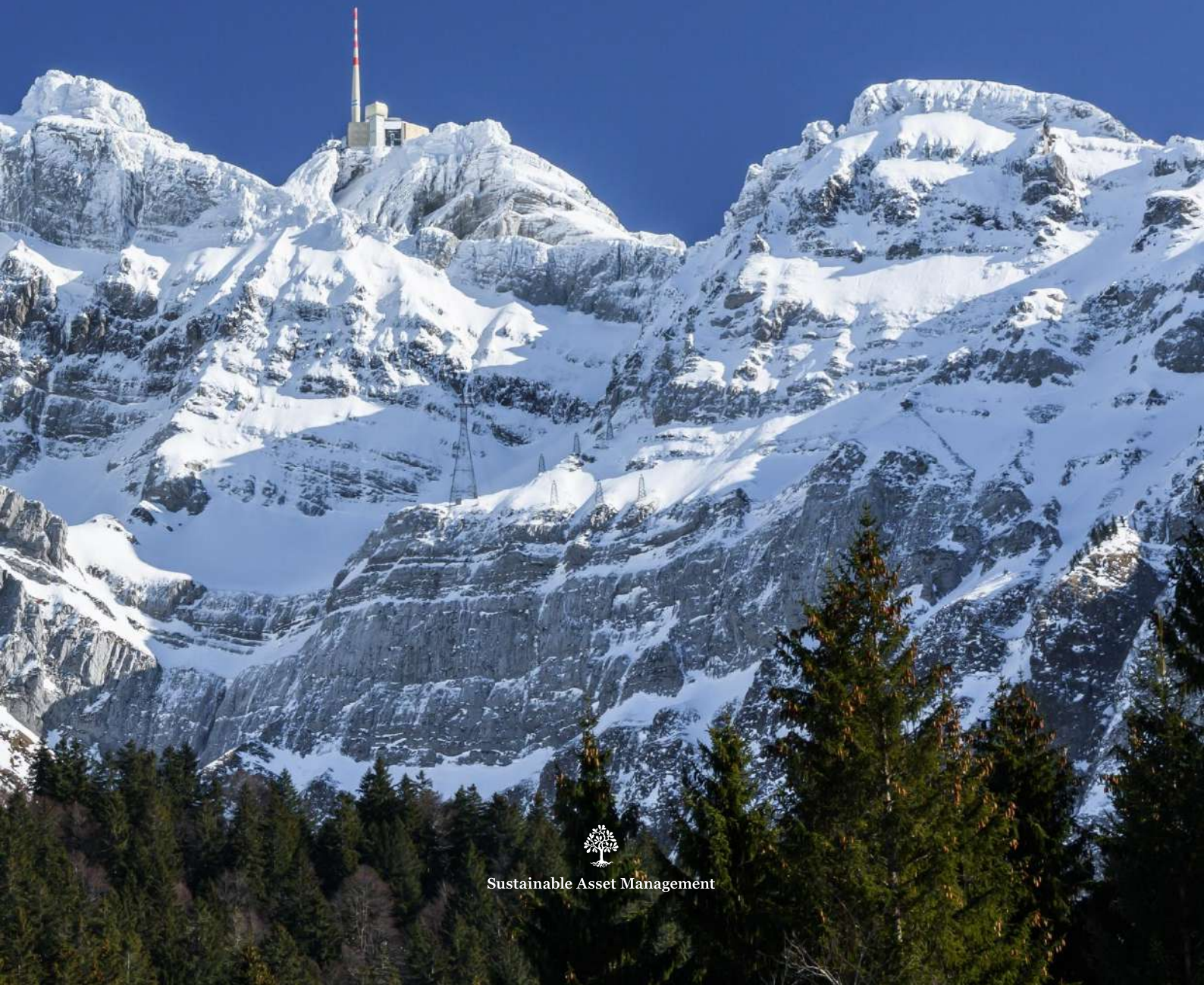




J. Safra Sarasin

Global View

Perspectives Annuelles 2026



Sustainable Asset Management

Sommaire

Avant-propos

L'économie mondiale s'adapte aux nouvelles technologies et aux évolutions géopolitiques

5

Économie

S'adapter à un nouvel échiquier mondial

7

Marchés émergents

Les marchés émergents continueront de résister

11

Taux d'intérêt

Les rendements porteront la performance en 2026

15

Taux de change

La baisse du dollar n'est probablement pas terminée

19

Actions

Navigation en altitude

23

Entretien

Investir dans un monde en mutation

27

Perspectives Marché & Prévisions

30

L'économie mondiale s'adapte aux nouvelles technologies et aux évolutions géopolitiques

Chers lecteurs,

Alors qu'une nouvelle année mouvementée touche à sa fin, les acteurs du marché ont dû faire preuve d'agilité et de prudence dans un contexte d'incertitudes persistantes sur les plans politique, économique et technologique. Trois facteurs alimentent notre optimisme pour 2026: l'adaptation à un niveau d'incertitude élevé, l'essor des investissements dans l'intelligence artificielle (IA) et une réorientation claire des principales économies vers des politiques budgétaires et monétaires plus expansionnistes.

Les décideurs se sont désormais habitués à un niveau élevé de risque politique, qui auparavant les déstabilisait. Investisseurs et entreprises se sont adaptés à un monde où les annonces politiques, les conflits commerciaux et les élections influent sur le niveau général de confiance. Dans l'ensemble, les marchés se sont ajustés en intégrant l'incertitude dans les cours et en opérant dans les limites fixées par celles-ci, ce qui a contribué à une plus grande prudence dans la construction des portefeuilles, via par exemple un accroissement de la part de l'or.

Le deuxième facteur est la forte hausse des investissements dans l'IA. L'intégration des nouvelles technologies dans tous les secteurs, du secteur manufacturier aux soins de santé, en passant par la finance et la logistique, améliore la productivité et amortit les chocs démographiques. Aux États-Unis et en Asie, la robustesse des écosystèmes numériques et l'environnement réglementaire favorable assurent un déploiement et un dimensionnement rapides des infrastructures d'IA, ce qui stimule la rentabilité et la compétitivité des entreprises.

Le paysage politique constitue la troisième pierre angulaire de nos perspectives pour 2026. À l'approche des élections de mi-mandat, l'administration américaine a préparé un paquet budgétaire complet visant à relancer la croissance. En réponse aux nouvelles réalités géopolitiques et aux pressions démographiques, les gouvernements européens s'engagent dans des investissements massifs dans les infrastructures et la défense. Nous prévoyons également que la Chine soutiendra prudemment la demande intérieure.

Malgré des valorisations tendues et des primes de risque peu élevées, les actions nous paraissent toujours plus intéressantes que les obligations. Même si les gains exceptionnels de 2025 ne se reproduiront pas, des performances à un chiffre paraissent réalisables. Actuellement, nous surpondérons légèrement les actions, en particulier dans la santé et les secteurs qui

bénéficient des évolutions technologiques en cours. Côté obligations, les opportunités résident dans les stratégies de partage et le positionnement sur la courbe, car les anticipations d'inflation restent modérées et la compression des taux est largement arrivée à son terme.

Pêchons-nous par excès d'optimisme? Nous ne le pensons pas. Les moteurs sous-jacents de l'activité économique sont globalement bien orientés, et les signes immédiats de risque de récession sont absents. Les chaînes d'approvisionnement mondiales sont devenues plus flexibles et la plupart des autorités fiscales sont en mesure de mobiliser des ressources en cas de besoin. Des risques subsistent – résurgence de l'inflation, interventions politiques et viabilité de la dette dans certains pays – mais ils peuvent être compensés par la capacité d'adaptation des entreprises et des politiques, ainsi que par la vigilance des banques centrales. En conclusion, 2026 s'annonce comme une année de transformation en cours, qui récompensera la résilience, l'innovation et la gestion prudente.

Notre engagement à vous fournir des analyses opportunes et des conseils avisés n'a jamais été aussi fort. Au nom de notre équipe de recherche, je vous remercie pour votre confiance et je vous souhaite, ainsi qu'à vos familles, une année 2026 synonyme de succès, de santé et de prospérité.



Cordialement,

Dr. Karsten Junius, CFA
Économiste en chef



Montréal, Canada

S'adapter à un nouvel échiquier mondial

L'économie mondiale a étonnamment bien résisté à l'offensive tarifaire américaine et au regain d'incertitude politique. Jusqu'à présent, les échanges se sont maintenus grâce au remaniement des chaînes d'approvisionnement, à la limitation des représailles et à l'essor des investissements dans l'intelligence artificielle (IA). En 2026, la plupart des grandes économies devraient assouplir leur politique budgétaire, ce qui offrira un soutien bienvenu à la croissance mondiale. Cependant, il existe des ombres à ce tableau. La politique migratoire stricte des États-Unis et les répercussions des droits de douane devraient maintenir l'inflation américaine au-dessus de 3%. À plus long terme, l'alourdissement des dettes publiques, ainsi que la montée du populisme, menacent de peser sur la croissance et d'attiser la volatilité macroéconomique. Les gains de productivité liés à l'IA pourraient compenser ces difficultés, mais tout dépendra de la rapidité avec laquelle ces technologies se généraliseront, un scénario qui, bien que prometteur, reste à confirmer.



Raphael Olszyna-Marzys

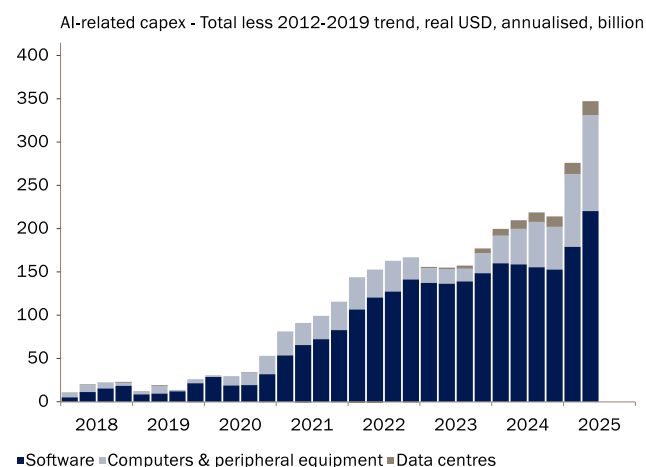
Économiste international

L'économie mondiale s'est révélée étonnamment résistante cette année, déjouant les prévisions selon lesquelles l'augmentation historique de droits de douane américains et une période d'incertitude politique extrême ralentiraient considérablement l'économie américaine, voire la plongeraient dans la récession. À certains égards, cela a été le cas : les dépenses de consommation ont fortement baissé au premier semestre et la croissance du PIB est passée de 2,6 % au second semestre 2024 à 1,6 %. Cependant, l'activité semble avoir rebondi au troisième trimestre et les marchés boursiers ont fortement progressé depuis leurs plus bas niveaux atteints en avril.

Plusieurs facteurs expliquent cette résilience. Tout d'abord, l'administration a tendu la main à ses partenaires commerciaux lorsque les investisseurs obligataires ont commencé à «s'agiter», selon les termes du président D. Trump. Les marchés ont signalé qu'une baisse des droits de douane était nécessaire pour éviter de graves répercussions à l'échelle mondiale. Une prolongation de 90 jours de la trêve a contribué à ouvrir la voie à des accords commerciaux avec les principaux partenaires des États-Unis. Les représailles ont également été limitées: à l'exception de la Chine, les grandes économies ont largement évité les contre-mesures tarifaires. Même les États-Unis et la Chine, en dépit de leurs discussions sur un éventuel découplage, semblent reconnaître qu'agir trop rapidement serait inutilement préjudiciable. En effet, les volumes commerciaux se sont largement maintenus; les expéditions qui transitaient auparavant directement entre les États-Unis et la Chine ont dans

de nombreux cas été redirigées vers d'autres marchés émergents, stimulant ainsi leurs exportations et maintenant le déficit commercial américain à un niveau élevé. Dans un monde multipolaire, le commerce mondial ne doit pas nécessairement reculer : le protectionnisme peut certes nuire à l'efficacité et à la productivité, mais il incite également les entreprises à diversifier leurs chaînes d'approvisionnement.

1: Essor de l'investissement en IA aux États-Unis



Source: Macrobond, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Le deuxième moteur de la résilience de l'économie a été l'essor des investissements liés à l'intelligence artificielle (IA) (Graphique 1). Les dépenses d'investissement liées à l'IA ont fortement stimulé le PIB, en particulier aux États-Unis, compensant ainsi en partie l'impact négatif des autres mesures de l'administration. Elles ont également alimenté une forte demande pour les fabricants de puces dans des pays tels que la Corée du Sud et Taïwan. Fait notable, les échanges d'équipements liés à

l'IA ont représenté près de 50% de la croissance du commerce mondial au premier semestre.

Troisièmement, la politique migratoire de l'administration a fortement réduit l'immigration, contribuant à maintenir le marché du travail dans un équilibre fragile. Si la demande de main-d'œuvre a nettement diminué en raison du niveau élevé d'incertitude et des droits de douane, l'offre, également, a reculé. La main-d'œuvre née à l'étranger n'a vraisemblablement augmenté que d'environ 500 000 personnes en 2025, contre 2 à 3 millions par an entre 2022 et 2024. Enfin, la lenteur de la répercussion des droits de douane sur les prix à la consommation a permis à la Réserve Fédérale (Fed) d'annoncer, puis de mettre en œuvre, une reprise des baisses de taux en septembre, d'où un assouplissement des conditions financières.

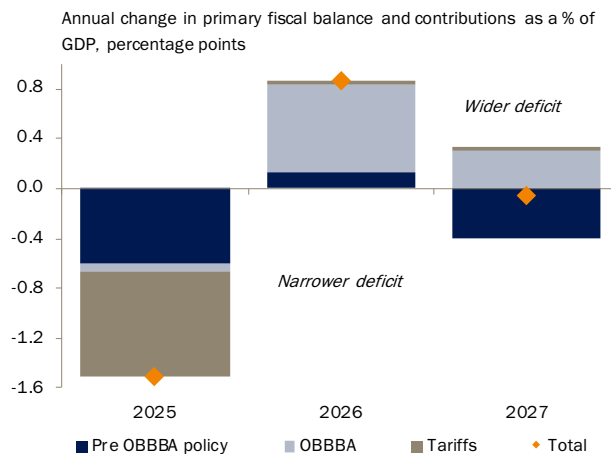
Résilience

Ces facteurs structurels devraient continuer à façonner l'économie mondiale l'année prochaine et au-delà. Au chapitre des bonnes nouvelles, nous pensons que l'essor des dépenses d'investissement dans l'IA se poursuivra en 2026, et peut-être même en 2027. En effet, jusqu'à présent, l'essentiel des dépenses a été financé par les flux de trésorerie. Ce sera toujours le cas en 2026, mais les entreprises peuvent aussi facilement faire appel aux marchés obligataires, comme en témoignent les dizaines de milliards levés ces dernières semaines. Néanmoins, le rythme d'expansion ralentira probablement et sa contribution au PIB diminuera. Il faudra également suivre de près les gains de productivité résultant de l'IA. Les premières données suggèrent que la productivité s'améliore déjà, les entreprises qui intègrent l'IA dans leurs processus de travail étant de plus en plus nombreuses. Nous prévoyons que ces gains augmenteront à mesure que cette technologie s'intégrera davantage dans les processus opérationnels de tous les secteurs.

La politique budgétaire devrait également offrir un soutien. À l'approche des élections de mi-mandat, l'administration américaine veillera à renforcer la confiance. Le calendrier des hausses tarifaires de cette année et des allègements fiscaux prévus pour l'année prochaine dans le cadre du «One Big Beautiful Bill Act» répond parfaitement aux besoins électoraux: tour de vis budgétaire cette année, relance l'année prochaine (Graphique 2). D. Trump a même proposé une «remise» tarifaire de 2 000 dollars pour les ménages à faibles et moyens revenus, qui, si elle était adoptée, représenterait un coup de pouce supplémentaire. L'élargissement des sources de la demande devrait également renforcer la résilience de la croissance américaine. En effet, la croissance en 2025 s'est limitée à certains pans de l'économie puisqu'elle a été alimentée par les investissements liés à l'IA et les ménages les plus aisés qui ont bénéficié de hausses de salaires plus importantes et de la flambée des cours des actions. Selon Rees Hagler et Dhiren Patki, deux économistes de la Fed de Boston, la quasi-totalité de la croissance de la consommation cette année provient du quintile de revenus supérieur. Les ménages à plus faibles revenus,

en revanche, ont pâti à la fois des taux d'intérêt élevés et de la hausse des prix.

2: La politique budgétaire américaine devrait devenir expansionniste en 2026



Source: Congressional Budget Office (CBO), Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

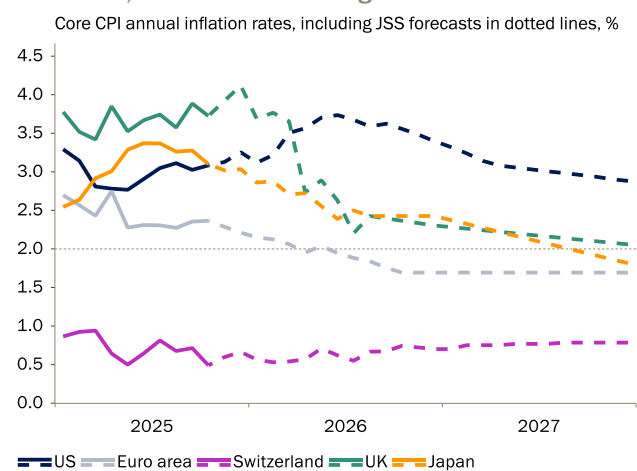
L'expansion budgétaire stimulera la croissance également dans la zone euro, notamment en Allemagne et aux Pays-Bas, où les dépenses de défense et d'infrastructure sont en hausse. Si la confiance finit par revenir, les ménages pourraient puiser dans leur épargne, laquelle est au plus haut depuis la pandémie. En Suisse, les nouvelles règles fiscales permettant de déduire les coûts de rénovation jusqu'en 2028 devraient favoriser la construction au cours des deux prochaines années. Le Japon et la Chine prendront également de nouvelles mesures de soutien, plutôt en faveur de la consommation. Le Royaume-Uni fait exception, le gouvernement s'étant engagé à réduire le déficit au cours des prochaines années.

Divergence des taux d'inflation

Le raffermissement de la demande américaine devrait inciter les entreprises à répercuter davantage les droits de douane sur les consommateurs. Jusqu'à présent, environ un tiers à la moitié des coûts liés aux droits de douane ont été répercutés sur les prix, le reste ayant été absorbé dans les marges. Les enquêtes laissent présager une répercussion plus importante à mesure que les entreprises reconstituent leurs stocks et réajustent leurs prix. Nous prévoyons que l'IPC global et l'IPC de base culmineront à 3,2% et 3,7% d'ici le milieu de l'année, la faiblesse des prix de l'énergie venant modérer l'inflation globale (Graphique 3). Les tensions sur le marché du travail - l'offre étant limitée et la demande plus soutenue - pourraient renforcer le pouvoir de négociation des travailleurs et contribuer à faire perdurer l'inflation. Dans ce contexte, nous doutons que la Fed dispose d'une grande marge de manœuvre pour procéder à de nouvelles baisses ; deux baisses supplémentaires d'ici fin 2026, pour atteindre 3,5 %, semblent plausibles.

La situation est différente en Europe, où les pressions inflationnistes devraient rester modérées. Ces dernières années, la croissance a été atone dans la zone euro, en Suisse et au Royaume-Uni, d'où la présence de capacités inutilisées dans le système. Nous prévoyons que l'inflation de la zone euro s'établira en moyenne à 1,7% l'année prochaine, soit en-deçà de l'objectif de la BCE, avant de remonter à 2% en 2027. La BCE pourrait, en principe, assouplir un peu plus sa politique monétaire, mais le Conseil des gouverneurs semble satisfait de sa position actuelle. Nous ne prévoyons aucun changement de la part de la Banque Nationale Suisse (BNS) l'année prochaine. Avec une inflation qui devrait progressivement augmenter au cours des deux prochaines années, la BNS devrait être en mesure de relever à nouveau ses taux au second semestre 2027. La Banque d'Angleterre, en revanche, dispose d'une marge d'assouplissement: le marché du travail se détériore et l'inflation devrait baisser de façon plus marquée. Le Japon fait figure d'exception: bien que l'inflation ait probablement culminé, la Banque du Japon a encore la possibilité de procéder à de légères hausses de taux au cours des deux prochaines années.

3: En 2026, l'inflation de base augmentera aux États-Unis



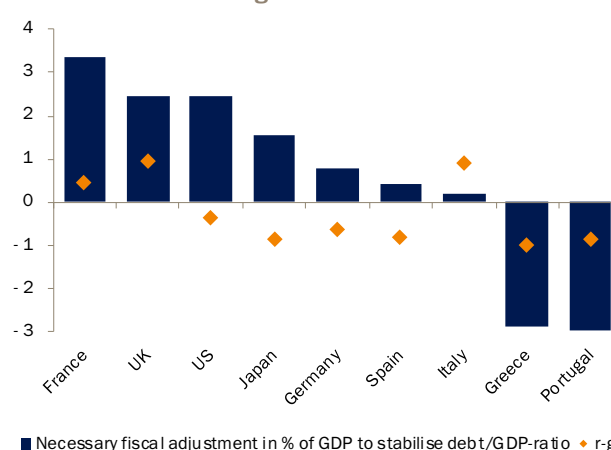
Vers des choix difficiles

Si les perspectives conjoncturelles pour l'année prochaine sont raisonnablement prometteuses, les choix politiques effectués pendant et avant la pandémie entachent les prévisions à moyen terme. Les inquiétudes liées à la dette publique perdurent. Les largesses budgétaires et monétaires ont permis d'éviter une récession mondiale, mais le résultat est que les rendements obligataires sont plus élevés. En France, en Grande-Bretagne et en Italie, les rendements réels (r) dépassent désormais la croissance du PIB réel (g) (Graphique 4). Lorsque « r » est supérieur à « g », les gouvernements doivent dégager des excédents primaires afin de stabiliser le ratio dette/PIB. L'Italie y est déjà parvenue; ce n'est pas le cas de la France et du Royaume-Uni, bien que ce dernier pays s'y attelle actuellement sous la pression des marchés. Les sacrifices économiques que cela

implique pourraient bouleverser l'échiquier politique intérieur et les partis situés aux extrêmes pourraient encore gagner du terrain, comme le montrent déjà les sondages en France, en Grande-Bretagne et même en Allemagne. Mais cela ne ferait qu'aggraver la situation. Des études montrent que les pays dirigés par des gouvernements populistes ont tendance à enregistrer une croissance beaucoup plus lente au fil du temps. Une vaste étude menée par Funke, Schularick et Trebesch, trois économistes, révèle que les gouvernements populistes laissent le PIB environ 10% plus bas qu'il ne l'aurait été sans eux au bout de 15 ans.

Les États-Unis, quant à eux, affichent des déficits si importants que leur ratio d'endettement continuera d'augmenter même si la croissance dépasse le niveau des rendements. L'une des principales incertitudes pour l'année prochaine concerne la décision que rendra la Cour suprême sur la légalité des droits de douane «réciproques» imposés en vertu de l'*International Emerging Economic Powers Act*. Même les juges conservateurs semblent sceptiques. Une décision défavorable aux droits de douane réduirait de moitié le taux effectif des tarifs douaniers du jour au lendemain et creuserait le déficit d'environ un demi-point de pourcentage. Dans ce scénario, l'administration voudrait reproduire le plus rapidement possible la couverture tarifaire en recourant à d'autres mesures. Elle finirait probablement par y parvenir, mais non sans une couche supplémentaire de complexité et d'incertitude. L'administration pourrait également exercer une pression accrue sur la Fed, à la fois pour assouplir la politique monétaire et la réglementation financière, ce qui augmenterait les risques pour la stabilité financière.

4: Un net tour de vis budgétaire est nécessaire



En résumé, les perspectives à moyen terme des économies avancées restent moroses. La démographie et les mesures populistes pèseront sur la croissance. Le meilleur espoir, qui n'est pas irréaliste, est qu'une adoption rapide de l'IA permette d'augmenter significativement la productivité afin de compenser ces difficultés.



Macao, Chine

Les marchés émergents continueront de résister

Malgré la forte incertitude concernant la politique commerciale mondiale en 2025, les économies et marchés financiers des pays émergents ont bien résisté. Si nous prévoyons un léger ralentissement économique dans la plupart des marchés émergents (ME) en 2026, la solidité des exportations et l'assouplissement monétaire devraient amortir la baisse. La Chine opérera vraisemblablement un changement de cap plus significatif afin de rééquilibrer son économie au profit de la demande domestique tout en donnant la priorité aux avancées technologiques et à l'auto-suffisance. Après une solide performance en 2025, les obligations et les actions des ME devraient continuer de bénéficier de la faiblesse du dollar et de la diminution des taux américains.



Mali Chivakul

Économiste marchés émergents

Les marchés émergents ont bien résisté en 2025

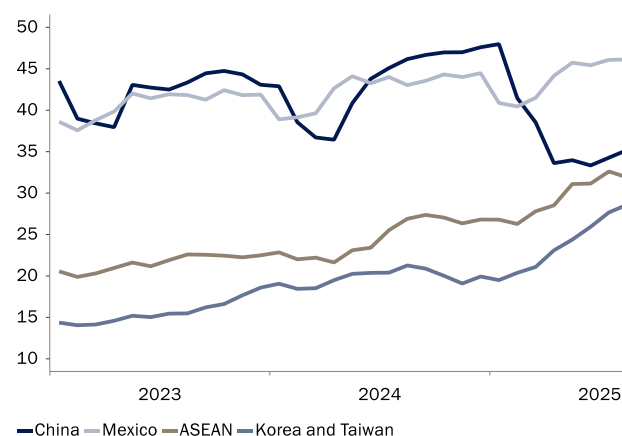
Les marchés émergents (ME) se composent pour l'essentiel de petites économies ouvertes dont le principal moteur est le commerce. Les fortes hausses des droits de douane américains au cours des 12 derniers mois avaient pour objectif de freiner la croissance des ME, tandis que le regain de volatilité résultant de l'incertitude politique aurait dû affecter leurs marchés financiers. Au contraire, les échanges et les marchés financiers émergents ont bien résisté. Les échanges ont été soutenus par la concentration en début d'année des exportations en prévision de la hausse des droits de douane et par l'essor des investissements dans l'intelligence artificielle (IA). Les exportations vers les États-Unis en provenance du Mexique et des pays émergents d'Asie hors Chine ont augmenté en 2025 malgré la hausse des droits de douane (Graphique 1). Si les exportations de la Chine vers les États-Unis ont chuté, celles vers le reste du monde ont quant à elles remarquablement augmenté. Parallèlement, les marchés financiers émergents ont bénéficié de la dépréciation du dollar américain.

Vers un léger ralentissement de la croissance des ME en 2026

La hausse des droits de douane finira par se répercuter sur les ménages américains, ce qui freinera la demande. Parallèlement, la concentration des exportations en 2025 devrait se traduire par une baisse l'année prochaine. Dans l'ensemble, nous prévoyons un ralentissement de la croissance des échanges dans les ME. Les exportations et importations de biens liés à l'IA font toutefois exception.

1: Les exportations des ME hors Chine vers les États-Unis ont augmenté malgré la hausse des droits de douane

EM, exports to the US, monthly, 3mma, USD bil



Source: Macrobond, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

La vigueur des investissements dans les centres de données aux États-Unis et, de plus en plus, en Asie devrait continuer à soutenir la demande de semi-conducteurs. Le cycle des puces, qui historiquement dure 2 ans et demi, devrait s'allonger dans la conjoncture actuelle, ce qui profitera aux fabricants asiatiques sur les chaînes d'approvisionnement (Graphique 2).

La Chine intensifiera ses efforts de rééquilibrage

Nous prévoyons un léger ralentissement de la croissance chinoise, de 4,9% en 2025 à 4,5% en 2026. Compte tenu de la priorité accordée à l'excellence manufacturière, les pressions déflationnistes devraient se maintenir l'année prochaine, même si les efforts de lutte contre l'«involution» pourraient faire remonter l'inflation moyenne légèrement au-dessus de zéro.

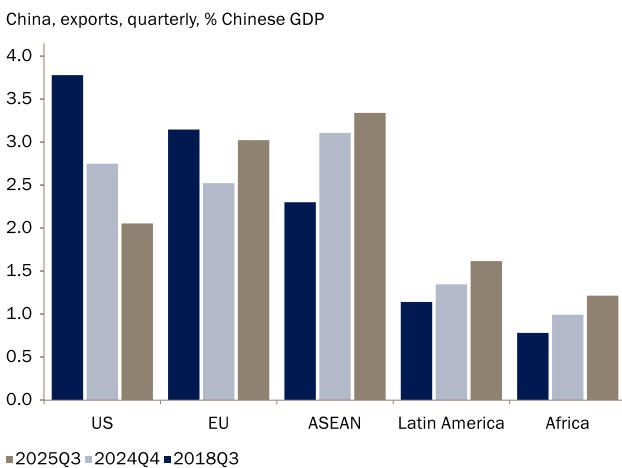
2: La vigueur de la demande liée à l'IA devrait soutenir les chaînes d'approvisionnement de semi-conducteurs



Source: Macrobond, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Si la Chine a réussi à accroître ses exportations vers d'autres marchés que les États-Unis, la stratégie consistant à exporter la déflation ne peut être maintenue sur le long terme, car elle se heurte à une résistance croissante de la part de ses partenaires commerciaux et compromettra les efforts déployés par Pékin pour établir de bonnes relations avec d'autres pays que les États-Unis (Graphique 3).

3: Les exportations chinoises vers d'autres pays que les États-Unis ont bondi

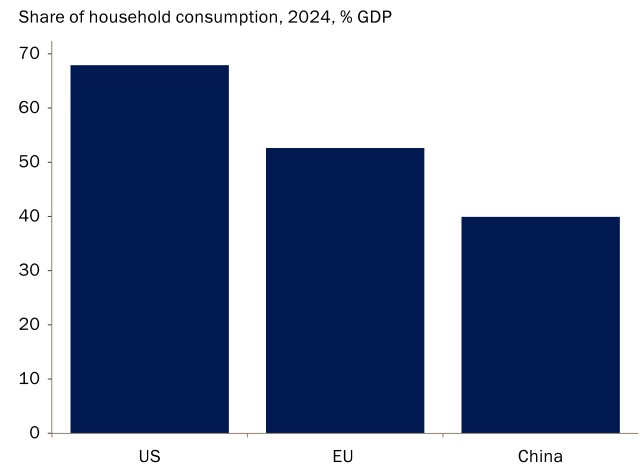


Source: Macrobond, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Nous prévoyons que la Chine dévoilera de nouvelles mesures de relance de la consommation en 2026, notamment de nouvelles réformes du système de sécurité sociale. L'objectif de croissance devrait être fixé entre 4,5% et 5%, la Chine ambitionnant d'atteindre le statut de pays à revenu élevé d'ici 2035. Les propositions du 15e plan quinquennal, qui débutera en 2026, donnent à penser que le gouvernement reconnaît la nécessité de stimuler la consommation des ménages, même si sa priorité reste le progrès technologique et la modernisation industrielle.

Nous pensons que le plan quinquennal montrera l'engagement du gouvernement en fixant pour la première fois un objectif chiffré pour la consommation privée. En Chine, la part de la consommation dans le PIB reste bien inférieure à celle des autres grandes économies (Graphique 4). Cela devrait se traduire par des sous-objectifs annuels et des mesures de soutien.

4: La part de la consommation des ménages dans le PIB reste faible en Chine



Source: Macrobond, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Nous prévoyons également une accélération des investissements en 2026 après une année 2025 sous le signe de la morosité. Les investissements liés à l'IA devraient occuper une place plus importante, les principaux acteurs chinois s'étant engagés sur des montants significatifs. Dans le même temps, nous prévoyons que l'impact sur la croissance de la baisse des investissements immobiliers s'atténuera, le marché immobilier entrant dans sa cinquième année de crise. Les investissements immobiliers sont passés d'un plus haut de 11% du PIB en 2021 à 7% du PIB actuellement, une baisse compensée par les investissements dans le secteur manufacturier et les services collectifs. La trajectoire d'ajustement du secteur immobilier de la Chine reste conforme à celle d'autres pays, où le secteur peut mettre sept ans pour sortir d'une crise profonde.

Le reste de l'Asie devrait connaître un léger ralentissement

En dehors de la Chine, la plupart des ME d'Asie devraient connaître un ralentissement modéré. En Inde, la croissance devrait se maintenir autour de 6 à 7%. Un accord commercial avec les États-Unis prévoyant une baisse des droits de douane pourrait renforcer la confiance des investisseurs privés, tandis que la poursuite de l'assouplissement monétaire devrait contribuer à alimenter l'activité domestique, déjà soutenue par des réductions d'impôts fin 2025. La Corée devrait voir sa croissance accélérer en 2026, grâce au secteur des semi-conducteurs et aux mesures de relance budgétaire. Après une année 2025 exceptionnelle, tirée par la forte demande de puces, Taïwan devrait connaître une croissance toujours solide, mais plus modérée.

Dans l'ensemble de l'ANASE, le ralentissement devrait être limité, les baisses de taux d'intérêt amortissant la demande.

Croissance solide en Europe et au Moyen-Orient

La croissance des pays d'Europe centrale et orientale (ECO) devrait légèrement accélérer. La baisse des taux d'intérêt et le dynamisme des marchés du travail soutiennent en effet la consommation, tandis que l'augmentation des dépenses budgétaires allemandes devrait avoir des retombées positives sur la région. Au Moyen-Orient, tant les pays exportateurs (Qatar, Arabie saoudite et Émirats arabes unis) que les pays importateurs de pétrole (Égypte, Maroc) devraient continuer d'enregistrer une croissance robuste, à la faveur d'investissements massifs dans les secteurs de l'énergie et en dehors. La Turquie devrait poursuivre sa lutte contre une inflation persistante, tout en se gardant une marge de manœuvre pour assouplir sa politique monétaire. Les perspectives de l'Afrique du Sud demeurent stables, même si les efforts d'amélioration du budget devraient être maintenus, et l'engagement à accélérer les réformes structurelles est positif.

Des élections majeures en Amérique latine

2026 sera une année importante pour l'Amérique latine, puisque des élections présidentielles se tiendront en Colombie, au Pérou et au Brésil. La reprise de l'engagement des États-Unis dans la région, tant sur le plan économique (cf. soutien financier apporté à l'Argentine) que militaire (cf. récentes manœuvres militaires dans les Caraïbes visant le Venezuela), pourrait également s'avérer positive pour les perspectives d'investissement et de sécurité. Nous prévoyons un ralentissement de l'économie brésilienne en 2026, ce qui permettra d'atténuer les pressions inflationnistes et d'amorcer un cycle de baisse des taux. La reprise du Mexique reste fragile, mais l'assouplissement de la politique monétaire devrait progressivement soutenir la demande. L'incertitude entourant l'accord commercial avec les États-Unis et le Canada (ACEUM), qui doit être réexaminé cette année, continuera de peser sur les investissements privés. En Argentine, la victoire du président Javier Milei aux élections de mi-mandat a consolidé son pouvoir, laissant présager des réformes structurelles. La hausse des réserves internationales pourrait permettre à l'Argentine de retrouver l'accès aux marchés financiers internationaux en 2026.

Les obligations et les actions des ME ont surperformé en 2025

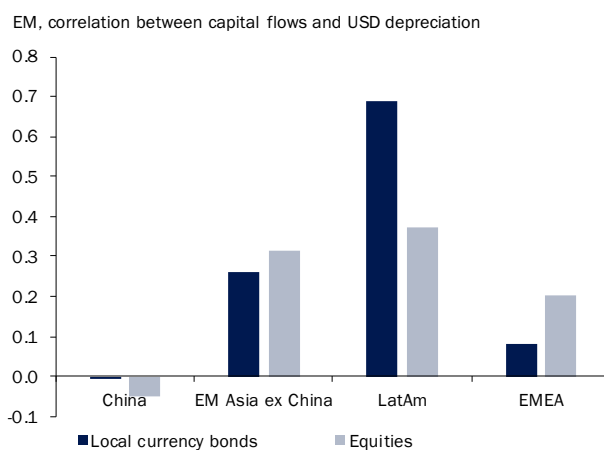
Malgré les fortes fluctuations des marchés financiers, 2025 a été une année exceptionnelle pour les obligations et les actions des ME. La dépréciation du dollar et la baisse des taux directeurs américains ont été les principaux facteurs de soutien. Les obligations des ME en monnaie locale et en devise forte ont produit des performances totales supérieures à celles de la plupart des autres segments obligataires, tandis que les actions des ME n'ont été surclassées que par l'or depuis le début de l'année. Sur le front des obligations en monnaie locale, le niveau relativement élevé des rendements, la poursuite de l'assouplissement monétaire des banques centrales des ME et le

recul de l'inflation ont également soutenu la performance. Les spreads des obligations en devises fortes ont connu un *rally* dans un environnement favorable au niveau mondial. La solidité des fondamentaux des émetteurs souverains et des entreprises des ME a également joué un rôle important. En outre, les actions des ME ont bénéficié d'un important réservoir d'épargne domestique en Chine et en Inde, ainsi que de l'essor de l'IA.

Les actifs des ME devraient bénéficier de l'évolution favorable de l'USD et de nouvelles baisses des taux américains

En 2025, les performances des obligations et des actions des ME ont bénéficié des entrées de capitaux dans la classe d'actifs, après des afflux atones entre 2022 et 2024 en raison du niveau élevé des taux directeurs aux États-Unis et du choc des prix de l'énergie. Historiquement, la dépréciation du dollar américain est le principal moteur des flux de capitaux vers les obligations des ME en monnaies locales et le deuxième moteur pour ce qui est des actions des ME, car elle encourage la quête de rendements. Cet effet est particulièrement notable en Amérique latine et en Asie émergente hors Chine (Graphique 5). Nous prévoyons que la résilience de la croissance des ME, l'affaiblissement du dollar et la baisse des taux d'intérêt américains en 2026 continueront à soutenir les obligations et les actions des ME.

5: Historiquement, une dépréciation du dollar américain draine les flux vers les actifs des ME



Source: BRI, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Le niveau élevé des rendements des obligations en monnaie locale dans des pays tels que le Brésil, l'Afrique du Sud et le Mexique reste attractif aux yeux des investisseurs en quête de portage. Si la fin de leur cycle de baisse des taux approche, la plupart des banques centrales des ME gardent une orientation globalement accommodante, ce qui devrait soutenir la hausse des prix des obligations et faire grimper les actions. Parallèlement, la poursuite des investissements dans l'IA et la diversification progressive hors des actifs libellés en dollars continueront de drainer les flux de capitaux vers les ME.



Les rendements porteront la performance en 2026

La plupart des anticipations du marché concernant les taux directeurs des banques centrales se sont désormais rapprochées de nos prévisions pour 2026. Les primes de terme des obligations d'État à long terme ont considérablement augmenté au cours des 12 à 24 derniers mois, les courbes de rendement s'étant fortement pentifiées. Les rendements obligataires ne devraient donc pas évoluer de manière significative dans un sens ou dans l'autre. Nous prévoyons que les courbes de rendement resteront pentues et certaines raisons donnent à penser qu'elles continueront de se pentifier, en particulier aux États-Unis. En 2026, les investisseurs obligataires devront principalement compter sur deux sources de performances: (1) le portage ou le rendement à l'échéance et (2) les effets positifs du «roll-down» le long d'une courbe des taux pentue. Nous privilégions les échéances intermédiaires, qui continuent d'offrir le meilleur profil risque/rendement. Nous restons neutres sur le crédit dans l'immédiat, mais compte tenu des tensions ponctuelles observées sur certains segments, nous prêtons une attention particulière à l'évolution de ce secteur.



Alex Rohner

Stratège taux d'intérêt

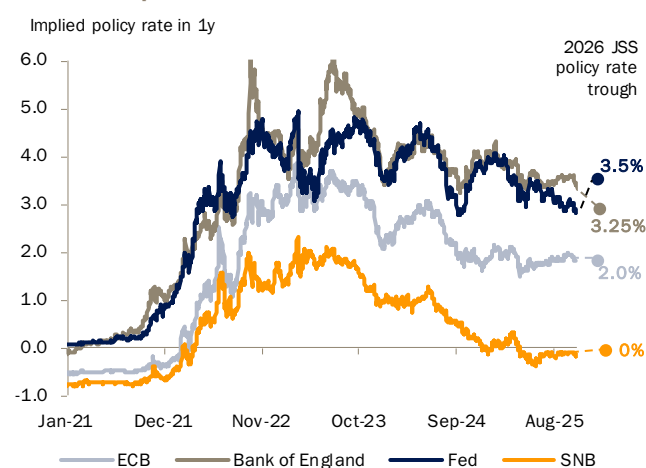
Les marchés obligataires américains et britanniques ont enregistré des performances nettement supérieures aux prévisions du consensus, les anticipations de taux directeurs ayant fortement baissé en 2025. Les performances des marchés obligataires de la zone euro et de la Suisse ont été beaucoup plus modérées, la plupart des baisses de taux directeurs étant intervenues l'année dernière. En conséquence, la majeure partie des anticipations des marchés concernant les taux directeurs des banques centrales se sont désormais rapprochées de nos prévisions, à quelques nuances près (Graphique 1).

Les anticipations de taux sont probablement trop faibles aux États-Unis et trop élevées au Royaume-Uni

Nos perspectives prometteuses concernant la croissance économique américaine, étayées par les dépenses d'investissement liées à l'IA et l'assouplissement budgétaire prévu en 2026, limiteront la marge de baisse des taux directeurs de la Fed. L'inflation devrait accélérer un peu par rapport aux niveaux actuels. Par conséquent, les anticipations du marché concernant les baisses de taux de la Fed sont probablement exagérées, ce qui pourrait laisser présager une légère hausse des rendements des bons du Trésor à long terme en 2026. À l'inverse, la trajectoire prévue pour les taux directeurs de la Banque d'Angleterre reste dans le haut de la fourchette de prévisions au regard du tassement des perspectives économiques et de la diminution des pressions inflationnistes en 2026. Le gouvernement britannique est sous pression pour réduire les

déficits budgétaires afin d'atténuer les pressions à la hausse sur les rendements des Gilt à long terme, ce qui pèsera aussi probablement sur l'économie britannique. Par conséquent, nous prévoyons une nouvelle pression à la baisse sur les rendements en livre sterling en 2026.

1: Les taux directeurs implicites du marché se sont rapprochés de nos prévisions



Source: Bloomberg, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Les anticipations de taux sont plutôt justes dans la zone euro et en Suisse

Enfin, les anticipations du marché concernant les taux directeurs de la BCE et de la BNS reflètent nos prévisions. Les perspectives économiques s'améliorent dans les deux zones monétaires, bien que de façon moins flagrante dans la zone euro. Les projections d'inflation des deux banques centrales sont proches de leur objectif pour les années à venir. Rien ne justifie

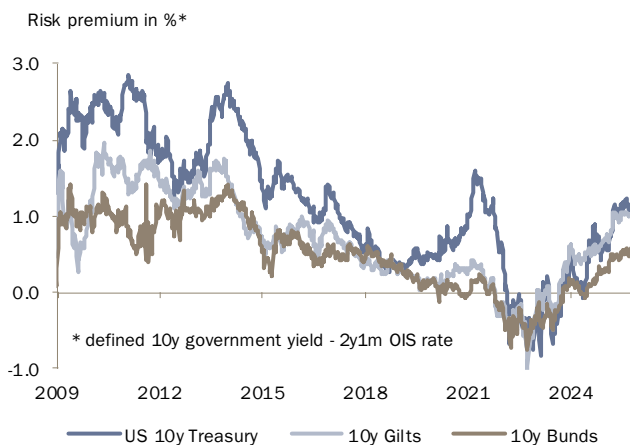
Taux d'intérêt

que la BNS abaisse ses taux en territoire négatif, et si une dernière baisse de 25pb du taux de la BCE est envisageable, le Conseil des gouverneurs semble y être opposé. Par conséquent, nous entrevoyons peu de marge d'évolution des anticipations de taux directeurs dans la zone euro et en Suisse, et donc peu de marge de baisse des rendements obligataires à partir des niveaux actuels.

Les primes de terme des obligations à long terme ont considérablement augmenté

Cependant, nous n'entrevoyons pas non plus de hausse significative des rendements. Les primes de terme des obligations d'État à longue échéance ont considérablement augmenté au cours des 12 à 24 derniers mois, les courbes de rendement s'étant fortement pentifiées (Graphique 2). Les inquiétudes relatives à la viabilité de la dette et les prévisions de nette augmentation des émissions d'obligations d'État semblent avoir entraîné une forte hausse des primes pour les échéances plus longues au cours des 12 à 24 derniers mois.

2: Primes de risque importantes sur les rendements à long terme



Source: Bloomberg, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

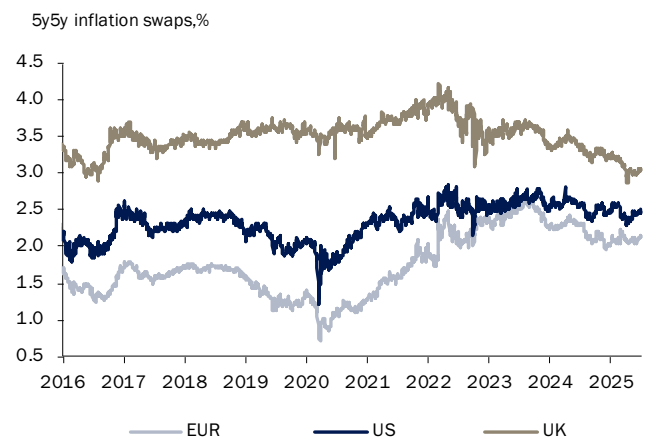
En réalité, la plupart des pays du G7 ne sont actuellement pas en mesure de mettre en œuvre de façon crédible des ajustements budgétaires susceptibles de stabiliser la trajectoire de la dette. Ils ont néanmoins aussi conscience que certains ajustements sont nécessaires pour éviter que le dérapage de la dette ne fasse encore grimper les rendements à long terme. Nous pouvons donc nous attendre à (1) de légers ajustements budgétaires (hausses d'impôts ciblées, droits de douane), (2) des changements dans les profils d'émission en faveur des échéances courtes, (3) un renforcement de la réglementation financière afin d'obliger les agents du secteur privé à détenir davantage d'obligations d'État et (4) éventuellement, une demande supplémentaire d'obligations à long terme, soit par le biais de rachats effectués par les ministères des Finances ou les banques centrales concernés. Ces mesures pourraient contribuer à apaiser

les inquiétudes concernant la viabilité de la dette et à légèrement réduire les primes de terme.

Les craintes inflationnistes devraient réapparaître

Jusqu'à présent, les inquiétudes liées à l'inflation ne semblent pas avoir été la principale raison de la hausse des primes de terme. En effet, les anticipations d'inflation à long terme du marché ont diminué au cours des deux dernières années (Graphique 3). Cependant, étant donné que les gouvernements essaient d'apaiser les craintes relatives à la viabilité de la dette au moyen de l'ingénierie financière sans s'engager sur la voie de l'assainissement budgétaire, il existe un risque que les anticipations d'inflation augmentent l'année prochaine, en particulier si l'économie offre une agréable surprise. Dans un tel environnement, les courbes de rendement sont davantage susceptibles de se pentifier.

3: Baisse des anticipations d'inflation à long terme



Source: Bloomberg, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Le risque de pentification est plus prononcé aux États-Unis

Si la Fed est perçue comme plus accommodante, la pentification de la courbe des taux pourrait s'accroître aux États-Unis. Un nouveau président de la Fed sera nommé en 2026, sur proposition de l'administration Trump. La position de base du FOMC devrait donc évoluer vers une attitude plus accommodante que sous la direction de l'actuel président de la Fed, Jerome Powell. Le segment 2 ans/10 ans anticipe actuellement une pente de 49pb. La pente maximale impliquée par les marchés à terme est d'environ 75pb au cours des prochaines années, ce qui est bien inférieur même à la moyenne à long terme de 100pb. Généralement, pendant les cycles d'assouplissement, le segment 2 ans/10 ans évolue bien au-dessus des 100pb.

Bien que les courbes de rendement soient étroitement corréliées, la tendance à la pentification devrait être moins marquée au Royaume-Uni et dans la zone euro. La BCE et la Banque d'Angleterre subissent moins de pressions politiques.

Le portage devrait être le principal moteur de performance

Dans notre scénario central, les taux directeurs et donc les rendements obligataires ne devraient pas évoluer de manière significative. Les investisseurs obligataires devront donc principalement compter sur deux sources de performances: (1) le portage ou le rendement à l'échéance et (2) les effets positifs du «roll-down» le long d'une courbe de rendements pentue. Hormis en Suisse, les taux directeurs, et également donc les anticipations de taux, ont baissé de moins de la moitié de la hausse intervenue depuis les plus bas de 2022. Les courbes de rendements se sont fortement pentifiées au cours de cette période sous l'effet de la réduction des taux des banques centrales et de l'augmentation substantielle de la prime de terme des marchés. L'évolution de la courbe des Gilts au cours des deux dernières années illustre parfaitement cette situation.

Des rendements à l'échéance élevés et des courbes de rendement pentues constituent une aubaine pour les investisseurs obligataires. Dans la plupart des zones monétaires, les structures de taux offrent désormais un *pay-off* asymétrique positif très favorable aux détenteurs d'obligations (Graphique 4). Que cela signifie-t-il? Les rendements étant élevés et les courbes de rendement, pentues, le potentiel de baisse des performances totales est limité si les rendements augmentent nettement plus que prévu. À l'inverse, une déconvenue sur le plan économique ou une correction significative des actifs risqués accompagnée d'une baisse des rendements obligataires se traduiraient par un fort potentiel de hausse des performances.

4: Asymétrie positive du pay-off pour les porteurs obligataires

US IG									
Maturity Segment	Approximate total returns for US IG bonds over 12 months under different yield scenarios								
	-100	-75	-50	-25	0	25	50	75	100
2	5.0	4.8	4.5	4.3	4.1	3.8	3.6	3.3	3.1
5	8.0	7.1	6.1	5.2	4.3	3.4	2.5	1.6	0.7
7	10.8	9.4	8.0	6.7	5.4	4.1	2.8	1.5	0.3
10	13.1	11.1	9.2	7.3	5.5	3.7	1.9	0.2	-1.5
30	22.2	17.9	13.9	10.0	6.4	2.9	-0.4	-3.5	-6.4

EUR IG									
Maturity Segment	Approximate total returns for EA IG over 12 months under different yield scenarios								
	-100	-75	-50	-25	0	25	50	75	100
2	3.2	3.0	2.7	2.5	2.2	2.0	1.8	1.5	1.3
5	7.0	6.0	5.0	4.1	3.1	2.2	1.2	0.3	-0.6
7	9.6	8.1	6.7	5.3	3.9	2.5	1.2	-0.1	-1.4
10	12.5	10.4	8.3	6.3	4.3	2.4	0.6	-1.3	-3.1
30	23.9	18.6	13.7	9.1	4.7	0.6	-3.2	-6.9	-10.4

Source: Bloomberg, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Nous privilégions les échéances intermédiaires

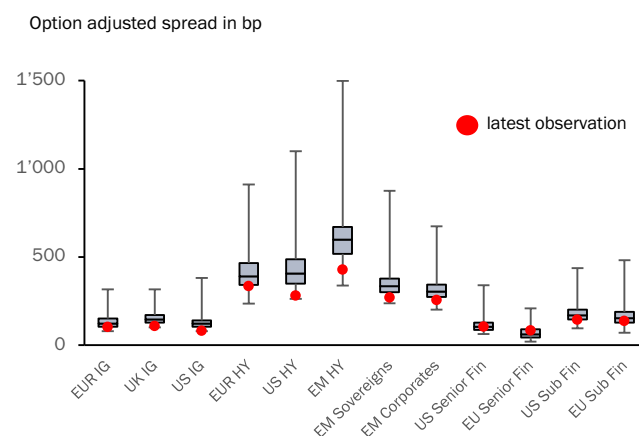
Nous pensons que les extrémités longues de toutes les courbes de rendement (> 10 ans) restent risquées et privilégions les échéances intermédiaires (5 à 7 ans): (1) il s'agit du segment d'échéances qui présente le profil le plus pentu; (2) elles ont

une durée suffisante pour permettre aux investisseurs de bénéficier du *roll-down* et d'une éventuelle baisse des rendements intermédiaires en cas de perspectives économiques plus moroses que prévu, et (3) elles présentent un portage suffisant pour offrir une protection substantielle contre les fluctuations défavorables des taux.

Position neutre sur le crédit dans l'immédiat malgré le faible niveau des spreads

Les primes de risque de crédit pour toutes les sous-catégories d'actifs obligataires restent proches de leurs plus bas niveaux depuis 20 ans (Graphique 5). Les valorisations ne sont pas attrayantes et les risques d'élargissement des spreads augmentent. En effet, certains éléments indiquent que, sur les marchés du crédit privé en particulier, les tensions augmentent à bas bruit. Les défauts de paiement déclarés sont en hausse, même s'ils semblent pour l'instant concentrés sur certains segments. Les informations sur d'autres segments, comme l'immobilier commercial, sont encore rares, de sorte qu'il est difficile d'évaluer l'ampleur et le caractère systémique des tensions sous-jacentes. Notre scénario économique central ne prévoit pas de net ralentissement économique, et encore moins une récession. Les rendements actuels sur les marchés du crédit devraient donc offrir une protection suffisante (rendement d'équilibre) contre les pertes. Cela étant, le segment du crédit exige désormais qu'on y prête une attention particulière. Pour l'heure, nous gardons une position neutre sur ce segment.

5: Les spreads de crédit ont atteint des plus bas historiques ou en sont proches



Source: Bloomberg, Banque J. Safra Sarasin, données journalières depuis 2012, 14.11.2025



Lac Michigan, États-Unis

La baisse du dollar n'est probablement pas terminée

Le dollar américain s'est nettement déprécié en 2025, malgré un consensus tablant sur le fait que les politiques protectionnistes de D. Trump soutiendraient le billet vert. Les marchés ont été déstabilisés par les menaces de droits de douane, de possibles taxes sur les avoirs étrangers en bons du Trésor et les efforts visant à compromettre l'indépendance de la Réserve fédérale (Fed), ce qui a incité les investisseurs à se protéger contre la dégradation du dollar. Nous prévoyons que le billet vert poursuivra sa baisse en 2026, la Fed étant susceptible de continuer de réduire son taux directeur. Les pressions politiques sur la Fed s'intensifieront à l'issue du mandat de J. Powell, son président. En revanche, nous anticipons que l'euro et le franc suisse seront bien soutenus, tandis que des difficultés budgétaires devraient peser sur la livre sterling. Nous prévoyons que le yen japonais s'appréciera modérément, car le resserrement monétaire sera très progressif. Au sein des devises liées aux matières premières, nous préférons le dollar canadien au dollar australien. L'or devrait continuer de se distinguer, compte tenu de la persistance de risques géopolitiques, de la demande de diversification et de son rôle d'actif refuge préféré à l'échelle mondiale.



Dr. Claudio Wewel

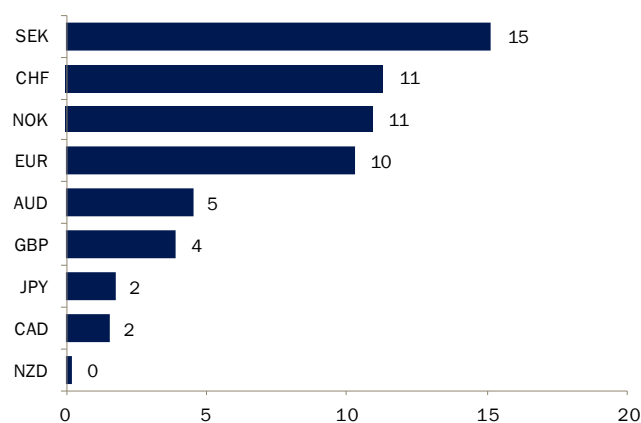
Stratège taux de change

Le dollar américain s'est nettement déprécié en 2025

En 2025, la volatilité des changes a évolué en dehors des fourchettes étroites observées en 2024. Alors que D. Trump prévoyait d'imposer des droits de douane sur les importations de biens étrangers aux États-Unis, début 2025 le consensus tablait sur un raffermissement du dollar américain. Au lieu de cela, le billet vert a considérablement baissé au cours des premiers mois de l'année, incitant à se couvrir contre sa dépréciation. Premièrement, les investisseurs craignaient que les mesures de l'administration Trump ne portent préjudice à l'économie américaine dans son ensemble. Deuxièmement, ces inquiétudes ont été exacerbées par une série de propositions de mesures peu orthodoxes. Outre les droits de douane, le gouvernement américain a émis l'idée de taxer les revenus des positions étrangères en bons du Trésor américain ainsi que celle d'exiger des alliés des États-Unis qu'ils détiennent des « obligations centennaires » à faible rendement en échange de garanties de sécurité américaines. Troisièmement, les offensives de l'administration Trump contre l'indépendance de la Fed ont pesé sur le dollar. Depuis janvier, le dollar s'est déprécié par rapport à toutes les devises du G10, la majeure partie de cette dépréciation ayant eu lieu au premier semestre 2025 (Graphique 1).

1: Depuis le début de l'année, le dollar s'est déprécié face à toutes les devises du G10

Ytd G10 FX performance vs USD, %



Source: Macrobond, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Le dollar américain devrait poursuivre sa tendance baissière en 2026

Nous pensons que la baisse du dollar ne devrait pas s'inverser et prévoyons que la devise continuera de se déprécier en 2026. Si les investissements dans l'IA soutiendront la croissance du PIB américain et si ceux dans les technologies de traitement de l'information devraient constituer un important moteur pour le dollar, nous anticipons une diminution du soutien monétaire à mesure que la Fed continue de baisser ses taux. Et avec la fin du mandat de l'actuel président de la Fed, J. Powell, en mai 2026, l'indépendance de la Fed devrait revenir au premier plan.

Taux de change

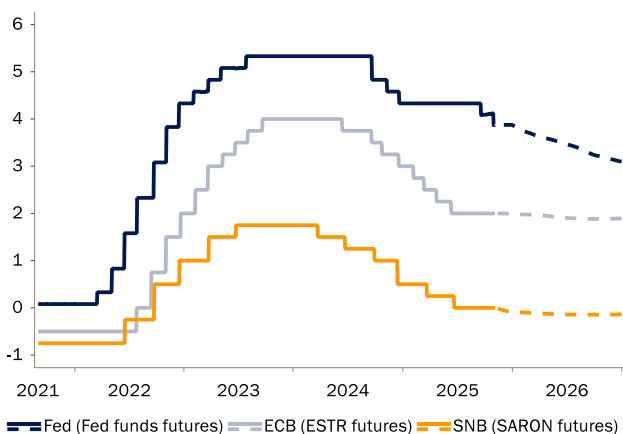
Cela conduira les marchés à anticiper une politique monétaire plus conciliante que sous la présidence de J. Powell, ce même si l'inflation reste trop élevée. De plus, nous ne prévoyons pas de hausse du dollar sous l'effet du regain de volatilité à l'approche des élections de mi-mandat aux États-Unis. Un rebond majeur du billet vert nécessiterait, selon nous, une nette accélération de la dynamique macroéconomique américaine, ce qui n'est pas notre scénario central.

L'euro devrait se redresser à l'approche de 2026

L'euro n'a pas réussi à poursuivre sur sa lancée du premier semestre 2025. La monnaie unique a pâti du tassement de la dynamique conjoncturelle de la zone euro au second semestre 2025 et également de la crise politique en France. Nous continuons néanmoins de prévoir que l'euro bénéficiera d'un soutien accru grâce à la mise en œuvre des mesures de relance budgétaire allemandes l'année prochaine. L'accélération de l'activité économique dans la zone devrait se traduire par une convergence de la croissance avec les États-Unis. Nous anticipons également que l'écart entre les taux directeurs de la Fed et de la Banque centrale européenne (BCE) s'amenuisera, la Fed devant procéder à de nouvelles baisses de taux au cours des douze prochains mois (Graphique 2). La monnaie unique devrait en outre bénéficier, d'un point de vue structurel, d'un avantage relatif croissant par rapport au dollar, compte tenu de l'érosion de l'État de droit aux États-Unis, qui contraste avec l'indépendance politique incontestée de la BCE.

2: L'avantage de la Fed en termes de taux directeurs est amené à se réduire

Central banks' policy rates and market-implied rate trajectories



Source: Macrobond, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Le franc suisse devrait regagner du terrain

Nous restons optimistes quant au franc suisse. En juin, la Banque Nationale Suisse (BNS) a ramené son taux directeur à zéro et a indiqué depuis qu'une baisse en territoire négatif se heurtait à d'importants obstacles. La Suisse s'est adaptée plus rapidement que prévu au choc tarifaire américain et bénéficiera donc de l'accord avec les États-Unis prévoyant de ramener les droits de douane de 39% à 15%. Cela réduit la

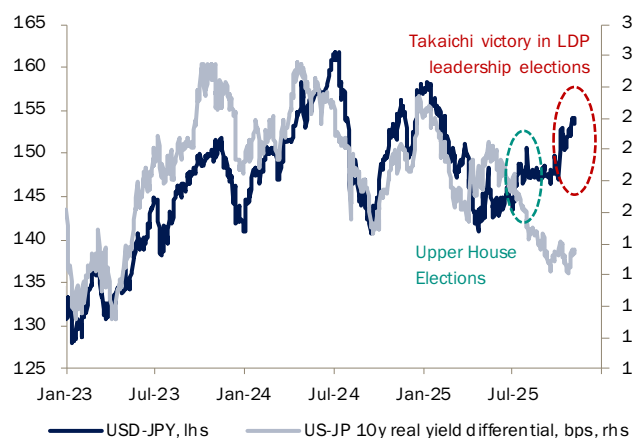
probabilité de nouvelles baisses de taux par la BNS et confirme notre thèse selon laquelle la fin du cycle d'assouplissement monétaire a été atteinte. Par conséquent, le différentiel de taux directeurs entre la BNS et les autres grandes banques centrales devrait continuer à s'amenuiser en 2026, faisant progressivement remonter le franc suisse. Divers risques pourraient entraîner un dérapage temporaire de la monnaie helvétique, ce qui inciterait probablement la BNS à reprendre ses interventions sur le marché des changes, comme elle l'avait fait après le «jour de la libération». Parmi ces risques figurent une montée des inquiétudes concernant la viabilité des budgets dans la zone euro et un regain de volatilité à l'approche des élections de mi-mandat aux États-Unis en novembre 2026.

La livre sterling devrait se déprécier par rapport à l'euro

En revanche, la livre sterling devrait subir des pressions baissières croissantes à l'approche de 2026. La révision à la baisse plus importante que prévu des prévisions de productivité du Royaume-Uni par l'*Office for Budget Responsibility* a laissé un déficit dans le budget d'automne. Selon nous, les hausses d'impôts imposées pour combler ce déficit pourraient peser sur la croissance domestique et contraindre la Banque d'Angleterre à réduire son taux directeur davantage que ne le prévoit actuellement le marché. Nous anticipons donc une nouvelle dépréciation de la livre sterling face à l'euro en 2026, tandis qu'elle devrait mieux résister face au dollar américain.

3: Les anticipations d'assouplissement de la politique budgétaire ont pesé sur le yen

USD-JPY versus 10y yields of inflation-protected government bonds



Source: Bloomberg, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

L'appréciation du yen japonais devrait être progressive

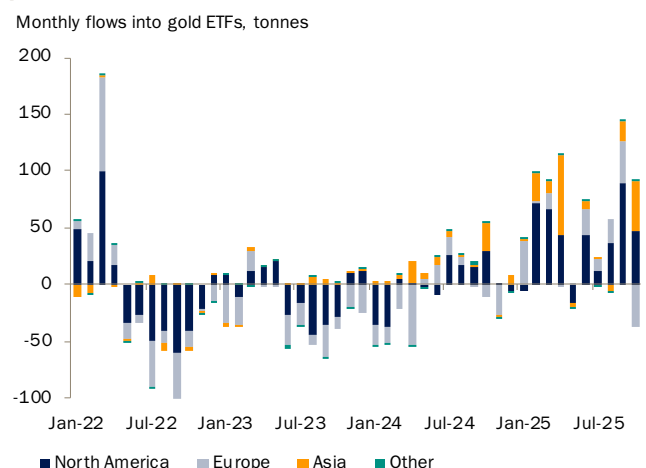
Le yen a affiché une performance médiocre cette année. Il a bondi début 2025 lorsque le différentiel de rendement avec le dollar s'est amenuisé, mais il a depuis reperdu la majeure partie du terrain gagné (Graphique 3). La montée inattendue des forces populistes lors des élections à la Chambre haute japonaise en juillet et la nomination de Sanae Takaichi au poste de Premier ministre du Japon en octobre ont pesé sur le yen. Partisane de l'*Abenomics*, la nouvelle Première ministre

privilège les mesures de relance budgétaire pour soutenir la croissance intérieure, ce qui va à l'encontre du programme de resserrement monétaire de la Banque du Japon. Nous anticipons une appréciation du yen en 2026 sous l'effet de la nouvelle hausse prévue du taux directeur de la Banque du Japon, mais le potentiel de hausse sera plutôt limité.

Nous préférons le dollar canadien au dollar australien

Côté devises liées aux matières premières, le dollar canadien, en particulier, devrait afficher de bonnes performances l'année prochaine. Le Canada reste soumis à l'un des droits de douane américains les plus élevés parmi les marchés développés, avec un taux de 35% sur toutes les exportations non couvertes par l'ACEUM. Compte tenu de l'impact négatif sur la croissance et l'emploi au Canada, la Banque du Canada a réduit son taux directeur de 100pb au total en 2025, ce qui a pesé sur le dollar canadien. Cependant, la Banque du Canada approche de la fin de son cycle de baisse des taux, ce qui, à terme, devrait soutenir la devise. Un accord entre les États-Unis et le Canada prévoyant une baisse des droits de douane américains sur les produits canadiens pourrait constituer un autre facteur de soutien. En revanche, s'agissant du dollar australien, les possibilités de bonnes surprises semblent moindres. L'Australie étant exposée à la conjoncture chinoise, les risques pesant sur la croissance dominant et, avec la hausse du chômage, la Banque de Réserve d'Australie pourrait devoir assouplir sa politique monétaire davantage que prévu en 2026. La devise semble également très valorisée au regard de la viabilité de la balance courante. Par conséquent, nous prévoyons que le dollar canadien s'appréciera légèrement par rapport au dollar australien l'année prochaine.

4: L'afflux de capitaux vers les ETF adossés à l'or a fait grimper les cours en 2025



Source: Conseil mondial de l'or, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Le contexte restera probablement favorable à l'or

Cette année, l'or a enregistré sa meilleure performance depuis 1979, avec une hausse de plus de 50% depuis le début de l'année. Ces gains importants ont été surtout alimentés par les solides afflux de capitaux vers les ETF adossés à l'or (Graphique 4). Les achats des banques centrales ont décéléré par rapport aux niveaux élevés observés en 2023 et 2024. Malgré la récente correction du prix de l'or, nous restons convaincus que le contexte reste favorable au métal jaune, tant à moyen qu'à long terme. Premièrement, l'incertitude géopolitique demeure élevée, comme en témoignent les développements de la guerre en Ukraine et de la politique américaine. Deuxièmement, les avoires en or restent faibles. Les investisseurs auparavant inactifs devraient continuer à se tourner vers l'or et à accroître leurs allocations, ce qui justifierait que le prix de l'or se stabilise à des niveaux plus élevés que par le passé. Troisièmement, les achats institutionnels devraient continuer de jouer un rôle décisif, les banques centrales poursuivant la diversification de leurs réserves au détriment des actifs en dollars américains. De façon plus générale, nous prévoyons que l'or servira de plus en plus de valeur refuge à l'échelle mondiale. Les achats opportunistes lors des corrections devraient fournir un prix plancher. Enfin, la demande croissante des émetteurs de *stablecoins* et le risque de décollecte plus générale des cryptoactifs pourraient également exercer des pressions à la hausse. Si notre scénario central prévoit une poursuite de la tendance haussière de l'or, il existe également des risques. Par exemple, un durcissement significatif de la politique monétaire de la Fed ou un changement de cap majeur dans les politiques américaines pourraient remettre en cause le contexte favorable à l'or. Le Graphique 5 présente un aperçu plus complet des risques.

5: Certains risques (extrêmes) pourraient faire dérailler la tendance haussière de l'or

Downside risks	Description
Major geopolitical de-escalations	<ul style="list-style-type: none"> Major geopolitical de-escalations Russia-Ukraine truce itself probably not enough → Lower demand for safe assets
Major policy reversal of the US administration	<ul style="list-style-type: none"> Credible reversal to traditional US (foreign) policy Major reversal of US tariff policies → Lower demand for safe assets
Major crypto revival	<ul style="list-style-type: none"> Year-to-date crypto performance underwhelms, despite favourable US regulation Gold benefitted from demand from stablecoin issuers for reserve purposes and as investment
Markets starting to expect Fed to hike	<ul style="list-style-type: none"> Markets are priced for several rate cuts Gold loses some of its appeal as an inflation hedge Hence rate hike may trigger larger-scale gold sales
Other suggested triggers	<ul style="list-style-type: none"> Oil price spike (liquidity drain for global economy) Surge in supply and forward sales by producers Halt in central bank buying Rebound in undervalued Asian FX (renminbi or yen)

Source: Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025



Lac Würth, Bavière, Allemagne

Navigation en altitude

Après trois années consécutives de performances à deux chiffres, les marchés des actions devraient connaître une hausse plus modérée en 2026. Le calendrier politique ne changera pas forcément la donne. Statistiquement, les actions américaines progressent moins lors des années d'élections de mi-mandat que lors des années sans élections, que le président soit démocrate ou républicain. L'IA devrait rester un moteur important sur les marchés et dans l'économie, mais ses avantages se manifesteront davantage dans son déploiement que dans son développement. Enfin, nous privilégions les secteurs défensifs et les actions européennes pour les mois à venir.



Wolf von Rotberg

Stratège actions

2025 s'est avérée une année remarquable

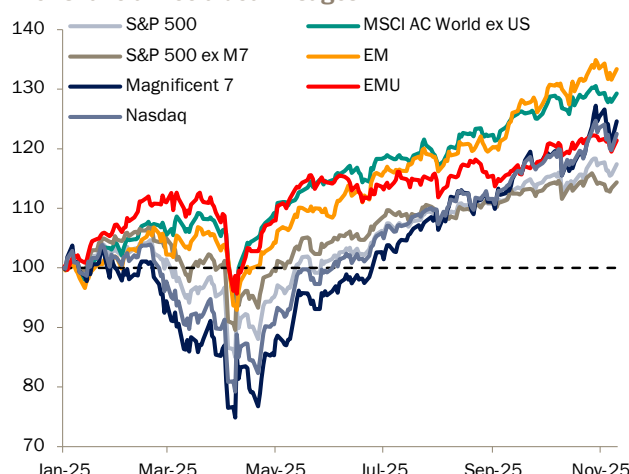
2025 fut un cru exceptionnel. La perspective d'une surperformance durable des États-Unis ayant fait long feu après les élections de novembre 2024, les actions européennes ont tiré la performance en début d'année, tandis que les marchés américains ont pâti des craintes de voir les modèles chinois menacer le leadership des Sept Magnifiques en matière d'IA. Ces craintes ont été exacerbées par les risques de découplage des États-Unis et les inquiétudes concernant la fin de l'exceptionnalisme américain, après l'annonce par D. Trump, début avril, de la mise en place de droits de douane réciproques généralisés à l'encontre de ses partenaires commerciaux. À ce stade, les Sept Magnifiques avaient cédé environ 25% par rapport à leurs niveaux du 1^{er} janvier, et le S&P 500 avait reculé de près de 20% (Graphique 1). Comme nous le savons aujourd'hui, cet épisode d'incertitude maximale aurait été le moment idéal pour acheter le marché et en particulier les actions des Sept Magnifiques. Celles-ci ont progressé de plus de 60%, surperformant la plupart des autres segments et tirant les actions mondiales vers le haut.

Le rebond depuis les plus bas d'avril a été exceptionnel

Le rebond des actions américaines a en effet permis à l'indice mondial d'enregistrer sa plus forte hausse sur six mois depuis 20 ans, si l'on ne tient pas compte des deux reprises intervenues après les récessions de 2009 et 2020. Tirés par la dissipation rapide des risques politiques, la dépréciation du dollar américain et l'euphorie croissante autour de l'IA, les marchés ont battu leurs précédents records et les valorisations ont atteint leur plus haut niveau depuis la bulle Internet du début des années 2000. Il est rare, comme ce fut le cas cette année, de voir les craintes de récession laisser la place aussi

rapidement à des craintes de bulle, mais c'est pourtant la situation dans laquelle nous nous trouvons aujourd'hui, et qui marque notre point de départ pour l'année 2026.

1: 2025: une année à deux visages



Source: LSEG, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Les valorisations ont atteint un plus haut sur 25 ans

Il va de soi qu'au vu des niveaux de valorisation actuels, le marché des actions américain aura du mal à reproduire en 2026 les performances enregistrées en 2025. Pour y parvenir, au moins l'une des trois conditions suivantes devrait être remplie: (i) une nouvelle nette revalorisation, (ii) une forte accélération de la croissance du PIB ou (iii) une forte augmentation des marges des entreprises américaines.

Une nouvelle revalorisation significative du S&P 500 semble peu probable. Pendant la bulle Internet, le ratio cours/bénéfice (PER) a culminé à 25x, un niveau légèrement supérieur au niveau actuel (Graphique 2). Pour voir les multiples continuer de progresser, il faudrait que les rendements des bons du Trésor américain baissent nettement, sans que la conjoncture macroéconomique ralentisse.

2: Le PER prévisionnel à 12 mois a atteint un plus haut depuis 2000



Source: LSEG, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Le rendement des bénéfices est bas

L'inverse du PER, à savoir le rendement des bénéfices, est actuellement de 4,3% pour le S&P 500, un niveau légèrement supérieur au rendement des bons du Trésor (Graphique 3). Au cours des dernières années, il est tombé à plusieurs reprises au même niveau que le rendement des bons du Trésor, mais jamais en deçà. Cela donne à penser qu'une expansion des multiples ne pourrait se produire que si les taux à long terme continuaient de baisser, ce qui n'est toutefois pas notre scénario central. Un multiple de 25x nécessiterait un rendement des bons du Trésor à 10 ans de 3,8%, un niveau qui ne semble pas excessivement ambitieux, mais qui nécessiterait parallèlement que la conjoncture se maintienne. Nous prévoyons que le rendement des bons du Trésor à 10 ans augmentera à 4,4% d'ici la fin de l'année 2026, ce qui implique un PER d'environ 22,5x, soit environ 2% de moins que le niveau actuel. Une expansion des multiples semble donc peu probable en 2026.

3: Le rendement des bénéfices et le rendement des bons du Trésor sont presque au même niveau



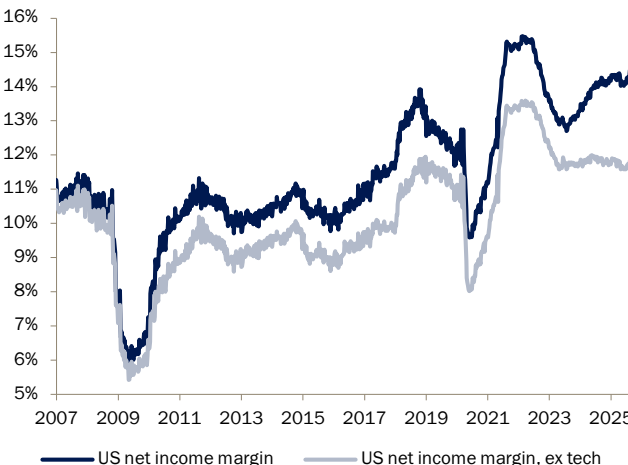
Source: LSEG, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Le potentiel de hausse devrait venir des bénéfices

La hausse des performances devra donc venir de la croissance des bénéfices. Nos prévisions de croissance du PIB américain pour 2026 se traduisent par une croissance du BPA d'environ 11% aux États-Unis, ce qui marquerait un ralentissement par rapport à 2024 et 2025, mais resterait néanmoins supérieur à la plupart des autres marchés dans le monde. S'agissant des marges, nous prévoyons qu'elles resteront stables et que leur potentiel de hausse sera limité en 2026. Le secteur technologique a, à lui seul, tiré les marges vers le haut ces dernières années, grâce à une forte croissance des ventes et à un modèle économique à très faible intensité capitalistique (Graphique 4). Cette situation devrait être amenée à changer dans les années à venir. Si la croissance des ventes devrait rester forte, l'IA accroît l'intensité capitalistique des activités des *hyperscalers*. À terme, l'accélération de l'amortissement des capitaux et la hausse des charges d'exploitation devraient peser sur les marges du secteur technologique. L'expansion des marges finira par être tirée par d'autres secteurs, une fois que les gains de productivité et les économies de coûts liés à l'IA contribueront à doper la rentabilité ailleurs que dans la technologie. Cet effet mettra toutefois du temps à se faire sentir, étant donné les difficultés auxquelles les entreprises sont confrontées lors de la transition.

La conjonction de tous ces facteurs nous amène à un objectif de 7 400 points à fin 2026, environ 9% au-dessus du niveau actuel.

4: Le secteur technologique a été le principal moteur de l'expansion des marges aux États-Unis



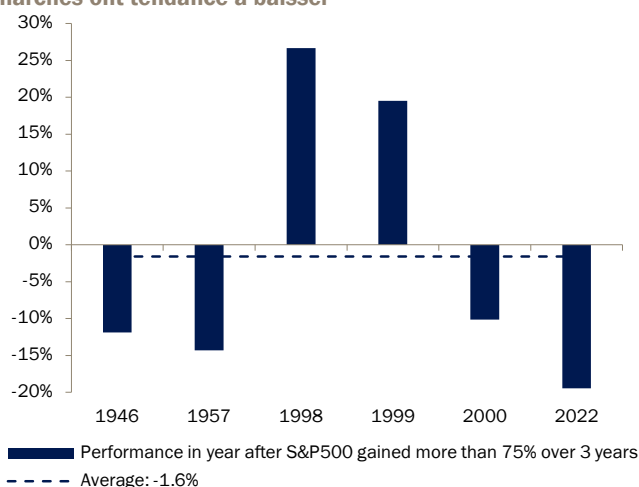
Source: LSEG, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Statistiquement, une nouvelle année de performances élevées est peu probable

Deux autres raisons purement statistiques incitent à une légère prudence pour l'année à venir. Premièrement, un maintien des marchés à leurs niveaux actuels jusqu'à fin 2025 marquerait la troisième année consécutive de performances à deux chiffres et une évolution des cours de 75% sur trois ans. Cela ne s'est

produit que six fois depuis 1945, dont trois fois pendant la bulle Internet. Sauf en 1998 et en 1999, le phénomène observé au cours des trois dernières années a toujours été suivi d'une année de baisse (Graphique 5). Bien que cela ne soit pas impossible, des performances à deux chiffres en 2026 entraîneraient probablement le marché dans une bulle. Si la croissance venait à accélérer sous l'effet de la forte hausse des dépenses d'investissement et si la Fed réduisait encore ses taux malgré une inflation supérieure à l'objectif, les probabilités d'un tel scénario augmenteraient certainement.

5: Au bout de 3 ans et après une performance de 75%, les marchés ont tendance à baisser



Source: LSEG, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Les années d'élection de mi-mandat sont généralement synonymes de baisse des performances

Cela nous amène à une deuxième observation statistique. Avec les élections de mi-mandat qui se profilent en 2026, l'administration cherchera probablement à créer un environnement macroéconomique et financier aussi favorable que possible. L'impulsion budgétaire devient positive, l'administration essaiera de nommer un président conciliant à la tête de la Fed et elle s'efforce de stimuler le marché immobilier résidentiel. Les réductions d'impôts devraient doper les revenus et les règles d'amortissement accéléré libéreront des capitaux. Toutefois, alors que l'économie américaine entre dans sa sixième année d'expansion, des signes d'essoufflement apparaissent, en particulier chez les consommateurs à plus faibles revenus. D'autres gouvernements avant celui-ci ont effectivement essayé de créer un contexte favorable à l'approche des élections, mais ils n'y sont pas toujours parvenus.

Sur le plan statistique, les années d'élections de mi-mandat ne sont pas particulièrement favorables aux actions. Alors que le S&P 500 a progressé en moyenne de 9% par an depuis 1945, il n'a gagné que 4% lors des années d'élections de mi-mandat. Cette sous-performance était d'autant plus marquée avec les présidents démocrates, sous lesquels le marché américain a progressé de seulement 2% en moyenne lors des années

d'élections de mi-mandat, contre 11% si l'on prend en compte toutes les années. Les présidents républicains font légèrement mieux. Pendant leur mandat, le S&P 500 a progressé en moyenne de 6% pendant les années d'élections de mi-mandat, mais ce chiffre reste inférieur aux 7% enregistrés si l'on tient compte de toutes les années avec un président républicain à la tête du pays (Graphique 6).

6: Les années d'élections de mi-mandat sont généralement moins positives en termes de performances que les autres

S&P500 index returns (yoy)	Average Any President	Average Democrat President	Average Republican President
All years since 1945	9%	11%	7%
Midterm years	4%	2%	6%

Source: LSEG, Banque J. Safra Sarasin, 14.11.2025

Ceci tend à montrer que le cycle économique ne suit pas nécessairement le calendrier politique et ne doit donc pas être utilisé comme argument pour justifier des perspectives particulièrement prometteuses pour l'année prochaine.

Tiré par un contexte macroéconomique solide, le potentiel de hausse devrait être modéré en 2026

Nous en concluons que plusieurs facteurs limitent le potentiel de hausse en 2026, sans pour autant être préjudiciables pour le marché. Fondamentalement, nous prévoyons que la croissance restera modérément solide, aucun déséquilibre majeur n'étant en vue. Le cycle d'investissement dans l'IA va se poursuivre et l'impact ultime de cette technologie sur les entreprises et l'économie sera considérable, dans le sens positif du terme. La course aux modèles d'IA les plus puissants et aux infrastructures les plus optimales, qui oppose actuellement les grandes entreprises technologiques américaines et chinoises, devrait se traduire par une intensification de la concurrence en vue d'une utilisation la plus efficace de l'IA dans d'autres secteurs.

Dans l'immédiat, notre préférence va à l'Europe et aux secteurs défensifs

Pour le moment, il nous semble judicieux de se diversifier en dehors du marché américain, très concentré. Les actions européennes nous semblent offrir un potentiel de rattrapage et nous entrevoyons des opportunités dans les segments plus défensifs du marché. Le secteur de la santé se distingue en raison d'un point d'entrée attractif. À notre avis, les logiciels devraient être la prochaine étape dans l'adoption de l'IA. Sur le segment de la qualité, les entreprises affichant une base de clientèle solide, un bilan sain et des bénéfices durables pourraient bien revenir en grâce en 2026.



J. Safra Sarasin

Investir dans un monde en mutation

Comme à chaque fin d'année, Global View essaie de cerner les anticipations de nos dirigeants pour l'année à venir. Cette fois-ci, nous avons rencontré Oliver Cartade, responsable de la gestion d'actifs et de la clientèle institutionnelle, et membre du comité exécutif du groupe. Oliver Cartade occupe des fonctions de direction au sein du groupe J. Safra depuis plus de 19 ans. Il reste optimiste quant aux perspectives des placements alternatifs et des actions pour 2026. Toutefois, il prévoit une diminution de la surperformance par rapport aux obligations, les valorisations actuelles étant assez élevées, en particulier aux États-Unis.

Oliver, l'année 2025 a-t-elle été à la hauteur de vos attentes?

Oliver Cartade: J'anticipais un regain de volatilité pour le début de l'année, et à cet égard, 2025 a répondu aux attentes. L'année a été marquée par un certain nombre d'évolutions importantes, notamment les mesures imprévisibles du président américain Donald Trump et les interventions militaires au Moyen-Orient, qui ont provoqué une forte volatilité sur les marchés financiers. Cela étant, les fondamentaux économiques restent raisonnablement solides, et la politique tarifaire est devenue plus claire.

En termes de thèmes d'investissement, la fin potentielle de l'«exceptionnalisme» américain constitue un enjeu important.

Après plus d'une décennie de surperformance des actifs américains, l'appétit des investisseurs a montré des premiers signes de déclin cette année. Le dollar américain s'est nettement déprécié. Il pourrait encore baisser selon moi, et la part des actions américaines qui sont très concentrées dans les indices boursiers mondiaux atteint des niveaux records. Sur le plan stratégique, j'anticipe un élargissement des performances du marché, tout en restant conscient de la forte position concurrentielle des grandes entreprises américaines dans les secteurs à fort potentiel de croissance.

La prédominance du dollar américain est-elle menacée?

Le dollar reste profondément ancré comme monnaie de réserve mondiale. Les obstacles à court terme à sa prédominance pourraient éroder son attrait en tant que valeur refuge, mais je considère ces risques comme minimes au regard de la transformation structurelle qui serait nécessaire pour que l'économie mondiale bascule vers un autre actif de réserve principal.

En 2025, l'inclusion de l'or dans nos mandats en a considérablement amélioré la performance. L'or devrait-il faire partie intégrante du portefeuille de tous les investisseurs institutionnels et particuliers?

L'or a véritablement retrouvé sa place au cœur des portefeuilles. Historiquement, l'or a toujours servi de contrepoids aux rendements réels. Cela signifie que lorsque les rendements

réels sont faibles ou négatifs, et que donc les rendements corrigés de l'inflation des investissements obligataires sont faibles, les investisseurs recherchent d'autres gisements de valeur, comme l'or. Dans le cycle actuel, la hausse initiale a cependant été déclenchée par certaines banques centrales, sous l'impulsion de la Chine, après le gel des réserves de change russes en 2022. Je pense que cette tendance va se poursuivre, car les banques centrales ont encore la possibilité d'accroître leurs réserves d'or. Ce facteur, associé à la diminution des rendements réels due à la baisse des taux, continuera à soutenir la demande de métal jaune. Selon moi, l'or atteindra 4 500 dollars d'ici la fin 2026, voire plus en cas de nouvelle perte de confiance dans les banques centrales ou de préoccupations liées à la viabilité de la dette.

Gérer des portefeuilles en 2025 a été difficile, car l'actualité politique a accru la volatilité et les investisseurs ont pu être tentés de vendre des actifs risqués au mauvais moment. D'après votre expérience, quelles sont les erreurs les plus graves que commettent souvent les investisseurs?

Excellente question. Au fil des ans, j'ai vu tellement d'investisseurs commettre sans cesse les mêmes erreurs, compromettant leur objectif de maximisation des performances sur le long terme. La plus courante est, de loin, celle qui consiste à essayer d'anticiper les fluctuations du marché. Il peut être déchirant de voir son portefeuille d'investissement plonger soudainement. Face à un déferlement de mauvaises nouvelles, on peut être pris d'une envie irrésistible de stopper l'hémorragie et de nombreux investisseurs cèdent à la panique et vendent pour se repositionner sur les liquidités. Paradoxalement, cela peut être la pire chose qu'un investisseur puisse faire. Rester à l'écart des baisses du marché, c'est peut-être également passer à côté des hausses. 78% des meilleures séances boursières ont lieu pendant un marché baissier ou au cours des deux premiers mois d'un marché haussier. Si vous aviez manqué les 10 meilleures séances boursières des 30 dernières années, vos performances auraient été réduites de près de moitié, passant d'environ 7% à 3,8% en chiffres annualisés. Et si vous étiez passé à côté des 30 meilleures séances chaque année, vos



performances auraient été amputées de 83%, ce qui est effarant. J'invite plutôt les investisseurs à adopter une optique de long terme. Si vous n'avez pas besoin de liquidités dans l'immédiat et que vous disposez d'un portefeuille diversifié et bien documenté, sachez qu'*in fine* les baisses sont temporaires. Le marché peut parfois donner l'impression qu'il pourrait s'effondrer, mais l'histoire montre qu'il rebondit toujours et que la plupart des portefeuilles finissent, avec le temps, par revenir dans le vert.

L'autre grande erreur que j'observe consiste à se concentrer sur un nombre trop restreint d'investissements. Cela est généralement dû à un excès de confiance et à la peur de passer à côté d'une opportunité (la «FOMO»). Il arrive parfois qu'on entende parler d'une entreprise dont le cours de l'action ne cesse de grimper. Il peut être tentant de suivre le mouvement et d'investir la majeure partie de ses économies dedans. Cependant, aucune entreprise n'est à l'abri de difficultés, et il est impossible de prédire quand celles-ci surviendront ou quand les marchés changeront simplement les modalités d'attribution de la valeur à ces entreprises. À titre d'exemple, de nos jours, nombre d'investisseurs placent la majeure partie de leur portefeuille dans des grandes capitalisations technologiques en raison de l'optimisme suscité par l'intelligence artificielle (IA). Une meilleure stratégie consiste à diversifier son portefeuille et à répartir le risque d'investissement entre différentes classes d'actifs, régions et secteurs. La bonne nouvelle, c'est que la diversification ne coûte rien. Le principal avantage de la diversification est de réduire le risque. En répartissant vos investissements entre différentes classes d'actifs, vous réduisez efficacement l'impact d'une baisse dans une classe d'actifs.

Pensez-vous que les actions surperformeront à nouveau les obligations en 2026, comme cela a été largement le cas au cours des trois dernières années?

Je reste optimiste quant aux perspectives des actions, si on élargit les opportunités d'investissements sélectifs et que l'on se diversifie de façon rigoureuse. La croissance économique est régulière et les banques centrales devraient poursuivre la baisse des taux à mesure que l'inflation ralentit. Le développement continu des chaînes d'approvisionnement en IA stimule la dynamique de croissance d'un nombre croissant d'acteurs. En outre, l'expansion budgétaire de l'Europe et les changements structurels du Japon devraient soutenir la croissance des bénéfices au niveau mondial. Cela dit, le point de départ des marchés actions n'est pas très favorable, en particulier aux États-Unis, où les niveaux de valorisation actuels sont élevés. La surperformance par rapport aux obligations va s'amenuiser et la sélection au sein des actions, en particulier le choix des bons secteurs et des bonnes régions, jouera un rôle beaucoup plus important en 2026.

Quels sont selon vous les risques pour 2026? Quelles sont les perspectives du crédit privé?

Le crédit privé a eu le vent en poupe au cours de la dernière décennie, et à juste titre. Le crédit privé a toujours été associé à un potentiel de performances régulières, de rendements solides et de faible volatilité, grâce à des pertes sur créances peu élevées. Mais la possibilité d'un ralentissement économique significatif, de taux d'intérêt «plus élevés pendant plus longtemps» et d'une persistance de l'inflation pourrait l'empêcher de continuer à offrir ces avantages. Avec l'afflux de capitaux dans la classe d'actifs, qui est susceptible de biaiser les fondamentaux du secteur, les investisseurs commencent à craindre une crise. Je pense toutefois que les craintes d'une crise systémique du crédit privé sont exagérées.

Premièrement, si la croissance du crédit privé a été significative, le secteur ne représente encore qu'une petite partie de la dette totale des entreprises. Je ne pense pas qu'il soit suffisamment important pour créer un risque systémique. Deuxièmement, les rendements des prêts directs senior devraient rester solides en raison des niveaux élevés des rendements initiaux, de la priorité dans la structure du capital, de meilleures clauses et de la diversification du portefeuille sous-jacent. Ainsi, même si le marché du crédit privé n'est pas à l'abri de mauvaises performances ou de faillites d'entreprises, les incidents récents n'indiquent pas que l'environnement de souscription serait laxiste ou, plus justement, que nous serions dans une bulle. Même en cas de hausse des défauts de paiement sur fond de ralentissement économique, je pense que le segment du crédit privé offre aux investisseurs un potentiel important de performances durables.

De manière plus générale, comment évaluez-vous l'attrait des actifs alternatifs?

Je pense que les actifs alternatifs et les actifs du marché privé occupent une place de plus en plus importante dans un portefeuille

global, en particulier à l'heure actuelle, où le potentiel de hausse des marchés publics pourrait être plus modéré en raison du niveau élevé des valorisations. Outre de meilleures performances globales attendues, ces marchés offrent des avantages significatifs en termes de diversification lors des périodes de tensions. De plus, l'accès pour les investisseurs s'est considérablement amélioré avec l'avènement des nouveaux véhicules perpétuels. Ma stratégie d'allocation préférée irait aux fonds de capital-investissement secondaires. Étant donné que de nombreuses sociétés de capital-investissement ont du mal à se défaire de leurs positions, il existe une offre considérable de portefeuilles de qualité élevée à vendre avec des décotes de 10 à 20%. En outre, cela permet d'éviter l'habituelle courbe en J du capital-investissement classique, car on obtient des portefeuilles entièrement investis avec une échéance beaucoup plus courte pour en sortir et une diversification beaucoup plus large en termes d'entreprises et de millésimes.

Les hedge funds sont un autre domaine qui, selon moi, présente un intérêt dans le contexte actuel. Pendant de nombreuses années, les hedge funds ont été relégués aux oubliettes, les investisseurs continuant de panser les plaies héritées de la crise financière mondiale et de nombreuses stratégies ne parvenant tout simplement pas à générer des performances suffisantes dans un environnement de taux d'intérêt nuls. Désormais, je trouve les hedge funds particulièrement intéressants, car c'est l'un des rares domaines où les valorisations n'ont tout simplement pas d'importance. Je recommanderais de constituer un portefeuille diversifié composé de gérants de grande qualité axés sur des stratégies de valeur relative qui ont un bêta très faible par rapport aux marchés.

On entend beaucoup parler de la fin de l'exceptionnalisme américain. Les clients devraient-ils accroître leur allocation aux actions et obligations européennes?

Je pense que le profil risque/rendement de l'euro s'améliore et qu'il faut absolument investir dans la région. Selon moi, la conjonction de plusieurs facteurs – niveau favorable des valorisations, mesures de relance budgétaire et sentiment pessimiste – devrait offrir des opportunités intéressantes, ainsi que d'agréables surprises. Malgré certains problèmes structurels, l'Europe affiche des valorisations historiquement attractives par rapport aux États-Unis. À titre d'illustration, la première valeur pétrolière européenne, Total, affiche actuellement un PER de 9x les bénéfices de 2026, contre 16x pour Exxon Mobil.

Existe-t-il une bulle autour de l'IA?

Le marché haussier des actions et l'ascension continue des grandes entreprises technologiques conduisent de nombreux observateurs à craindre que nous soyons dans une bulle. L'histoire montre que les bulles sont souvent alimentées par l'effet boule de neige que produit une technologie transformatrice, en attirant les investisseurs, les capitaux et les nouveaux entrants. En général, les bulles se caractérisent par une hausse rapide des prix des actifs, des valorisations extrêmes et des risques

systemiques importants liés à l'augmentation de l'effet de levier. Actuellement, certains éléments du comportement des investisseurs et des prix du marché rappellent les bulles précédentes, notamment la hausse des valorisations absolues, la forte concentration du marché, l'augmentation de l'intensité capitalistique des entreprises de premier plan et l'émergence du financement vendeur. Cependant, nous observons des différences importantes. Premièrement, l'appréciation du secteur technologique a jusqu'à présent été alimentée par la croissance fondamentale des entreprises plutôt que par des hypothèses irrationnelles sur la croissance future. Deuxièmement, les grandes entreprises qui continuent d'enregistrer les meilleures performances affichent des bilans exceptionnellement solides. Troisièmement, le domaine de l'IA est dominé par quelques acteurs historiques; la plupart des bulles se forment en période de forte concurrence, lorsque les investisseurs et les nouveaux entrants affluent vers ce secteur.

Le ratio cours/bénéfice prévisionnel sur 24 mois des «Magnificent 7» est de 27x. Cela représente environ la moitié de la valorisation équivalente des sept plus grandes entreprises à la fin des années 1990 (52x), tandis que les principales entreprises de la bulle japonaise de 1989 affichaient des valorisations encore plus élevées (67x). Les ratios actuels de valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires sont également bien inférieurs à ceux des plus grandes entreprises de la fin des années 1990. Il est donc vrai que les valorisations sont élevées, mais, à notre avis, elles ne sont globalement pas aussi élevées que celles que l'on observe généralement au plus fort d'une bulle financière.

Oliver, merci pour vos précieuses réflexions et meilleurs vœux pour 2026.



Perspectives du Marché & Prévisions

Prévisions macroéconomiques en %		2025	2026	2027
USA	Croissance économique	2.0	2.0	1.7
	Inflation	2.8	2.9	2.7
Zone euro	Croissance économique	1.3	1.3	1.6
	Inflation	2.1	1.7	2.0
Suisse	Croissance économique	1.5	1.3	1.5
	Inflation	0.2	0.5	0.7
Royaume-Uni	Croissance économique	1.5	1.1	1.3
	Inflation	3.4	2.4	2.1
Japon	Croissance économique	1.4	1.0	0.7
	Inflation	3.1	2.0	1.9
Chine	Croissance économique	4.9	4.5	4.2
	Inflation	-0.2	0.4	0.8

Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 27.11.2025

Taux directeurs de référence en %	26.11.	2Q26	4Q26	4Q27
US Fed Funds	4.00	3.75	3.50	3.50
EUR Taux de dépôts	2.00	2.00	2.00	2.00
CHF SARON	0.00	0.00	0.00	0.25
BoE Taux de référence	4.00	3.25	3.25	3.25
Japon Taux interbancaire au jour le jour	0.50	1.00	1.00	1.25

Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 27.11.2025

Rendements des emprunts d'état à 10 ans en %	26.11.	2Q26	4Q26	4Q27
USA	3.97	4.30	4.40	4.40
Allemagne	2.64	2.50	2.50	2.60
Suisse	0.18	0.25	0.25	0.40
Royaume-Uni	4.50	4.35	4.25	4.30
Japon	1.81	1.65	1.70	1.75

Source: Datastream, J. Safra Sarasin, 27.11.2025

Prévisions de taux de change	26.11.	2Q26	4Q26	4Q27
EUR-CHF	0.93	0.92	0.91	0.90
EUR-USD	1.16	1.19	1.20	1.22
EUR-GBP	0.88	0.89	0.90	0.91
GBP-USD	1.32	1.34	1.33	1.34
USD-JPY	156	147	145	140
USD-CHF	0.80	0.77	0.76	0.74
USD-CNY	7.08	7.00	6.90	6.80

Source: Macrobond, J. Safra Sarasin, 27.11.2025

Objectifs de cours d'indices boursiers	26.11.	P/E ratio	Dec-26	Dec-27
USA				
S&P 500	6'813	22.7	7'400	7'800
Nasdaq 100	25'237	27.5	27'000	29'200
Europe				
MSCI UK	2'764	12.8	2'800	2'950
DJ Euro Stoxx 50	5'656	15.7	6'000	6'400
DAX	23'726	14.7	26'000	29'500
SMI	12'822	16.9	13'400	14'200
SPI	17'616	20.7	18'600	20'100
SMIM (Swiss Mid-Caps)	2'900	27.8	3'100	3'300
Japon				
MSCI Japan	2'057	16.0	2'100	2'200
Marchés émergents				
MSCI EM	1'371	13.9	1'500	1'580
MSCI China	85	12.8	96	102

Source: Macrobond, J. Safra Sarasin, 27.11.2025

Stratégie de marchés d'actions

Régions		Secteurs
Eurolande Suisse	Surpondéré	Santé
		Consommation Cyclique
		Consommation non Cyclique Industrie
RU ME Chine USA Japon	Neutre	Services de communications
		Technologies de l'Information
		Services aux Collectivités
		Assurance
		Matériaux
		Immobilier Banques
	Souspondéré	Énergie

Source: J. Safra Sarasin, 27.11.2025

Allocation d'actifs

Classes d'actifs	Position
Obligations	
Obligations	-
Emprunts d'état	-
Obligations d'entreprise de qualité "investment grade"	=
Obligations à haut rendement	=
Emprunts de marchés émergents	=
Actions	
Actions	+
Marchés développés	=
Marchés émergents	=
Liquidité	
Liquidité	-
Placements alternatifs	
Placements alternatifs	+
Matières Premières	+
Autres placements alternatifs	=

Source: J. Safra Sarasin, 27.11.2025

Remarques importantes

Cette publication a été préparée par la Banque J. Safra Sarasin Ltd (la «Banque») exclusivement à des fins d'information. Cette publication ne constitue pas le résultat d'une analyse financière. Par conséquent, les «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association Suisse des Banquiers ne sont pas applicables à cette publication.

Tous les points de vue, opinions et commentaires contenus dans la présente publication (ci-après dénommés les «opinions») sont ceux des auteurs et peuvent différer de ceux d'autres départements de la Banque. La Banque peut prendre des décisions d'investissement ou des positions pour son propre compte qui sont incompatibles avec les opinions exprimées dans la présente publication. Elle peut également fournir des services de conseil ou d'autres services aux entreprises mentionnées dans la présente publication, ce qui peut donner lieu à un conflit d'intérêts susceptible d'affecter l'objectivité de la Banque. Bien que la Banque ait pris des mesures pour éviter ou divulguer de tels conflits, elle ne peut faire aucune déclaration à cet égard. Les opinions exprimées dans la présente publication sont valables à la date de rédaction et peuvent être modifiées sans préavis.

Cette publication est basée sur des informations et des données accessibles au public (les «Informations») considérées comme correctes, précises et complètes. La Banque n'a pas vérifié et est incapable de garantir l'exactitude et l'exhaustivité des Informations contenues dans cette publication. D'éventuelles erreurs ou lacunes des Informations ne constituent pas des motifs légaux de responsabilité de la Banque, que ce soit en lien avec des dommages directs, indirects ou consécutifs. En particulier, ni la Banque, ni ses actionnaires et employés ne sont responsables des opinions contenues dans cette publication. Cette publication ne constitue ni une demande ni une offre, une sollicitation ou une recommandation d'acheter ou de vendre des instruments ou services financiers. Elle ne devrait pas être considérée comme un substitut à des conseils individuels et à la divulgation des risques financiers par un conseiller financier, juridique ou fiscal qualifié. Les investisseurs potentiels doivent lire toute la documentation pertinente avant d'effectuer un investissement, y compris les avertissements sur les risques, et solliciter des conseils financiers ou fiscaux. Les performances passées ne préjugent pas des performances actuelles ou futures.

Les vues et les opinions contenues dans cette publication, ainsi que les chiffres, les données et les prévisions citées, peuvent être sujets à changement sans préavis. Il n'y a aucune obligation de la part de la Banque ou de toute autre personne de mettre à jour le contenu de cette publication. La Banque décline toute responsabilité pour les pertes découlant de l'utilisation des Informations (ou de parties des Informations) contenues dans la présente publication.

Ni la présente publication ni aucune copie de celle-ci ne peuvent être envoyées ou apportées ou distribuées aux États-Unis ou à toute personne US. Cette publication ne vise aucune personne se trouvant sur un territoire où (en raison de sa nationalité, de sa résidence ou pour tout autre motif) une telle distribution est interdite et elle ne peut être distribuée que dans les pays où sa distribution est autorisée par la loi.

Cette publication constitue un support de marketing. Si elle se réfère à un instrument financier pour lequel il existe un prospectus et/ou un document d'information-clé d'investisseur, ceux-ci sont disponibles sans frais auprès de la Banque J. Safra Sarasin SA, Elisabethenstrasse 62, Case Postale, CH-4002 Basel, Suisse.

Bloomberg

«Bloomberg®» et l'indice/les indices Bloomberg référencés sont des marques de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited («BISL»), l'administrateur de l'indice (collectivement, «Bloomberg»), et ont fait l'objet d'une licence d'utilisation à certaines fins par la Banque J. Safra Sarasin Ltd. Bloomberg n'est pas affilié à la Banque J. Safra Sarasin Ltd, et Bloomberg n'approuve pas, ne soutient pas, n'examine pas et ne recommande pas le ou les instrument(s) financier(s) mentionné(s) dans cette publication. Bloomberg ne garantit pas l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité des données ou informations relatives aux instruments financiers mentionnés dans cette publication.

ICE Data Indices

Nous sommes autorisés à citer la source, ICE Data Indices, LLC (ci-après «ICE DATA»). Tant ICE DATA que ses sociétés affiliées et prestataires externes respectifs, déclinent toute responsabilité et s'abstiennent de toute déclaration, explicite ou implicite, quant à de quelconques garanties sur une qualité marchande ou un caractère approprié à une finalité ou à un usage spécifique, y compris pour ce qui concerne les indices, les données relatives aux indices et toute donnée qu'ils contiendraient, qui y seraient liés ou qui en découleraient. Ni ICE DATA, ni ses sociétés affiliées, ni leurs prestataires externes respectifs, ne sauraient être tenus responsables de tout dommage ou conséquence lié à l'exactitude, à la pertinence, à la ponctualité ou à l'exhaustivité des indices, des données relatives aux indices ou de tout élément les composant. Les indices et les données relatives aux indices sont communiqués en l'état, et les utilisateurs en font usage à leurs risques et périls. Ni ICE DATA, ni ses sociétés affiliées, ni leurs prestataires externes respectifs, ne soutiennent, n'appuient ni ne recommandent Banque J. Safra Sarasin SA, ni aucun de ses produits et services.

J.P. Morgan

Les informations ont été obtenues par des sources jugées fiables, mais J.P. Morgan ne garantit pas leur exhaustivité ou leur exactitude. L'indice est utilisé avec autorisation. L'index ne peut être copié, utilisé ou distribué sans l'accord écrit préalable de J.P. Morgan. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. Tous droits réservés.

MSCI Indices

MSCI Disclaimer: <https://www.msci.com/notice-and-disclaimer-for-reporting-licenses>

SIX

SIX Swiss Exchange AG ("SIX Swiss Exchange") est la source des indices SMI® et des données qu'ils contiennent. SIX Swiss Exchange n'a pas été impliquée d'aucune manière dans la création des informations rapportées, ne donne aucune garantie et

exclut toute responsabilité quelle qu'elle soit (que ce soit par négligence ou autrement) - y compris sans limitation pour l'exactitude, l'adéquation, la justesse, l'exhaustivité, l'actualité et l'adéquation à un usage quelconque - en ce qui concerne toute information rapportée ou en relation avec toute erreur, omission ou interruption dans les SMI Indices® ou ses données. Toute diffusion ou distribution ultérieure de ces informations relatives à SIX Swiss Exchange est interdite.

Informations sur la distribution

Sauf indication contraire, cette publication est distribuée par la Banque J. Safra Sarasin AG (Suisse).

Bahamas: La présente publication est distribuée aux clients privés de Bank J. Safra Sarasin (Bahamas) Ltd et n'est pas destinée à être diffusée aux ressortissants ou citoyens des Bahamas ou à une personne considérée comme «résidant» aux Bahamas aux fins du contrôle des changes par la Banque centrale des Bahamas.

Dubai International Financial Centre (DIFC): Ce matériel est destiné à être distribué par J. Safra Sarasin (Middle East) Ltd («JSSME») à des clients professionnels au DIFC tels que définis par la Dubai Financial Services Authority (DFSA). JSSME est dûment autorisé et réglementé par la DFSA. Si vous ne comprenez pas le contenu de ce document, vous devriez consulter un conseiller financier agréé. Ces documents peuvent également comprendre des Fonds qui ne sont soumis à aucune forme de réglementation ou d'approbation par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). La DFSA n'est pas responsable de l'examen ou de la vérification des documents d'émission ou autres documents relatifs à ces Fonds. En conséquence, la DFSA n'a pas approuvé le Document de Référence ou tout autre document y afférent et n'a pris aucune mesure pour vérifier les informations contenues dans le Document de Référence et n'encourt aucune responsabilité à cet égard. Les parts auxquelles le document d'émission se rapporte peuvent être illiquides et/ou assujetties à des restrictions quant à leur revente. Les acquéreurs éventuels devraient exercer leur propre diligence raisonnable à l'égard des parts.

Allemagne: La présente publication marketing est distribuée en Allemagne par J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Bockenheimer Landstraße 92, 60323 Frankfurt am Main, à des fins purement informatives et ne prétend pas contenir la présentation complète de toutes les caractéristiques décrites du produit. Les documents relatifs aux produits, lorsqu'il s'agit de fonds, sont disponibles gratuitement sur demande auprès de J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Bockenheimer Landstraße 92, 60323 Frankfurt am Main, en allemand et en anglais, ainsi que sur le site : <https://product.jsafrasarasin.com/internet/product/en/index>. Dans la mesure où des évolutions futures sont présentées dans le cadre de cette publication, elles reposent entre autres sur des prévisions concernant l'évolution future des marchés financiers et sur des simulations correspondantes ; celles-ci reposent à leur tour avant tout sur l'expérience et sur des données concrètes relatives à l'évolution des valeurs dans le passé. Nous attirons donc expressément votre attention sur le fait que les données historiques relatives à l'évolution des valeurs, les calculs de prévisions et autres simulations ne constituent pas un indicateur fiable de l'évolution future des valeurs. Nous ne garantissons pas la réalisation des valeurs prévues par les modèles de calcul. Les informations fournies dans la présente publication s'adressent exclusivement aux clients institutionnels résidant en Allemagne qui envisagent de conclure des opérations d'investissement à des fins commerciales en tant qu'entrepreneurs. Cette clientèle est limitée aux établissements de crédit et de services financiers, aux sociétés de gestion de capitaux et aux compagnies d'assurance, à condition qu'ils disposent de l'autorisation nécessaire à l'exercice de leurs activités et qu'ils soient soumis à une surveillance, ainsi qu'aux moyennes et grandes sociétés de capitaux au sens du Code de commerce allemand (§ 267 al. 2 et al. 3 du HGB).

Gibraltar: Ce document est distribué depuis Gibraltar par la Banque J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, First Floor Neptune House, Marina Bay, Gibraltar à ses clients, prospects et autres contacts. La Banque J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, dont le siège social est situé au 57/63 Line Wall Road, Gibraltar, propose des produits et services de gestion de patrimoine et d'investissement à ses clients et prospects. Incorporée à Gibraltar sous le numéro d'enregistrement 82334, la Banque J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd est autorisée et réglementée par la Commission des services financiers de Gibraltar. Les appels téléphoniques peuvent être enregistrés. Vos données personnelles seront traitées conformément à notre Déclaration sur la Protection des Données. Lorsque cette publication vous est fournie par la Banque J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd. Rien dans ce document n'est destiné à exclure ou à restreindre toute responsabilité que nous vous devons en vertu du système réglementaire qui nous est applicable, et en cas de conflit, toute indication contraire est considérée comme nulle. Il vous est rappelé de lire toute la documentation pertinente avant d'effectuer tout investissement, y compris les avertissements de risque, et de demander tout conseil financier ou fiscal spécialisé dont vous avez besoin. Vous n'êtes pas autorisé à transmettre ce document à d'autres personnes, à l'exception de vos conseillers professionnels. Si vous l'avez reçu par erreur, veuillez le renvoyer ou le détruire.

Hong Kong: Ce document est diffusé par la Banque J. Safra Sarasin Ltd, succursale de Hong Kong à Hong Kong. La Banque J. Safra Sarasin Ltd, succursale de Hong Kong est une banque agréée en vertu de la Hong Kong Banking Ordinance (chap. 155 des lois de Hong Kong) et une institution agréée en vertu de la Securities and Futures Ordinance (chap. 571 des lois de Hong Kong).

Luxembourg: Cette publication est distribuée au Luxembourg par la Banque J. Safra Sarasin (Luxembourg) SA (la "Banque Luxembourgeoise"), ayant son siège social au 19, Boulevard Joseph II, L-1840 Luxembourg, enregistrée au Registre de Commerce et des Sociétés luxembourgeois sous le numéro B 157239, et soumise à la surveillance prudentielle de la Commission de Surveillance du Secteur financier (CSSF). La Banque Luxembourgeoise met ce document à la disposition de ses clients au Luxembourg. Le présent document ne doit pas être considéré comme une recommandation personnelle concernant les instruments ou produits financiers ou les stratégies d'investissement qui y sont mentionnés, ni comme une invitation à conclure un contrat de gestion de portefeuille avec la Banque Luxembourgeoise ou une offre de souscription ou d'achat des produits ou instruments qui y sont mentionnés, et il ne constitue pas une invitation à conclure un tel contrat. L'information fournie dans le présent document n'a pas pour but de fournir une base sur laquelle prendre une décision d'investissement. Rien dans le présent document ne

constitue un conseil en matière de placement, de droit, de comptabilité ou de fiscalité, ni une déclaration selon laquelle un placement ou une stratégie convient ou convient à des circonstances particulières. Chaque client doit faire sa propre évaluation. La responsabilité de la Banque Luxembourgeoise ne peut être engagée à l'égard de toute décision d'investissement, de désinvestissement ou de rétention prise par le client sur la base des informations contenues dans le présent document. Le client supporte tous les risques de pertes qui pourraient résulter d'une telle décision. En particulier, ni la Banque Luxembourgeoise ni ses actionnaires ou employés ne peuvent être tenus responsables des opinions, estimations et stratégies contenues dans ce document.

Monaco: A Monaco, le présent document est distribué par la Banque J. Safra Sarasin (Monaco) SA, une banque enregistrée en «Principauté de Monaco» et réglementée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (ACPR) et le Gouvernement monégasque et la Commission de Contrôle des Activités Financières («CCAF»).

Panama: Cette publication est diffusée, uniquement sur la base d'informations publiques librement accessibles au grand public, par J. Safra Sarasin Asset Management S. A., Panama, régie par la Superintendentence of the Securities Market of Panama (SMV).

Qatar Financial Centre (QFC): Ce matériel est destiné à être distribué par la Banque J. Safra Sarasin (QFC) LLC, Qatar [«BJSSQ»] de QFC aux Clients d'affaires tel que défini par les Règles de l'Autorité de Réglementation des Centres Financiers du Qatar (QFCRA). La Banque J. Safra Sarasin (QFC) LLC est autorisée par la QFCRA. Ce matériel peut également comprendre des formes de placement collectif (Fonds) qui ne sont pas enregistrés dans le QFC ou réglementés par l'Autorité de Réglementation. Tout document d'émission ou prospectus du Fonds et tout document connexe n'ont pas été examinés ou approuvés par l'Autorité de Réglementation. Les épargnants du Fonds peuvent ne pas avoir le même accès à l'information sur le Fonds que celui dont ils auraient besoin pour obtenir l'information d'un fonds inscrit dans le QFC; et les recours contre le Fonds et les personnes qui s'en occupent peuvent être limités ou difficiles et peuvent devoir être exercés dans une juridiction sise en dehors du QFC.

Singapour: Le présent document est diffusé par la Banque J. Safra Sarasin Ltd, succursale de Singapour à Singapour. La Banque J. Safra Sarasin, Succursale de Singapour est un conseiller financier exempté en vertu de la loi sur les conseillers financiers de Singapour (chap. 110), une banque de gros agréée en vertu de la loi sur les banques de Singapour (chap. 19) et réglementée par l'Autorité Monétaire de Singapour.

Royaume-Uni: Ce document est distribué depuis le Royaume-Uni par la Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, London Branch, 47 Berkeley Square, London, W1J 5AU à ses clients, prospects et autres contacts. La Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd offre des produits et services de gestion de patrimoine et d'investissement à ses clients et prospects par l'intermédiaire de la Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, London Branch. Enregistrée en tant que société étrangère au Royaume-Uni sous le numéro FC027699. Autorisée par la Gibraltar Financial Services Commission et soumise à une réglementation limitée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Numéro d'enregistrement 466838. Les détails concernant l'étendue de notre réglementation par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority sont disponibles auprès de nous sur demande. Siège social 57 - 63 Line Wall Road, Gibraltar. Les appels téléphoniques peuvent être enregistrés. Vos données personnelles seront traitées conformément à notre déclaration sur la protection des données. Lorsque cette publication vous est fournie par la Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Limited, London Branch: Rien dans le présent document n'a pour but d'exclure ou de restreindre toute responsabilité que nous vous devons en vertu du système réglementaire qui s'applique à nous et, en cas de conflit, toute indication contraire est annulée. Nous vous rappelons de lire toute la documentation pertinente avant d'effectuer tout investissement, y compris les avertissements concernant les risques, et de consulter un spécialiste en matière financière ou fiscale si vous en avez besoin. Vous n'êtes pas autorisé à transmettre ce document à d'autres personnes, à l'exception de vos conseillers professionnels. Si vous l'avez reçu par erreur, veuillez le retourner ou le détruire.

Banque J. Safra Sarasin SA

Elisabethenstrasse 62

Postfach

4002 Basel

Schweiz

T: +41 (0)58 317 44 44

F: +41 (0)58 317 44 00

www.jsafrasarasin.com