu'où ira le conflit, quelles seront les conséquences pour les approvisionnements énergétiques et l'inflation, et si le détroit d'Ormuz demeurera longtemps un point de blocage.

Si le détroit est rouvert, les chances de croissance économique mondiale et de bénéfices décents pour les entreprises peuvent rester intactes. Sinon, et si les prix de l'énergie augmentent et que la croissance ralentit, le risque de stagflation¹ devient réel. Avec autant d'inconnues, les marchés retiennent leur souffle tandis que les banques centrales évaluent l'impact de la guerre sur l'inflation.

Actuellement, nous pensons que la tension retombera suffisamment pour que le détroit s'ouvre à nouveau, même si le conflit n'est pas réglé, et nous maintenons notre scénario macroéconomique positif. Mais la situation actuelle souligne un ensemble de risques naissants pour ce scénario de base. Nous constatons également que de nombreuses entreprises mettent en avant leur faible exposition directe au Moyen-Orient, alors que ce n'est pas pertinent. L'économie mondiale est interdépendante, comme en témoigne clairement l'exemple du pétrole et du gaz. L'absence d'exposition directe à cette région n'exclut pas l'exposition indirecte par le biais des marchés de l'énergie. Par ailleurs, une crise économique dans le golfe Persique n'a pas nécessairement d'incidence sur la croissance mondiale, mais pourrait affecter les marchés des capitaux. Selon nous, il ne faut pas sous-estimer cet effet secondaire.

Le crédit privé recèle aussi un potentiel de risque pour les marchés. Ces fonds prêtent souvent aux entreprises du secteur des logiciels et des technologies (dont les modèles d'affaires pourraient être menacés par l'IA), sous la forme de prêts illiquides négociés de gré à gré, dont les valorisations sont moins transparentes que la dette cotée, ce qui complique l'évaluation de la qualité réelle du crédit. Ce qui déstabilise les marchés, c'est la perte soudaine de liquidité, surtout dans les systèmes marqués par un fort effet de levier accumulé. Dans le crédit privé, certains aspects des structures d'endettement en cascade² ont le potentiel de déclencher un effet domino, où les investisseurs commencent à subir des pertes parce qu'ils ont massivement investi dans le crédit privé et qu'ils doivent revendre leurs actifs. Cela peut devenir le premier facteur de pression pour les marchés dans leur ensemble, et il se peut que nous ayons déjà assisté aux signes avant-coureurs d'une telle dynamique.

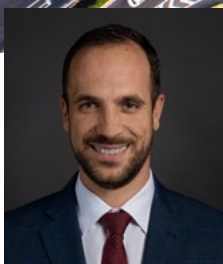
De notre point de vue, cela peut devenir problématique si le détroit d'Ormuz reste fermé pendant longtemps. Cela dit, s'il est fermé aux Occidentaux, il reste ouvert aux navires chinois et iraniens. Nous proposons régulièrement aux clients de la Boutique Multi Asset des points détaillés sur l'évolution de la situation au Moyen-Orient.

Dans ce numéro d'Investors' Outlook, nous nous penchons de près sur l'économie japonaise et ses perspectives avec la Première ministre Sanae Takaichi, nous étudions l'impact de la guerre en Iran sur les prix alimentaires et nous expliquons les défis qui se posent aux banques centrales.

.....
 → **Webcast**

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

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



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

Quo vadis ?







Avec la guerre en Iran, chaque jour qui passe soulève de nouvelles questions pour les investisseurs et jette le doute sur notre scénario économique de base pour 2026. La dynamique de croissance positive s'est interrompue tandis que l'augmentation des prix du pétrole et du gaz risque d'alimenter l'inflation dans un contexte d'attaques contre les infrastructures énergétiques et d'escalade des tensions entre les États-Unis et l'Iran. Dans ces conditions, les banques centrales remettront probablement à plus tard leurs baisses de taux.

Pour l'instant, nous pensons que le conflit sera très certainement de courte durée. Parmi les arguments rationnels à l'appui de cette prévision figurent le soutien limité de l'opinion publique américaine à un conflit long et coûteux, le fait qu'un conflit de longue durée n'est pas dans le meilleur intérêt des acteurs régionaux tels que l'Arabie saoudite et le Qatar, la difficulté que représente un changement de régime en Iran et la pression accrue exercée sur les grandes économies telles que la Chine. Dans ce scénario, la croissance est plus susceptible de stagner que de se contracter. Mais plus le conflit durera, plus le risque de ralentissement, voire de récession, est grand. Et malgré ces arguments rationnels, rien ne garantit que tous les acteurs conserveront un comportement rationnel. Les

USA pourraient viser la désescalade, mais l'Iran dispose de suffisamment de moyens de pression et ne cèdera pas sans concession majeure.

La guerre complique aussi les affaires des banques centrales. Nombre d'entre elles avaient ralenti ou suspendu leurs baisses de taux, mais l'envolée des prix de l'énergie obscurcit désormais les perspectives. Le président de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell, a reconnu que la hausse des coûts de l'énergie renforcerait l'inflation globale et que personne ne peut prédire l'impact de la guerre sur l'économie. Pour la Banque centrale européenne, le défi est encore plus grand compte tenu de la dépendance énergétique de l'Europe. La hausse des prix du pétrole accroît l'incertitude économique et augmente les risques inflationnistes.

Lors d'une réunion spéciale tenue début mars, notre Comité d'investissement a mis fin à sa surpondération dans les matières premières et réalloué les fonds ainsi libérés aux liquidités. Lors de sa réunion suivante deux semaines plus tard, il a laissé son allocation d'actifs inchangée. Plus de détails à la page 5.

	SOUS-PONDÉRATION ³		NEUTRE ⁴	SURPONDÉRATION ⁵		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités						Nous avons relevé notre positionnement en liquidités à légèrement surpondéré lors d'un Comité d'investissement ad hoc début mars. Nous sommes prêts à redéployer ce capital à mesure que de nouvelles opportunités se présentent.
2 Obligations						Nous continuons de sous-pondérer le segment obligataire. Nos positions sous-pondérées en obligations d'entreprise investment grade (IG) ⁶ et à haut rendement (HY) ⁷ restent inchangées. Dans le segment IG, les valorisations semblent tendues et l'offre devient plus problématique. La multiplication des émissions d'obligations liées à l'IA s'ajoute à l'offre d'obligations premium et devrait exercer une pression soutenue sur les spreads. Dans le segment HY, les fondamentaux ne se détériorent pas encore trop, mais les spreads sont déjà serrés et leur potentiel de compression supplémentaire est limité. Si l'offre s'intensifie et si la croissance ralentit modérément, les spreads ont plus de chances de s'élargir sur les douze prochains mois. Nous maintenons une position neutre sur les obligations en monnaies fortes des marchés émergents (ME).
3 Actions						Nous surpondérons toujours les actions, car nous pensons que le conflit en Iran sera de courte durée. Le choc pétrolier crée pour l'instant des vents contraires, mais les conditions macroéconomiques favorables d'avant-guerre (relance budgétaire, inflation contenue, politique monétaire neutre) peuvent en atténuer l'impact. Le cycle d'investissement dans l'IA devrait aussi compenser en partie le léger ralentissement de l'activité. La guerre du Golfe a pesé sur nos préférences pour les actions des ME et de la zone euro, en raison de leur dépendance énergétique. Toutefois, ces vents contraires temporaires semblent déjà intégrés par les marchés.
4 Or						Nous conservons une opinion neutre sur l'or, sous pression depuis le déclenchement de la guerre en Iran. Celui-ci est temporairement sous la barre des 4 500 USD l'once. Une certaine faiblesse après des événements géopolitiques n'est pas inhabituelle, mais l'absence de rebond de l'or surprend. Sa hausse avant la guerre, combinée au dollar fort et aux inquiétudes liées à l'inflation et au resserrement monétaire, semble l'emporter sur la demande d'actifs refuges. L'orientation de la Fed sera déterminante : une intensification du conflit au Moyen-Orient, alimentant l'inflation et prix du pétrole, pourrait accentuer la pression baissière sur l'or, comme en 2022. Il faudra aussi surveiller les flux des fonds négociés en Bourse (ETF) ⁸ et l'activité des banques centrales.
5 Matières premières						Nous avons fermé notre position surpondérée en matières premières début mars. Notre révision à la hausse de janvier se basait sur une perspective favorable à la croissance, un affaiblissement du dollar US et le rôle de couverture contre les risques géopolitiques des matières premières. Depuis lors, ces facteurs de soutien se sont affaiblis (perspectives de croissance et évolution du dollar) ou se sont déjà matérialisés. Le choc géopolitique s'est bel et bien produit, le prix du pétrole ayant augmenté de plus de 55 % sur les 30 derniers jours. L'histoire a montré que les périodes où le prix du pétrole est très élevé se terminent rarement bien pour les matières premières, car elles mènent à un gonflement de l'offre et, au final, à une destruction de la demande.
6 Stratégies alternatives						Nous maintenons une opinion neutre vis-à-vis des fonds alternatifs et de l'immobilier.

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

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

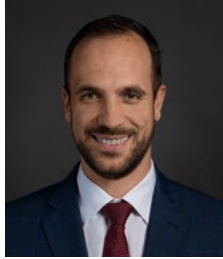
Le Japon est-il sur le point de refleurir ?

Chaque printemps, le Japon se pare des couleurs des sakuras, une saison éphémère où les fleurs des cerisiers recouvrent l'archipel d'une douce palette de roses et de blancs. Depuis des siècles, cette période constitue davantage qu'un spectacle visuel. Pour les Japonais, elle est synonyme de saisei, c'est-à-dire de renouveau. Cette métaphore a rarement été plus appropriée pour la macroéconomie japonaise qu'en 2026. Après des décennies de stagnation hivernale, le paysage politique et économique du pays se ranime. Pour les investisseurs, la question n'est plus de savoir si le Japon va vraiment se réveiller. Ils se demandent si, sous la récente supermajorité de la Première ministre Sanae Takaichi, le pays parviendra enfin à fleurir de manière dynamique et durable.





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



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

Au Japon, Sanae Takaichi fait des vagues. Protégée du défunt Shinzo Abe, elle a marqué l'histoire en 2025 en devenant la première femme à diriger le pays, puis en consolidant rapidement son pouvoir avec une victoire écrasante en février 2026. Son parti libéral-démocrate dispose maintenant d'une très confortable majorité avec les deux tiers des sièges à la chambre basse, ce qui lui donne au Parlement un mandat législatif pour le changement dont ses prédécesseurs auraient rêvé. Son programme politique, souvent surnommé « Sanaeonomics », fait la part belle à l'expansion budgétaire⁹. Ses promesses phares comprennent des investissements conséquents dans la sécurité économique et mettent l'accent sur des domaines tels que les semi-conducteurs, l'énergie de fusion et l'intelligence artificielle. Elle préconise aussi des mesures populaires, telles que la suspension de la taxe à la consommation sur les produits alimentaires destinée à alléger le fardeau financier des ménages. Contrairement aux dirigeants précédents, qui privilégiaient l'équilibre du budget, Takaichi estime que la croissance passe avant tout, car une économie revivifiée finit toujours par surmonter sa dette. Et sa position accommodante ne se limite



8 Points saillants du marché

pas à la politique budgétaire. Elle a aussi défendu les conditions monétaires avantageuses, qualifiant même de « stupides » les hausses de taux pratiquées par la Banque du Japon (BoJ) en 2024¹⁰.

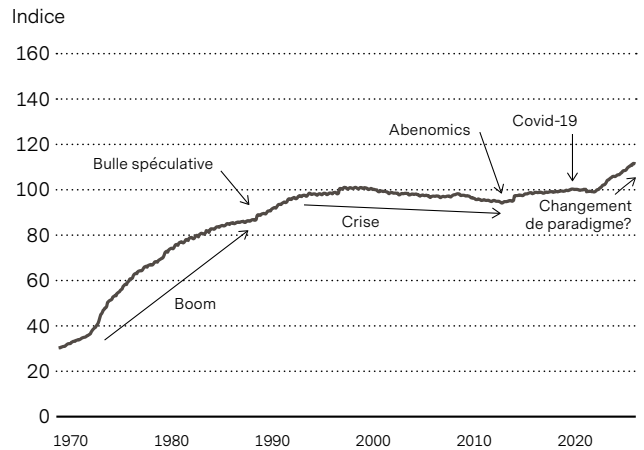
Au-delà des questions économiques, Takaichi est une fervente partisane d'une ligne dure en matière de politique étrangère. Elle est non seulement décidée à doubler les dépenses militaires à 2% du produit intérieur brut (PIB), mais elle ambitionne aussi de réviser la Constitution pacifiste du Japon. Plus précisément, elle voudrait révoquer l'Article 9, qui postule que le Japon renonce « à la guerre en tant que droit souverain de la nation, ou à la menace, ou à l'usage de la force comme moyen de règlement des conflits internationaux » (c'est-à-dire qu'il interdit explicitement au Japon d'entrer en guerre)¹¹. En Chine, Takaichi a déjà froissé certaines sensibilités en avançant que si la Chine attaquait Taïwan, cela constituerait une « menace pour la survie » du Japon¹², déclenchant une crise diplomatique avec Pékin. Dans sa vision d'un Japon fort, elle promeut les valeurs traditionnelles de la société et adopte une position dure vis-à-vis de l'immigration.

Un long hiver japonais: des décennies de déflation et de déclin démographique

Pour comprendre l'approche audacieuse de Takaichi, il faut reconnaître le poids de l'histoire qu'elle s'efforce de renverser. Pendant plus de trente ans, le Japon est considéré dans le monde entier comme un exemple typique de stagnation économique, d'inflation faible voire négative et de déclin démographique. L'éclatement de la bulle spéculative, au début des années 1990, a marqué le début des « décennies perdues », une longue période de marasme économique. Première économie développée à composer avec un recul de sa population active, le Japon a servi de mise en garde. Le vieillissement de la population et le déclin du taux de natalité ont étouffé la demande intérieure, tandis que l'éclatement de la bulle créait un sentiment déflationniste. Minés par l'incertitude, consommateurs et entreprises ont conservé leurs liquidités au lieu de les dépenser ou de les investir, ce qui a aggravé la stagnation.

Les « Abenomics »¹³, programme économique lancé en 2012 par le Premier ministre Shinzo Abe, a tenté de briser ce cercle vicieux grâce à « trois flèches » : une politique monétaire très accommodante menée par la BoJ pour lutter contre la déflation et stimuler l'activité économique, une politique budgétaire flexible pour stimuler la demande à court terme tout en s'attaquant aux défis fiscaux de long terme, et des réformes structurelles destinées à rendre le Japon plus compétitif. Même si ce programme a permis d'affaiblir le yen et de soutenir le marché immobilier et les

Graph. 1 : Le Japon a connu 30 ans de déflation, qui a pris fin avec la pandémie



— Indice d'inflation de base Japon

Source : LSEG, Vontobel ; au 20 mars 2026.

actions, l'objectif d'inflation fixé par la BoJ à 2% est resté hors d'atteinte – jusqu'à la pandémie (graph. 1).

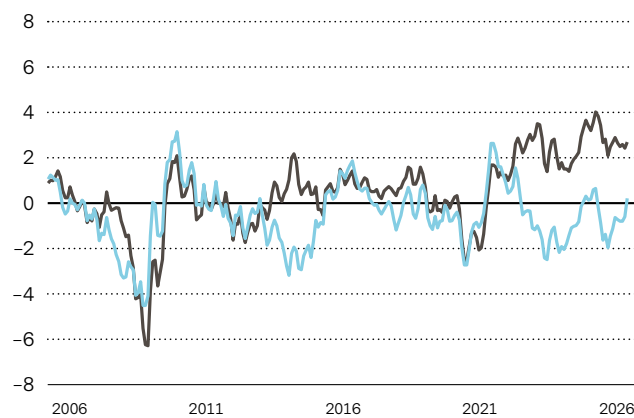
Au début des années 2020, le choc sur l'offre a réussi là où une décennie de mesures de relance avait échoué : il a importé de l'inflation et a entraîné une hausse des anticipations d'inflation. En avril 2022, l'inflation globale a dépassé l'objectif de la BoJ pour la première fois depuis des années, et s'est maintenue au-dessus de ce seuil jusqu'en décembre 2025. Ce changement d'environnement économique a aussi modifié la dynamique des négociations salariales. Avant la poussée d'inflation, les grandes entreprises répugnaient généralement à accorder d'importantes augmentations de salaire, limitant ces dernières à 2% environ. Mais en 2024 et en 2025, elles se sont retrouvées contraintes de proposer des augmentations supérieures à 5% pour compenser la hausse de l'inflation et conserver leur personnel.

Pourquoi Takaichi devrait agir avec prudence

Les déclarations affirmées de Takaichi ont fait des vagues, mais elle devrait selon nous faire attention en les mettant en pratique. En effet, elle hérite d'un Japon qui n'est plus « froid ». L'inflation globale et l'inflation sous-jacente oscillant autour de 2%, elle doit stimuler l'économie sans la pousser en surchauffe. L'opinion publique japonaise,

Graph. 2 : La croissance réelle des salaires est globalement nulle

Variation annuelle en pourcentage



— Croissance nominale des salaires au Japon
— Croissance réelle des salaires

Source : LSEG, Vontobel ; au 20 mars 2026.

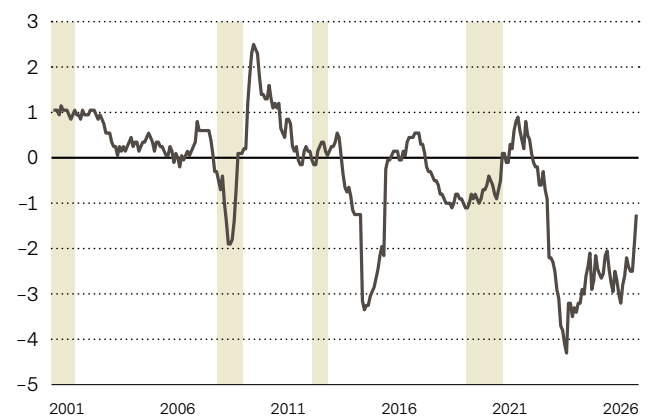
habituee à la stabilité des prix depuis une génération, reste très sensible à l'augmentation du coût de la vie. Selon un sondage d'opinion d'Asahi sur les problèmes les plus urgents du pays, l'inflation occupait la première place (avec plus de 60%) en septembre 2025. Une réponse peu surprenante, car les salaires réels (après correction de l'inflation) sont longtemps restés en territoire négatif, avant de redevenir légèrement positifs il y a peu seulement (graph. 2).

Afin de limiter le risque de retour de bâton, nous pensons que Takaichi doit donner la priorité aux réformes ayant un effet sur l'offre. Dans cette optique, l'emploi constitue la pierre angulaire. Étant donné le déclin démographique et la position fermement anti-immigration qui risque de tendre encore plus le marché de l'emploi déjà sous pression, toute la croissance économique du Japon dépend de l'amélioration de la productivité du pays. Cela nécessite des réformes visant à assouplir le marché du travail – notamment en flexibilisant la réglementation sur les heures supplémentaires afin de permettre aux travailleurs qui le souhaitent de gagner davantage – ainsi qu'une intégration plus poussée de l'automatisation.

Nous pensons également que Takaichi devra faire preuve de prudence en matière de politique monétaire. Elle privi-

Graph. 3 : Un nouveau durcissement de la politique monétaire est nécessaire

En %



— Rendement réel Japon
(taux directeur de la BoJ moins inflation de base)
■ Récessions japonaises

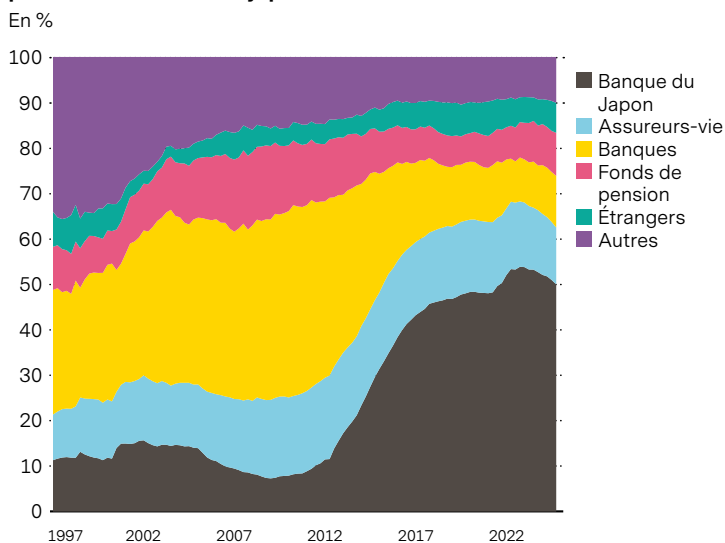
Source : LSEG, Vontobel ; au 20 mars 2026.

légie des taux d'intérêt bas alors que la BoJ a martelé la nécessité de les relever. Pourquoi la banque centrale veut-elle encore augmenter les taux alors que l'inflation s'est récemment assagie à environ 2%? Parce que sa politique monétaire reste accommodante. Même après avoir porté son taux directeur à 0,75% à la fin 2025, les taux d'intérêt réels (corrigés de l'inflation) restent largement négatifs (graph. 3). L'inflation demeurant plutôt tenace et le yen restant faible, la BoJ pourrait être contrainte de relever ses taux pour atteindre un taux de 1,25–1,50%. Il en résulte un bras de fer entre le gouvernement, qui souhaite augmenter les dépenses, et la banque centrale, qui doit normaliser sa politique monétaire.

Le marché obligataire a déjà commencé à manifester son inquiétude. En janvier 2026, le rendement des emprunts de l'État japonais (JGB) à 10 ans a franchi la barre des 2,3% et le rendement à 40 ans a dépassé 4% pour la première fois depuis des décennies (les rendements des obligations évoluent à l'inverse de leurs prix). La pression à la hausse s'est à nouveau intensifiée en février quand Takaichi a rencontré le gouverneur de la BoJ, Kazuo Ueda, et exprimé ses réserves quant à de nouvelles hausses de taux. Pour ajouter aux inquiétudes du marché, elle a nommé deux « reflationnistes » au conseil de la BoJ¹⁴.

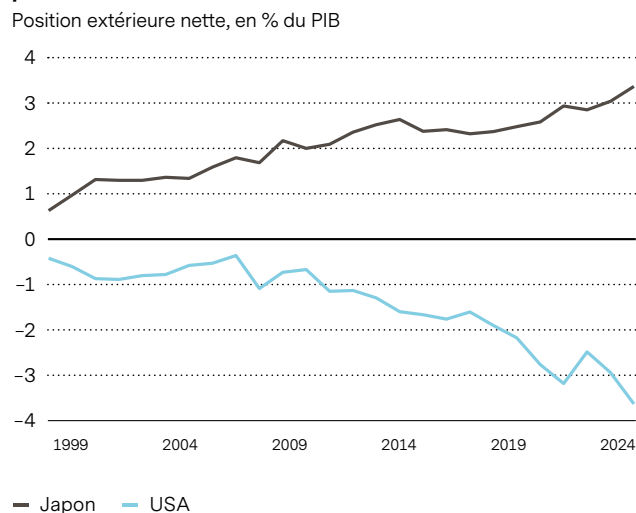
10 Points saillants du marché

Graph. 4 : Les emprunts souverains sont essentiellement détenus par des investisseurs japonais



Source : LSEG, Vontobel ; au 31 décembre 2025.

Graph. 5 : Le Japon n'a pas besoin de capitaux étrangers pour se financer



Remarque : la position extérieure nette (PEN) est un indicateur économique essentiel qui représente la différence entre la valeur des actifs financiers détenus par des Japonais à l'étranger et la valeur des passifs extérieurs détenus par les non-résidents. Une PEN positive indique une nation créditrice nette, une PEN négative une nation débitrice nette.

Source : LSEG, Vontobel ; au 31 décembre 2024.

Pour résumer, les investisseurs craignent que son audace budgétaire combinée à la hausse des taux d'intérêt rende insoutenable le ratio dette/PIB déjà colossal (estimé à près de 235-250% du PIB début 2026).

Une crise budgétaire peu probable

Malgré le retour à Tokyo des «bond vigilantes»¹⁵, la probabilité de véritable crise budgétaire ne nous inquiète pas plus que cela. Plusieurs facteurs justifient cette confiance. D'abord et avant tout, comme le Japon emprunte dans sa propre monnaie, il ne risque guère de manquer d'argent (au pire, le Japon pourrait se contenter d'imprimer plus de billets pour honorer ses engagements). Deuxièmement, les emprunts souverains sont essentiellement détenus par des investisseurs japonais. Environ 90% des JGB sont en effet détenus par des établissements nippons, dont fait partie la BoJ, des banques et des compagnies d'assurance (graph. 4). Ces établissements ont tout intérêt, selon nous, au maintien de la stabilité. Celle-ci réduit le risque de fuite des capitaux à l'étranger, souvent à l'origine des défauts souverains. Troisièmement, si l'on observe la position nette du Japon en termes d'investissements internationaux – un indicateur économique essentiel qui représente la différence entre le stock d'actifs financiers étrangers détenus par un pays et les engagements de ses résidents vis-à-vis de l'étranger – révèle que le Japon est

créditeur net, avec un portefeuille bien rempli d'investissements internationaux. Concrètement, cela signifie qu'il ne dépend pas de la bienveillance des étrangers (autrement dit, des capitaux étrangers) pour financer son déficit (graph. 5). Quatrièmement, les investisseurs doivent aussi se rappeler que la dette brute du Japon, qui se situe actuellement à près de 235% du PIB, doit être diminuée des actifs du secteur public et des avoirs en obligations d'État détenus par la banque centrale. Une fois ces ajustements faits, la dette nette du pays passe à «seulement» 134% du PIB, ou 45% du PIB si l'on exclut les positions de la BoJ. Autre facteur souvent ignoré, le Japon a une charge d'intérêts bien inférieure à celle de ses pairs. En 2024, la part de la charge d'intérêts nette du gouvernement dans ses dépenses totales avoisinait 1%. Pour comparaison, la zone euro consacrait environ 3,2% de ses dépenses au paiement des intérêts, et les USA plus de 9%.

Enfin, l'inflation, aussi mal aimée qu'elle soit, a aussi ses avantages. En accroissant les recettes fiscales et le PIB nominal, elle réduit logiquement le volume relatif de la dette.

L'appréciation du yen nous semble probable

Si Takaichi a toujours défendu la faiblesse du yen pour soutenir les exportations, le changement de cap macroéconomique en 2026 crée les conditions idéales pour une appréciation de la monnaie. L'hypothèse de la hausse du yen repose sur plusieurs arguments. Premièrement, avec l'USD/JPY autour de 159, le yen reste sous-évalué selon les modèles de parité du pouvoir d'achat.

Deuxièmement, les spreads se resserrent et les opérations de portage se dénouent¹⁶. Pendant des années, le yen a servi au monde entier de monnaie de financement des opérations de portage – une stratégie qui consiste, pour l'investisseur, à emprunter des capitaux à un faible taux d'intérêt pour investir dans des actifs dont le potentiel de rendement est supérieur – parce que les taux japonais restaient nuls (voire négatifs), alors que reste du monde relevait ses taux. Tant que la BoJ relève ses taux pendant que les autres les maintiennent à leur niveau ou les baissent, l'écart de rendement en défaveur du yen diminue. Voilà qui rend les opérations de portage basées sur le yen moins intéressantes, ce qui crée de fortes positions vendeuses sur la monnaie. En conséquence, il est de plus en plus intéressant de détenir des positions sur le yen.

Troisièmement, une vague de rapatriement est probable. En 2025, le Japon était la deuxième nation créditrice après l'Allemagne. Comme les rendements des JGB à 10 ans frôlent les 2,5% et que ceux à 40 ans ont dépassé 4%, le rendement « sans risque » sur le marché japonais redevient enfin intéressant. C'est pourquoi les assureurs-vie et les fonds de pension japonais sont tentés de vendre des bons du Trésor américain et des emprunts européens pour acheter des JGB. Un rapatriement massif de capitaux au pays permettrait de rebâtir la demande structurelle en yens, qui irait à l'encontre de la préférence rhétorique de Takaichi pour une monnaie faible.

Quatrièmement, nous pensons que le yen va certainement bénéficier du soutien d'intérêts étrangers. Qu'est-ce que cela signifie ? Les États-Unis, notamment sous la présidence de Donald Trump, ont clairement dit qu'ils ne toléreraient pas une dépréciation excessive des devises étrangères, qu'ils considèrent comme une menace pour la compétitivité du pays. Le Département du Trésor surveille de près les pratiques monétaires des principaux partenaires commerciaux des États-Unis, et publie un rapport semi-annuel à l'attention du Congrès. Les États-Unis peuvent accuser un pays de manipuler sa monnaie s'il remplit trois conditions bien précises : un important excédent commercial, un important excédent de la balance courante et la preuve qu'il intervient régulièrement

et unilatéralement sur le marché des changes afin d'affaiblir sa monnaie. Le Japon n'a pas été qualifié de manipulateur de monnaie ces dernières années, mais il remplit déjà deux critères sur trois (excédent commercial et excédent de la balance courante). Compte tenu de la tendance de Trump à imposer des droits de douane aux pays qui ont attiré son courroux, nous pensons que le Japon a tout intérêt à éviter de rejoindre leurs rangs.

Enfin, notons qu'il est déjà arrivé à la BoJ d'intervenir sur le marché des changes après une forte dépréciation du yen. En septembre 2022, par exemple, le ministre des Finances japonais est intervenu en ordonnant à la BoJ de vendre des dollars US et d'acheter des yens quand la monnaie nippone est tombée à 145 pour un dollar, un record depuis 24 ans, pour cause d'élargissement du spread Japon/US. Une autre intervention a eu lieu en octobre 2022, lorsque le yen a franchi la barre de 150 pour un dollar. Même si le yen a toutes les chances de s'apprécier, nous jugeons peu probable qu'il revienne aux plus hauts (moins de 100 JPY/USD) qui avaient fait s'effondrer les exportations dans les années 2010. La large majorité dont dispose Takaichi constitue un filet de sécurité politique : si le yen se renforce trop rapidement, elle a le pouvoir d'intervenir avec de nouvelles mesures budgétaires ou de faire pression sur la BoJ pour qu'elle fasse une pause.

Où notre raisonnement peut-il pêcher ?

Notre perspective macroéconomique pour le Japon est grevée de trois principaux risques. Premièrement, les législateurs japonais pourraient commettre des erreurs graves. Par exemple, la BoJ pourrait relever les taux trop brutalement ou trop lentement, ou tout simplement ne pas agir si son indépendance est compromise par une interférence de Takaichi. Deuxièmement, la viabilité du budget pourrait être confrontée à des défis plus importants que prévu, surtout si des mauvaises mesures sont prises. Enfin, une escalade géopolitique pourrait prématurément compromettre le renouveau du Japon, que ce soit via un face-à-face militaire avec des voisins asiatiques ou des chocs énergétiques entraînant une forte hausse de l'inflation. Rappelons que le Japon dépend du Moyen-Orient pour environ 95% de ses importations de pétrole et 11% de son GNL, dont près de 70% du pétrole et 6% du GNL transitent par le détroit d'Ormuz.

Réévaluation de la situation



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

Ce qui ressemblait il y a peu à un scénario d'assouplissement assez simple n'en est plus un. Devant le ralentissement de la croissance et le tassement du marché de l'emploi, la Fed s'est mise en mode attente, tandis que l'envolée des prix du pétrole remet les risques inflationnistes à l'avant-plan. Ce compromis maintient la politique monétaire en pause pour l'instant.

Les marchés ont déjà réévalué leurs anticipations (graph. 1). Les prévisions de réduction des taux pour les prochaines semaines ont été reportées et les rendements à court terme ont augmenté. Tant que les prix de l'énergie restent élevés, la Fed n'a guère le loisir d'assouplir sa politique sans risquer une nouvelle poussée d'inflation. Cela dit, son calendrier a changé, mais pas son cap. Si la croissance continue de ralentir et si le marché de l'emploi poursuit son relâchement, il est tout de même probable que la Fed baisse ses taux, selon nous. Ce qui a changé, c'est qu'on s'attend désormais à un cycle d'assouplissement plus long et plus progressif. Pour les taux, cela rend selon nous moins probable une position de duration longue dans l'immédiat. Les rendements pourraient rester élevés et volatiles tant que les marchés soupèsent les risques inflationnistes au vu du ralentissement de la

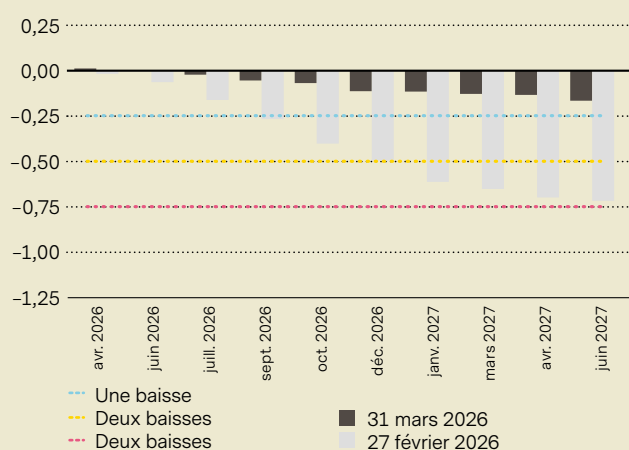
croissance. Mais nous pensons que la duration offre tout de même une protection dans les scénarios baissiers.

Un contexte moins favorable au crédit

Depuis le début de la guerre en Iran, le crédit a commencé à sous-performer, l'augmentation des prix du pétrole, la montée de l'incertitude et la réévaluation des prévisions de taux ont pesé sur le sentiment, élargissant les spread. D'un côté, le ralentissement de la croissance, l'augmentation des coûts de financement et l'incertitude entourant l'inflation et la politique des banques centrales durcissent les conditions pour les produits de spread, à notre avis. Le crédit peut absorber une partie de ces pressions, mais pas toutes en même temps. D'autre part, les tensions observées sur certains segments du marché du crédit privé, qu'elles résultent d'un durcissement des conditions de crédit, d'une baisse de la liquidité ou d'événements de crédit isolés, peuvent se répercuter sur les marchés publics en déclenchant une réévaluation plus généralisée du risque de crédit. L'offre constitue également un frein (graph. 2). Le segment investment grade connaît une vague croissante d'émissions, surtout de la part d'hyperscalers qui financent leurs dépenses d'investissement dans l'IA. Jusqu'ici, le marché a absorbé cette offre, mais elle ajoute une pression à un moment où les investisseurs deviennent plus sélectifs. Si les émissions se poursuivent à ce niveau inhabituel, le marché devra absorber davantage de titres, ce qui compliquera le resserrement des spreads si les fondamentaux restent raisonnablement solides. Voilà qui expose de plus en plus le crédit à une combinaison de pression macroéconomique, de risques structurels et d'augmentation de l'offre, ce qui selon nous invite à la prudence.

Graph. 1 : Les marchés sont devenus plus prudents dans leurs anticipations d'assouplissement monétaire de la Fed

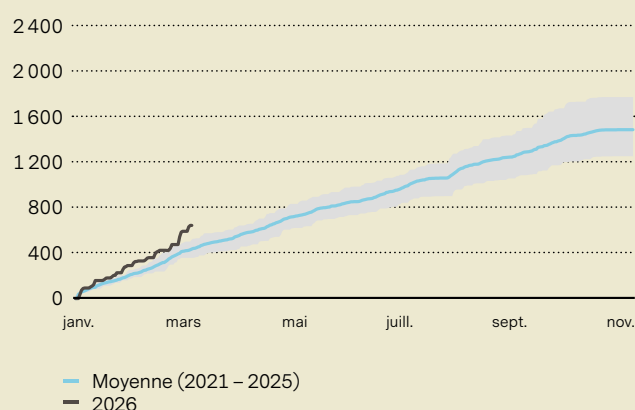
Variation implicite cumulée du taux directeur de la Fed, en %



Sources : LSEG, Vontobel ; au 31 mars 2026.

Graph. 2 : Les émissions investment grade évoluent au-dessus de la tendance sur cinq ans

En milliards d'USD



Sources : LSEG, Vontobel ; au 19 mars 2026.

Tenir bon



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

Après un début d'année déjà chaotique, l'escalade au Moyen-Orient accentue la pression sur les marchés boursiers.

Nous pensons que les incertitudes auxquelles font face actuellement les marchés se résument à trois grandes questions : combien de temps durera le conflit – des semaines ou des mois ? –, combien de temps le détroit d'Ormuz restera effectivement fermé ou perturbé (avec ses effets indirects sur les prix mondiaux de l'énergie), et à quel point la guerre pèsera sur la croissance économique mondiale, la plage de risques s'étendant de la stagflation à la véritable récession.

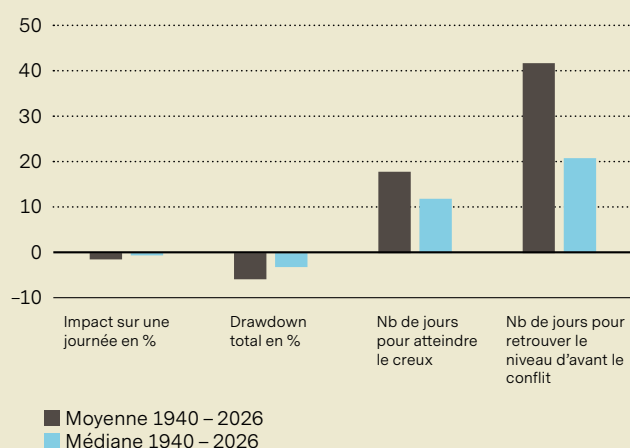
Selon nous, le conflit peut être d'assez courte durée ou à l'inverse se solder par une impasse prolongée mais contenue, pouvant durer encore quelques semaines, ponctuées par des signaux intermittents de désescalade. Même dans le cas d'un enlisement plus ou moins prolongé, nous pensons que l'impact sur les marchés et l'économie serait gérable. Une désescalade crédible ramènerait probablement les prix du pétrole à des niveaux plus raisonnables, avec un ralentissement seulement temporaire de la croissance économique.

Notre opinion s'inscrit dans le contexte d'une économie mondiale moins énergivore, où le pétrole joue moins sur l'inflation aujourd'hui que dans les années 1970 ou en 2022. Les niveaux de départ du pétrole et de l'inflation diffèrent également de ceux observés lors des épisodes passés. Autre facteur d'atténuation : le recours aux réserves d'urgence de l'Agence internationale de l'énergie, qui offre une bouffée d'oxygène et donne du temps aux décideurs politiques.

Nous réitérons notre actuelle surpondération tactique en actions. À notre avis, une désescalade remettrait rapidement d'actualité notre scénario de base pour 2026, avec une potentielle reprise progressive. La pression persisterait au premier semestre, surtout au deuxième trimestre, et serait suivie d'une anticipation d'amélioration au second semestre et de comparaisons annuelles plus faciles à l'approche de 2027. D'habitude, les marchés boursiers ont rebondi lorsqu'apparaissaient des signes crédibles de désescalade. Les actions mondiales se situent actuellement 5 à 10 % au-dessous de leurs plus-hauts du début d'année, ce qui correspond à la durée et à l'amplitude moyennes des replis observés pendant les périodes d'instabilité géopolitique de ces 80 dernières années (graph. 1). Compte tenu de cette perspective historique, nous avons laissé notre allocation en actions inchangée. Les schémas passés suggèrent que les marchés digèrent assez rapidement les conflits géopolitiques, les pertes initiales étant souvent compensées en l'espace de quelques semaines. Si l'on se projette trois, six et neuf mois après les grandes escalades, les rendements à terme sont généralement positifs (graph. 2). Nous suivons toujours de près la situation et ajustons notre positionnement si nécessaire.

Graph. 1 : Les marchés boursiers ont digéré assez rapidement les chocs géopolitiques

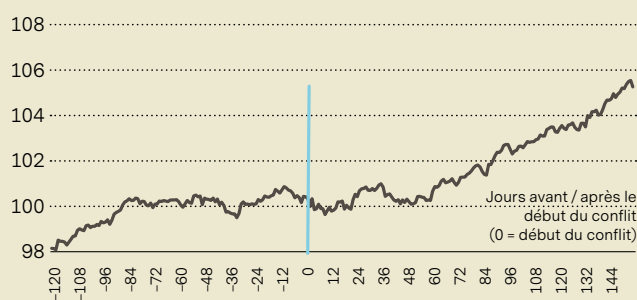
Rendement S&P 500 après des chocs géopolitiques, en % / en jours



Sources : LSEG, Vontobel ; au 19 mars 2026.

Graph. 2 : Historiquement, les rendements moyens sont positifs un mois après un conflit géopolitique

Rendement moyen S&P 500 avant/après escalades géopolitiques*, en %



*Indexé au début du conflit = 100, de 1968 à 2026

Sources : LSEG, Vontobel ; au 19 mars 2026.

La « food-flation » trouve-t-elle un terrain fertile ?



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

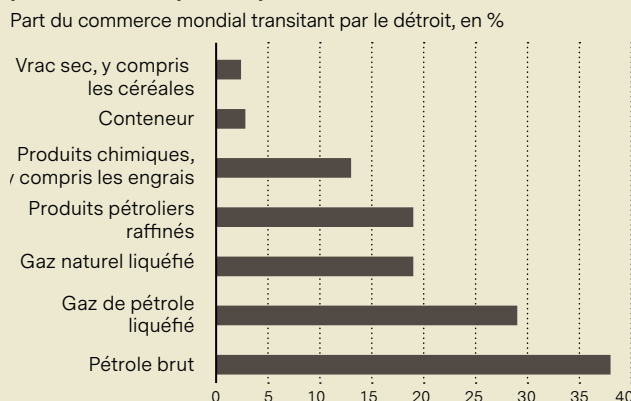
Lorsque les tensions géopolitiques au Moyen-Orient se transforment en conflits ouverts, l'attention du monde se focalise généralement sur l'impact sur les prix du pétrole. Mais un risque souvent sous-estimé est celui de la deuxième vague de choc qui peut se répercuter jusque dans les assiettes du monde entier.

L'agriculture est très consommatrice d'énergie. Lorsque les prix du pétrole s'envolent parce que des pétroliers sont bloqués ou détournés, le coût d'utilisation des tracteurs et moissonneuses augmente – tout comme celui du transport des denrées alimentaires depuis des pôles exportateurs comme le Brésil ou les États-Unis vers le reste du monde. Cependant, le préjudice le plus grave provient des marchés du gaz naturel. Les engrais azotés, comme l'urée, qui servent à nourrir des cultures responsables d'environ la moitié de l'approvisionnement alimentaire mondial, utilisent le gaz comme principale matière première. Après que des frappes ont contraint le Qatar, un acteur majeur du gaz naturel liquéfié¹⁷, à déclarer un cas de force majeure et à suspendre ses exportations, les prix du gaz se sont envolés, entraînant également une hausse des prix des engrais. Le marché des engrais a été frappé sur deux fronts. Premièrement, lorsque les prix

du gaz flambent, les usines d'engrais sont souvent contraintes de réduire leur production ou de s'arrêter complètement, la fabrication n'étant plus rentable. Deuxièmement, la fermeture du détroit d'Ormuz a aussi laissé de nombreuses exportations d'engrais à l'arrêt (graph. 1).

Au sein du complexe des céréales, le maïs est le plus exposé (graph. 2). Il est très gourmand en engrais, ceux-ci représentant jusqu'à 40% des coûts de production. À titre de comparaison, cette part est d'environ 30% pour le blé, tandis qu'elle descend à seulement 15% pour le soja. Des prix des engrais durablement élevés pourraient inciter les agriculteurs à réaffecter les surfaces cultivées (au détriment du maïs) vers des cultures moins consommatrices d'engrais, ce qui réduirait l'offre de maïs et ferait grimper les prix. Dans ce contexte, les pays relativement mieux lotis sont ceux qui disposent de leurs propres ressources énergétiques ou minérales. La Russie et les États-Unis sont dans une position quelque peu meilleure, à notre avis, car ils disposent du gaz naturel produit localement nécessaire à leur propre production. Des pays comme le Brésil et l'Inde font face à un contexte plus difficile. Bien que grands producteurs alimentaires, ils dépendent fortement des engrais importés. Au final, la hausse des prix alimentaires se manifesterait aussi différemment dans les données sur l'inflation. Les économies développées comme les États-Unis accordent un poids relativement faible à l'alimentation dans leur panier d'inflation. Mais dans les marchés émergents, l'alimentation peut représenter de 30 à 50% des dépenses moyennes des ménages.

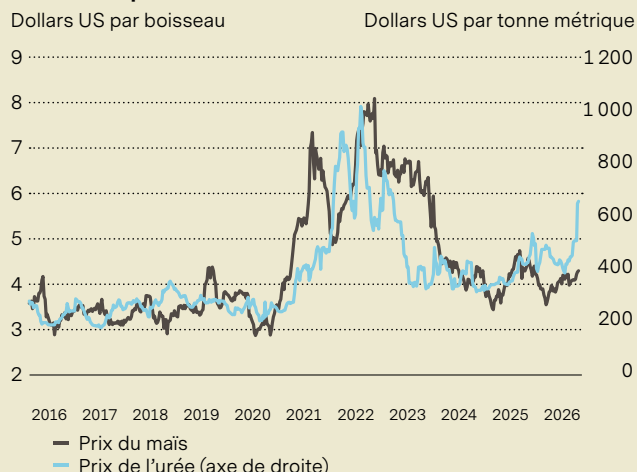
Graph. 1 : Le détroit d'Ormuz est un passage vital – pas seulement pour le pétrole



*Basé sur les flux moyens au cours de la semaine précédant l'escalade militaire ayant débuté le 28 février 2026.

Source : CNUCED (Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement), d'après les données de Clarkson Research 2026.

Graph. 2 : Hausse du prix des engrais, hausse du prix du maïs



Source : LSEG, Vontobel ; au 20 mars 2026.

En quête de valeurs sûres



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

La perspective baissière du dollar pour 2026 est remise en question par le contexte macroéconomique changeant, les tensions géopolitiques et l'augmentation des prix du pétrole ayant réintroduit deux sources importantes de soutien au dollar.

Premièrement, l'aversion au risque a ravivé l'attrait du dollar comme valeur refuge. Ensuite, la hausse des prix de l'énergie a accru les risques d'inflation, poussant les marchés à revoir à la baisse leurs anticipations d'assouplissement de la Fed. Cela a entraîné une hausse des rendements américains à court terme et soutenu le dollar (graph. 1), malgré des signes de ralentissement de la croissance. Tant que l'incertitude et les prix du pétrole restent élevés, la Fed a peu de marge pour baisser ses taux, qui continuent ainsi de soutenir le dollar. Toutefois, ce soutien tient surtout au contexte de risque actuel et non à des fondamentaux durables. Une fois les tensions géopolitiques apaisées, les freins structurels devraient réapparaître. Le budget des États-Unis demeure fragile, l'offre de bons du Trésor est élevée et les balances extérieures ne se sont pas améliorées. Ces facteurs ont tendance à compter davantage en contexte de stabilité. À

court terme, le dollar est soutenu par les risques et les taux. À plus long terme, il reste probable que le dollar s'affaiblisse si l'inflation se stabilise et si la Fed finit par reprendre ses baisses de taux.

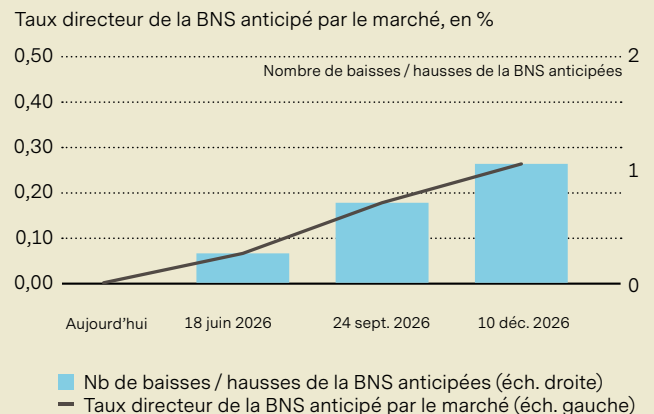
Par ailleurs, le franc suisse se distingue selon nous par sa capacité à allier son statut traditionnel de valeur refuge à des fondamentaux à long terme plus solides, dans un contexte de contraintes croissantes sur la politique monétaire. Le franc partage avec le dollar des caractéristiques de valeur sûre, mais repose sur des fondements plus solides. En périodes de tension, le franc est resté historiquement robuste et le contexte actuel ne fait pas exception. La balance courante toujours excédentaire de la Suisse, sa relative rigueur budgétaire et sa faible inflation donnent à la Banque nationale suisse (BNS) une plus grande marge de manœuvre que la plupart des banques centrales, et offrent à la monnaie un ancrage plus solide à moyen terme. En même temps, cette robustesse s'accompagne d'importantes contraintes pour la politique (graph. 2). La BNS n'accueillerait probablement pas favorablement une appréciation excessive du franc, car elle durcirait les conditions financières et risquerait de pousser l'inflation encore plus bas. La banque centrale s'est déjà opposée à un nouveau raffermissement du franc par des interventions verbales, signalant clairement une plus grande disposition à intervenir sur le marché des changes en cas de fluctuations trop rapides ou excessives. Nous pensons que le franc conservera son soutien tant que les nombreux risques géopolitiques persisteront. À moyen terme, le franc repose toujours sur de solides fondamentaux, mais son potentiel d'appréciation pourrait se heurter à une opposition plus marquée de la BNS.

Graph. 1 : La reprise du dollar peut-elle se poursuivre après le récent rebond ?



Sources : LSEG, Vontobel ; au 19 mars 2026.

Graph. 2 : La BNS ha maintenu les taux à 0 % dans un contexte de franc fort



Source : LSEG, Vontobel ; au 19 mars 2026.

Conjoncture et marchés financiers 2025 – 2027

La liste suivante présente les valeurs réelles, les taux de change et les prix de 2025, ainsi que les prévisions consensuelles pour 2026 et 2027 concernant le produit intérieur brut (PIB), l'inflation/les anticipations d'inflation, les taux d'intérêt clés des banques centrales, les obligations gouvernementales à 10 ans, les taux de change et les matières premières.

PIB (EN%)	2025¹	ACTUEL²	CONSENSUS 2026	CONSENSUS 2027	
Mondial (G20)	2,7	2,1	2,8	2,7	
Zone euro	1,4	1,2	1,2	1,5	
États-Unis	2,1	2,0	2,5	2,0	
Japon	1,2	0,4	0,8	0,9	
R.-U.	1,4	1,0	1,0	1,4	
Suisse	1,3	0,5	1,2	1,5	
Australie	2,0	2,6	2,2	2,2	
Chine	5,0	4,5	4,6	4,4	

INFLATION	2025³	ACTUEL⁴	CONSENSUS 2026	CONSENSUS 2027	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 2026⁵
Zone euro	2,1	1,9	2,0	1,9	→
États-Unis	2,7	2,4	2,7	2,4	→
Suisse	0,2	0,1	0,4	0,7	→

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
EUR (taux de dépôt)	2,00	2,00	2,00	1,99	→
USD (taux des fonds fédéraux, limite supérieure)	3,75	3,75	3,63	3,24	→
CHF	-	-	-0,03	0,01	→

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
EUR (Allemagne)	2,86	2,95	2,87	2,97	→
USD	4,17	4,23	4,14	4,12	→
CHF	0,32	0,36	0,38	0,48	→

TAUX DE CHANGE	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
CHF / EUR	0,93	0,91	0,92	0,94	↑
CHF / USD	0,79	0,79	0,78	0,77	↓
USD / EUR	1,17	1,15	1,18	1,21	↑

MATIÈRES PREMIÈRES	2025	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS	PERSPECTIVE VONTOBEL DANS 12 MOIS⁵
Pétrole brut Brent, USD par baril	61	109	65	66	↑
Or, USD par once troy	4319	4862	4725	4750	→
Cuivre, USD par tonne métrique	12423	12775	12600	12000	↓

Remarque: Les opinions sont à jour au 18 mars 2026. Les prévisions et estimations consensuelles présentées sont basées sur les conditions de marché et les hypothèses en vigueur à la date indiquée et sont sujettes à modification sans préavis. Les résultats réels peuvent différer de manière significative. Ces informations sont fournies à titre illustratif uniquement et ne constituent ni un conseil en investissement ni une recommandation. Veuillez consulter la clause de non-responsabilité complète à la page 17.

¹ Sous réserve de révisions (par exemple, révisions potentielles des données du T4)
² Dernier trimestre disponible
³ Sous réserve de révisions
⁴ Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles
⁵ ↑ au-dessus du consensus, → conforme au consensus, ↓ en dessous du consensus

Remarques juridiques

Annexe à la publication et mentions légales

1. Disclaimer et mention des sources

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

18 Informations légales

2. Directives et informations propres à certains pays

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

Additional information for UK clients

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

Information for German clients

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

Information for Italian clients

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

Glossaire et sources

- ¹ On dit qu'une économie est en stagflation lorsqu'elle combine simultanément croissance faible ou nulle, forte inflation et hausse du chômage.
- ² Décrit le recours à un nouvel emprunt pour pallier ou refinancer une dette existante.
- ³ « Sous-pondération » signifie que le Comité d'investissement Multi Asset de Vontobel accorde une préférence moindre à une classe d'actifs ou sous-classe d'actifs. Cela reflète la conviction que cette classe d'actifs est moins attractive par rapport à d'autres dans le contexte de marché actuel. Il ne s'agit pas d'une recommandation d'éviter totalement cet actif, mais d'une suggestion de réduire son allocation.
- ⁴ « Neutre » signifie que le Comité d'investissement Multi Asset de Vontobel n'accorde ni préférence supérieure ni inférieure à une classe ou sous-classe d'actifs. Cela reflète une vision équilibrée, selon laquelle la classe d'actifs devrait évoluer en ligne avec ses performances historiques ou avec la moyenne du marché. Il ne s'agit pas d'une recommandation d'agir, mais d'une suggestion de maintenir l'allocation actuelle.
- ⁵ « Surpondération » signifie que le Comité d'investissement Multi Asset de Vontobel accorde une préférence supérieure à une classe d'actifs ou sous-classe d'actifs. Cela reflète la conviction que cette classe d'actifs est plus attractive par rapport à d'autres dans le contexte de marché actuel. Il ne s'agit pas d'une recommandation d'investir massivement, mais d'une suggestion d'augmenter l'allocation.
- Les classifications « sous-pondération », « neutre » et « surpondération » reflètent uniquement les vues internes du comité d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme des recommandations pour les investisseurs individuels ou comme un appel à l'action. Elles reflètent simplement la perspective de Vontobel quant à l'évolution attendue de la valeur d'une classe d'actifs particulière. Ces évaluations sont diffusées uniquement à titre informatif auprès d'un large public et ne sont pas adaptées à un groupe de clients spécifique.
- ⁶ Fait référence aux obligations émises par des entreprises ayant une solide santé financière et un faible risque de défaut. Elles offrent des taux d'intérêt plus bas car elles sont considérées comme plus sûres.
- ⁷ Fait référence aux obligations émises par des entreprises ayant des profils de crédit plus faibles et un risque de défaut plus élevé. Elles offrent des taux d'intérêt plus élevés pour compenser les investisseurs pour le risque accru.
- ⁸ Fait référence à des fonds d'investissement qui détiennent un panier d'actifs, comme des actions ou des obligations, et qui sont négociés en bourse comme des actions individuelles.
- ⁹ L'expansion budgétaire désigne une politique gouvernementale qui consiste à augmenter ses dépenses ou à réduire les impôts (ou les deux) afin de stimuler la croissance économique. On adopte en général cette approche lors des ralentissements économiques ou récessions pour booster la demande globale, créer des emplois et encourager les consommateurs et les entreprises à dépenser. L'expansion budgétaire fait partie des outils de politique budgétaire. On l'oppose souvent à la contraction budgétaire, qui implique une réduction des dépenses de l'État ou l'augmentation des impôts pour ralentir une économie en surchauffe.
- ¹⁰ Source : article de CNBC (en anglais) publié le 30 octobre 2025. www.cnbc.com/2025/10/30/bank-of-japan-holds-rates-in-first-meeting-after-abenomics-proponent-takaichi-took-power.html
- ¹¹ L'Article 9 de la Constitution japonaise stipule : « Aspirant sincèrement à une paix internationale fondée sur la justice et l'ordre, le peuple japonais renonce à jamais à la guerre en tant que droit souverain de la nation, ou à la menace, ou à l'usage de la force comme moyen de règlement des conflits internationaux. Pour atteindre le but fixé au paragraphe précédent, il ne sera jamais maintenu de forces terrestres, navales et aériennes, ou autre potentiel de guerre. Le droit de belligérance de l'État ne sera pas reconnu. » Voir aussi : japan.kantei.go.jp/constitution_and_government_of_japan/constitution_e.html
- ¹² Source : article du Kyodo News publié le 7 novembre 2025 (en anglais). english.kyodonews.net/articles/-/64475
- ¹³ Le terme « Abenomics » désigne le programme économique du Premier ministre japonais Shinzo Abe, qui a dirigé le pays de 2012 à 2020. Il combine les mots « Abe » et « economics » (économie en anglais). L'Abenomics visait à revigorer une économie japonaise au point mort, confrontée à la déflation, à une faible croissance et à une dette publique importante depuis des décennies.
- ¹⁴ Source : Article du Japan Times (en anglais), publié le 25 février 2026. www.japantimes.co.jp/business/2026/02/25/economy/new-boj-board-members/
- ¹⁵ Désigne les investisseurs qui vendent des obligations d'État pour protester ou sanctionner les politiques gouvernementales qu'ils jugent irresponsables, en particulier celles qui risquent d'augmenter l'inflation ou de gonfler la dette.
- ¹⁶ Une stratégie qui consiste, pour l'investisseur, à emprunter des capitaux en yens à très faible taux d'intérêt pour les investir dans des actifs ou des monnaies assorties de taux plus élevés, afin d'empocher la différence.
- ¹⁷ Le Qatar représente 20 pour cent de l'offre mondiale de gaz de l'approvisionnement

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

