



Stratégie d'investissement

Décembre 2025



"THERE IS A BEAUTY THAT REMAINS
WITH US AFTER WE'VE STOPPED
LOOKING."

CORY RICHARDS,
PHOTOGRAPHER AND EXPLORER, WEARS THE
VACHERON CONSTANTIN OVERSEAS.


VACHERON CONSTANTIN
GENÈVE

ONE OF
NOT MANY.

CONTACT US +41 22 580 1755

TABLE DES MATIÈRES

Introduction

- 4 Lettre aux investisseurs et climat des investissements

« Big picture »

- 5-6 Nos principales convictions

Scénario économique par région

- 8-10 Vue globale
11-15 États-Unis
16-19 Suisse
20-23 Zone Euro
24-26 Royaume-Uni
27-28 Japon
29-30 Chine
31-33 Marchés émergents

Perspectives et stratégies par classe d'actifs

- 37-39 Devises
40-42 Obligations internationales
43-44 Obligations suisses
45-47 Immobilier international
48 Immobilier suisse
49-51 Actions internationales - régions
52 Actions internationales - secteurs
53 Actions suisses
54 Actions suisses - secteurs
55-56 Matières premières
57 Alternatifs - Hedge funds & Private equity

Stratégie globale - Allocation d'actifs

- 59 Portefeuille CHF
60 Portefeuille EUR
61 Portefeuille USD

Thème d'investissement - Focus

- 63-65 Intelligence Artificielle : 2026 verra la fin du facteur bêta et le retour de l'analyse micro

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Les banques centrales s'engagent vers une normalisation des politiques monétaires
- Croissance mondiale résiliente d'environ +3% en 2025 et +3.5% en 2026
- L'inflation poursuit une tendance baissière, les risques n'ont pas disparu pour 2026
- Environnement encore propice à un abaissement des courbes de taux
- Optimisme toujours présent des investisseurs pour les actifs risqués
- Pivot potentiel pour le dollar en phase possible de revalorisation en 2026

L'année 2025 s'est achevée sur une note de résilience inattendue, scellant une période de transition où la stabilité macroéconomique mondiale a défié les craintes d'un atterrissage brutal. Alors que le T3 flirtait encore avec l'incertitude budgétaire américaine et les conséquences potentiellement désastreuses de la forte augmentation historique des droits de douane américains sur la croissance et l'inflation, le T4 a cristallisé un mouvement de normalisation des politiques monétaires et une décorrélation marquée des marchés de capitaux, confirmant que le cycle actuel ne répond plus à une logique unique, mais à une mosaïque de réalités régionales. Le bilan de fin d'année révèle une performance boursière robuste, mais profondément asymétrique entre marchés nationaux. Tandis que l'indice S&P500 clôture l'exercice sur une hausse plus qu'honorables de +17.86%, il a été largement éclipsé par la vigueur des marchés internationaux. L'indice MSCI World avec une progression de +21.09%, témoigne de ce découplage où l'Europe (+22.14%) et l'Asie ont surperformé (Japon +28.63%, Chine +21.31%). Cette décorrélation était encore plus visible dans l'immobilier titrisé dont l'indice global progressait de +9.96%, mais dont le segment Asie s'envolait de +28.79% sur l'année, soutenu par le réveil chinois et la renaissance japonaise, quand celui de l'Europe avançait de +8.07% et le sous-indice américain stagnait à +2.73%, lesté par des taux longs plus élevés, une politique monétaire encore restrictive et une crise structurelle des bureaux. Contre les pronostics de stagnation, la croissance mondiale a maintenu un cap estimé à environ 3%. Le marché obligataire, bien qu'ayant progressé de manière plus modérée au T4 (+0.24%), a été marqué par une hésitation face à des dettes publiques records et par des chiffres de croissance mettant en évidence des situations diverses, avec d'une part les Etats-Unis en phase d'accélération surprise au T3 et des économies européennes et japonaises peu dynamiques et en faible croissance. Sur le plan de l'inflation, les tendances ont par contre été relativement similaires avec une détente observée assez généralement à l'exception notable du Japon, toujours affecté par une devise japonaise en nette dépréciation. La corrélation des politiques monétaires et des inflations nationales n'a pourtant pas été suivie d'effets similaires dans les marchés de capitaux. Les rendements réels ont été affecté par des évolutions diverses de taux nominaux, notamment au Royaume-Uni et au Japon. Les marchés obligataires des pays développés ont ainsi été largement influencés par les anticipations de politiques monétaires considérées comme de plus en plus proches de leurs objectifs de normalisation n'offrant plus beaucoup de perspectives de baisse des taux courts et par la perspective de taux de croissance économique moins incertains en 2026 qu'en 2025. Les risques de rebond de l'inflation en 2026, en décalage avec l'implémentation des droits de douane au S2, sont toujours présents, mais ne sont pas suffisamment inquiétants pour avoir d'effets sensibles sur les courbes de taux. Finalement, la décision de la Fed de mettre un terme à son QT et de reprendre des achats d'obligations gouvernementales devrait également permettre un abaissement des rendements. En zone euro, les rendements ont légèrement progressé au T4 (10pdb), tandis qu'ils glissaient de 20pdb au Royaume-Uni. L'effondrement du yen et une inflation toujours soutenue motivait la politique de hausse de taux de la BoJ et provoquait une forte hausse des rendements à dix ans de 1.6% à 2.04%. Nous estimons que les probabilités de déclins additionnels de

taux sont supérieures aux États-Unis, en Australie et au Royaume-Uni qu'en zone euro et favorisons une diversification dans ces régions pour le début 2026. Ce contexte a profité à l'or et à l'argent, reflétant la volonté des investisseurs et des banques centrales de diversifier leurs réserves hors des circuits traditionnels. Sur le front monétaire, le « dilemme de la Fed » a laissé place à une recherche de point d'équilibre. Les politiques des banques centrales convergeront désormais vers des taux neutres différents pour chacune d'entre-elles, signe que la lutte contre l'inflation est entrée dans sa phase de stabilisation. Cependant, cette transition s'opère dans un climat de tension institutionnelle aux États-Unis. La fin imminente du mandat de Jerome Powell en mai 2026 et la montée en puissance de candidats plus alignés sur l'exécutif introduisent une incertitude sur l'indépendance future de la Fed, ce qui pourrait alimenter une nouvelle vague de volatilité sur les rendements obligataires et le dollar. Après une chute de plus de -12%, la consolidation du dollar s'est poursuivie jusqu'en fin d'année. Le taux de change du dollar contre des monnaies spécifiques telles que le yuan (-2.14%), l'euro (-0.1%), la livre (-0.22%) et le franc (-0.48%) a peu fluctué sur le trimestre, tandis que le yen se dépréciait encore de (-5.59%). En 2026 il nous semble probable que la volatilité fasse son retour, animée par de nouvelles divergences de politiques monétaires et par des chemins de croissance différents entre économies. La combinaison d'incertitudes liées aux politiques monétaires, de risques politiques et commerciaux élevés, ainsi que les derniers développements géopolitiques auront aussi potentiellement un impact sur l'attrait relatif de certaines devises. L'optimisme de 2025 ne doit pas masquer les contradictions de 2026. Si la complaisance des investisseurs a permis d'ignorer le « shutdown » du T3 et les tensions tarifaires, les niveaux de valorisation actuels (PE élevés) exigent désormais une croissance réelle des bénéfices. Nous anticipons une année 2026 où la performance sera dictée par la sélection active plutôt que par l'exposition indicielle. Le retour de la volatilité, couplé à une re-dollarisation sélective, invite à privilégier la qualité des bilans en Europe et au Japon, tout en maintenant une vigilance accrue sur les actifs risqués américains dont le fillet de sécurité monétaire est désormais pleinement intégré dans les cours. Malgré l'affaiblissement initial du billet vert en 2025, le dollar est pourtant probablement en passe de retrouver de la vigueur à la faveur d'une prime de risque géopolitique et d'un interventionnisme américain assumé encore dans les premiers jours de 2026 et qui, bien que source de volatilité, réaffirme peut-être désormais la place du dollar comme pivot incontournable, notamment face aux incertitudes énergétiques, pouvant contrer les forces de dédollarisation souvent évoquées en 2025.



Alain Freymond
Associé & CEO
BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- Convergence des politiques monétaires vers des taux neutres
- Croissance soutenue par des taux normalisés
- Perspectives 2026 plus incertaines pour les actions américaines
- Divergences notables dans les marchés de taux

Convergence des politiques monétaires vers des taux neutres

Après avoir adopté des politiques restrictives et maintenu des taux élevés pour briser l'inflation entre 2022 et 2024, puis entamé une phase de baisse en 2025, la plupart des banques centrales chercheront désormais en 2026 à stabiliser leurs taux à un niveau qui ne freinera pas et ne stimulera pas non plus leurs économies. Elles pourront s'engager dans cette voie en ce début 2026, l'inflation ayant diminué au point de s'approcher du niveau objectif souvent fixé par les banques centrales à 2%. C'est notamment le cas en zone euro, en Suisse, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni. Alors que le Japon a encore une inflation un peu éloignée de l'objectif de la BoJ, en Chine elle est totalement contrôlée et même un peu trop basse. L'année 2026 sera caractérisée par un changement d'anticipations des entreprises et des ménages en matière d'inflation, qui ne craindront plus une spirale haussière, mais qui attendront une normalisation également des niveaux de prix. Désormais, les chaînes d'approvisionnement sont mieux ajustées et les cours de l'énergie ont aussi baissé. Au cours des dernières années, les banques centrales ont à juste titre lutté contre l'instabilité des prix et peuvent désormais constater le succès de leurs politiques. Elles seront désormais moins concernées par ce facteur et plus enclines à vouloir assurer une stabilisation de la dynamique économique parfois encore menacée par le niveau des taux directeurs. Aux Etats-Unis notamment, le ralentissement du marché du travail peut menacer de « hard landing » l'économie en 2026. Bien que les banques centrales soient indépendantes et théoriquement peu concernées par la question du service de la dette, une normalisation des taux directeurs a aussi comme conséquence d'alléger le service de la dette au moment où les budgets gouvernementaux ont fortement progressé et que les déficits s'accumulent à des niveaux records. Sans être une motivation avouée, c'est un facteur indirect additionnel pouvant malgré tout influencer un chemin plus rapide vers des taux neutres. C'est notamment potentiellement possible aux Etats-Unis lorsque le président J. Powell sera remplacé le 15 mai. Le choix de son remplaçant pourrait d'ailleurs être un signal pour la future crédibilité de la Fed. Le point clé pour les marchés financiers en 2026 est que la convergence vers les taux neutres marque progressivement la fin de l'ère de la "gestion de crise". C'est un retour à une médecine monétaire préventive plutôt que curative. Pour les marchés financiers, c'est un environnement plus sain et plus prévisible. La volatilité des taux devrait diminuer, ce qui permettra une meilleure visibilité pour l'investissement à long terme, notamment dans l'immobilier et les infrastructures.

Croissance mondiale soutenue par des taux directeurs normalisés

L'année 2026 devrait être marquée par une convergences accrue des cycles conjoncturels, mais à un rythme de croissance moyen, sans doute plus modéré et dans un contexte d'inflation réduite à environ 3.5%. Globalement, le PIB mondial devrait croître de +3.2%, soit un taux finalement similaire à celui de 2025, mais avec probablement une répartition des taux de croissance nationaux différente. Aux Etats-Unis, la croissance devrait flétrir nettement et passer de +4.3% au T3 à une croissance sur l'année 2026 d'environ +1.8% à +2%. En zone euro, on attend un réveil de la consommation après des années de stagnation; l'Europe devrait enfin profiter d'un effet de ratrapage qui ne poussera toutefois pas la croissance du PIB au-delà de +1.5%. Au Japon les perspectives sont encore plus faibles avec une croissance attendue d'à peine +1.2%, qui devra être portée par la demande intérieure. En Chine, la transition vers une croissance

plus mature, plus technologique et plus liée à la consommation domestique est en marche. Les prévisions tablent sur une hausse de +4.3% du PIB qui devrait être moins liée aux exportations. Dans les émergents, l'Inde reste la plus performante des grandes économies avec une croissance attendue de +6.8% en 2026. La croissance mondiale devrait donc s'avérer relativement solide, les éléments de surprises potentielles étant selon nous essentiellement liés à un choc de croissance plus fort qu'escompté aux Etats-Unis et à une faiblesse de consommation en Europe.

Perspectives 2026 plus incertaines pour les actions américaines

En 2025, l'économie mondiale n'a pas succombé à l'incertitude pourtant extrêmement importante provoquée par la politique de Trump, qui pouvait potentiellement faire bondir l'inflation, chuter la consommation et provoquer une récession ainsi qu'une « stagflation » menaçante pour les actifs financiers. Les données récemment publiées de croissance du PIB aux Etats-Unis de +4.3% ont largement surpris les observateurs, qui prévoient pourtant un ralentissement conjoncturel depuis plusieurs mois et qui ne se manifeste pas encore. Ces risques écartés en 2025 restent pourtant présents en 2026 avec notamment un déclin à +1.4% du PIB américain selon le consensus actuel, alors que la plupart des marchés financiers sont désormais à leurs plus hauts historiques. Sur le plan économique un choc de croissance semble donc le scénario le plus probable qui devrait affecter négativement les perspectives pour les actions. Mais même dans un environnement de croissance économique plus solide, la progression future des marchés actions serait moins liée en 2026 à une phase d'expansion de PE qu'aux évolutions spécifiques des profits des entreprises, attendus à ce jour en hausse de +10% en 2026. La domination des « 7 magnifiques » devrait aussi faire place à une plus grande rotation sectorielle vers les valeurs de substance par exemple. Sur le plan monétaire les politiques des banques centrales vont sans doute converger vers des taux neutres retirant une partie du support attendu et obtenu en 2025 par les investisseurs. Si les perspectives pour les actions semblent encore positives en 2026, les risques restent significatifs aux niveaux actuels. Lors des élections de mi-mandat de novembre aux Etats-Unis il devient de plus en plus probable que les républicains perdent la majorité absolue au Sénat et à la Chambre des représentants (90% des cas depuis 1945), ce qui ouvrirait la possibilité de destitution du président Trump et créerait une incertitude politique dommageable pour les actions américaines. Une sous pondération des Etats-Unis dans une allocation régionales en actions nous semble donc appropriée dans ce contexte. Si les Etats-Unis subissent un choc de croissance plus marqué que le reste du monde, d'autres zones de croissance seront privilégiées en matière d'allocation géographiques en 2026. Dans un contexte de surévaluation probable des actions américaines, nous avions suggéré une réduction temporaire de l'amplitude des allocations tactiques en actions américaines qui nous semble encore approprié à ce jour. Nous recommandons encore une exposition supérieure à la zone euro et aux marchés émergents, malgré une probabilité croissante de rebond du dollar. Les économies indiennes et chinoises devraient conserver des taux de croissance élevés tout en étant finalement peu exposées à un ralentissement américain. Les Etats-Unis semblent toujours plus fragilisés par la politique de Trump et nous estimons encore qu'une diversification plus large serait bénéfique en matière de gestion des risques. Nous suggérons une allocation tactique inférieure à la pondération des Etats-Unis dans l'indice MSCI monde, ainsi qu'une allocation sectorielle plus défensive et diversifiée.

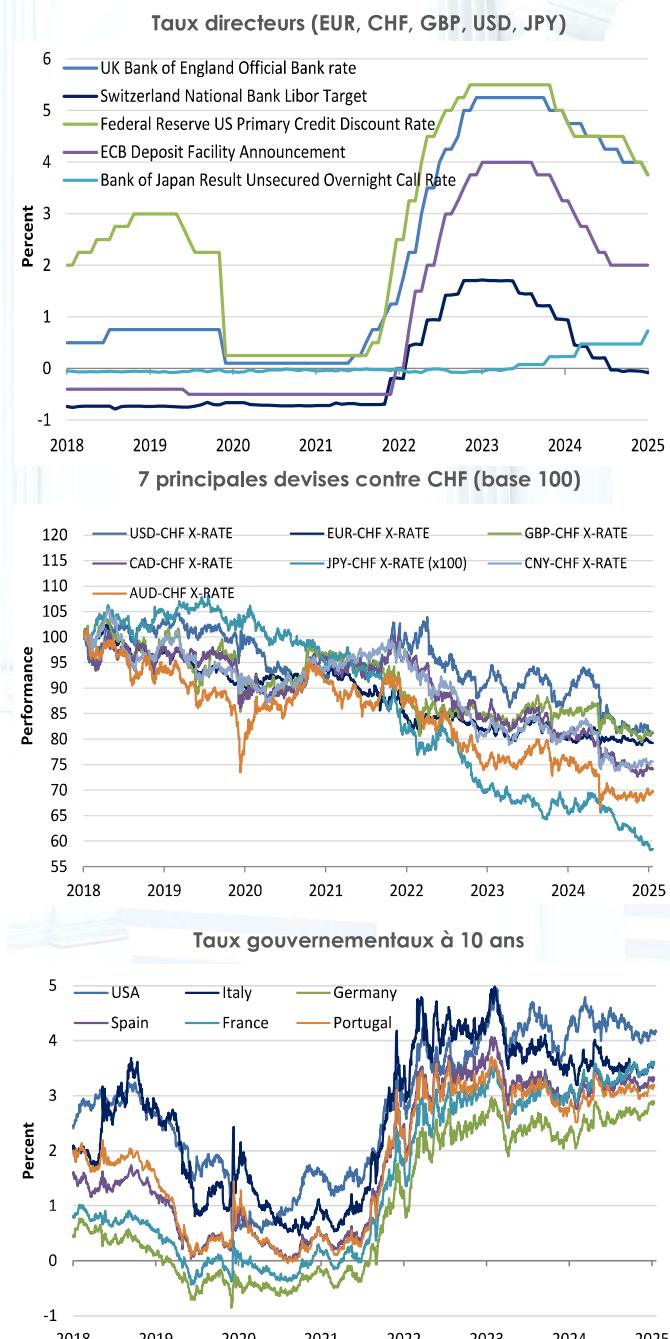
Nouveau paradigme pour le dollar : la re-dollarisation en 2026

Après un T3 déjà marqué par une stabilisation du dollar (+0.93%), la consolidation s'est poursuivie au T4(+0.56%) malgré le « shutdown » et les nombreux événements internationaux politiques et économiques qui se sont succédés. Le taux de change du dollar contre des monnaies spécifiques telles que le yuan (-2.14%), l'euro (-0.1%), la livre (-0.22%) et le franc (-0.48%) a peu fluctué, tandis que le yen se dépréciait encore de -5.59%. En 2026, il nous semble probable que la volatilité fasse son retour, animée par de nouvelles divergences de politiques monétaires et par des chemins de croissance différents entre économies. La combinaison d'incertitudes liées aux politiques monétaires, de risques politiques et commerciaux élevés, ainsi que les derniers développements géopolitiques auront aussi potentiellement un impact sur l'attrait relatif de certaines devises. Après la fin du « shutdown », la récente baisse de taux de la Fed et un CPI à 2.7%, le dollar pourrait ne plus profiter autant de l'incertitude et du différentiel de rendement escompté. Avec une inflation PCE à 2.9% et des taux directeurs à 3.6%, le taux réel américain n'est en effet peut-être plus suffisamment attractif pour compenser le déficit jumeau budgétaire et commercial des Etats-Unis. La Fed n'a pas été plus restrictive que d'autres banques centrales et les investisseurs internationaux semblent avoir atteint un point de saturation face aux turbulences politiques de Washington. La résilience de l'économie américaine démontrée par la croissance de +4.3% au T3 est pourtant remarquable et même si elle devra sans doute flétrir au T4 et en début d'année, la situation actuelle suggère une pause de plusieurs mois au moins dans le processus de normalisation des taux de la banque centrale favorable au dollar. Par ailleurs, l'intervention américaine au Vénézuela du 3 janvier 2026 pourrait bien être un « game changer » pour le dollar. Une prise de contrôle stratégique de la plus grande réserve de brut mondiale pourrait sensiblement affecter le concept de de-dollarisation soutenu par les BRICS. Si la remise en route du complexe pétrolier vénézuélien est réalisée par un financement en dollars, une demande structurelle massive conduira à une nouvelle forme de « Pétrodollar 2.0 » favorable au billet vert. La Chine perd un levier crucial et des investissements de près de 60 Mrds. de USD par ce possible contrôle américain. On évoque désormais un changement d'ordre mondial fondé sur une nouvelle doctrine « Donroe », caractérisée par une approche transactionnelle de la puissance américaine décomplexée visant à contrôler de plus en plus les ressources naturelles sans égards aux règles du droit international. On constate aussi le peu d'effets des accords multilatéraux des BRICS face à la mise en œuvre de cette politique décomplexée. Les USA créent le doute auprès des alliés des BRICS et renforcent même leur levier diplomatique sur l'OPEP+. Après une chute de -12.7% et neuf mois de consolidation horizontale, le dollar devrait vite tester le niveau de 98.80 sur le DXY (« trade weighted USD ») et pourrait s'élancer au-delà de 100 vers une nouvelle phase d'appréciation en 2026. Le 3 janvier marquera peut-être le retour d'un sentiment favorable au USD.

Divergences notables dans les marchés de taux

Au cours du T4 les chiffres de croissance des diverses économies publiés ont mis en évidence des situations diverses, avec d'une part les Etats-Unis en phase d'accélération surprenante au T3 et des économies européennes et japonaises peu dynamiques et en faible croissance. Sur le plan de l'inflation, les tendances ont par contre été relativement similaires avec une détente observée assez généralement à l'exception notable du Japon, toujours affecté par une devise japonaise en nette dépréciation. La corrélation des politiques monétaires et des inflations nationales n'a pourtant pas été suivie d'effets similaires dans les marchés de capitaux. Les rendements réels ont été affectés par des évolutions diverses de taux nominaux, notamment au Royaume-Uni et au Japon. Les marchés obligataires des pays développés ont ainsi été largement influencés par les anticipations de politiques monétaires considérées comme de plus en plus proches de leurs objectifs de normalisation n'offrant plus beaucoup de perspectives de baisse des taux courts et par la perspective de taux de croissance économique moins incertains en 2026 qu'en 2025. Aux Etats-Unis, la baisse de l'inflation en dessous de 3% est favorable et soutient un abaissement des attentes des consommateurs sur 1 an et 5 ans, qui devrait également pousser les taux longs en dessous de 4%. Les risques de rebond de l'inflation en 2026 en décalage avec l'implémentation des droits de douane au S2 sont toujours présents, mais ne sont pas suffisamment inquiétants pour avoir d'effets sensibles sur les courbes de taux. Finalement, la décision de la Fed de mettre un terme à son QT et de reprendre des achats d'obligations gouvernementales devrait également permettre un abaissement des rendements.

En zone euro, les rendements ont légèrement progressé au T4 (10pd), tandis qu'ils glissaient de 20pd au Royaume-Uni. L'effondrement du yen et une inflation toujours soutenue motivait la politique de hausse de taux de la BoJ et provoquait une forte hausse des rendements à dix ans de 1.6% à 2.04%. L'indice obligataire global terminait le trimestre en légère hausse de +0.24%, soutenu par la baisse de taux aux Etats-Unis et dans les marchés émergents en particulier. Nous estimons que les probabilités de déclins additionnels de taux sont supérieures aux États-Unis, en Australie et au Royaume-Uni qu'en zone euro et favorisons une diversification dans ces régions pour le début 2026.



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- Croissance mondiale toujours supérieure à +3% en 2026
- Atterrissage en douceur au T4 pour le PIB US et reprise en 2026
- Croissance positive mais fragile en Europe
- Récession technique ou sursaut salvateur au T4?
- Début d'année difficile pour la croissance britannique
- Reprise possible au Japon mais sur la corde raide

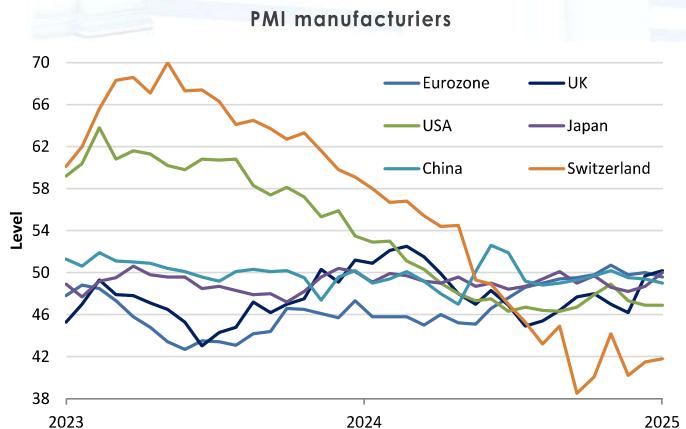
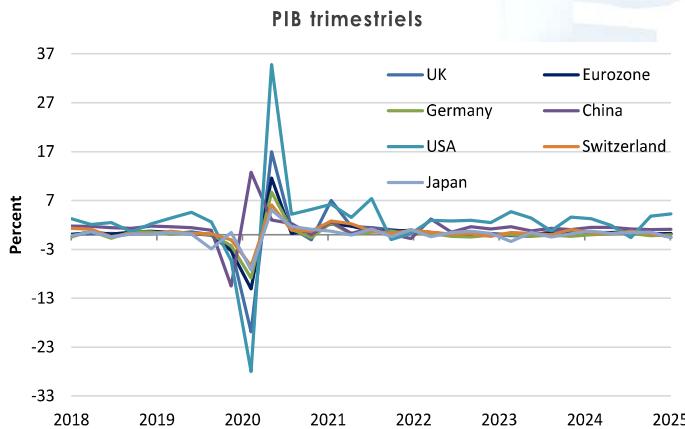
Croissance mondiale toujours supérieure à +3% en 2026

Après les turbulences inflationnistes de 2022-2024 et les plans de relances et politiques monétaires accommodantes de 2025, l'année 2026 devrait être marquée par une convergences accrue des cycles conjoncturels, mais à un rythme de croissance moyen sans doute plus modéré et dans un contexte d'inflation réduite à environ 3.5%. Globalement, le PIB mondial devrait croître de +3.2%, soit un taux finalement similaire à celui de 2025, mais avec probablement une répartition des taux de croissance nationaux différente. Aux Etats-Unis, la croissance devrait flétrir nettement et passer de +4.3% au T3 à une croissance sur l'année 2026 d'environ +1.8% à +2%. Après l'euphorie fiscale de 2025, la consommation des ménages devrait marquer le pas dans un contexte moins tendu du marché de l'emploi. En zone euro, on attend un réveil de la consommation après des années de stagnation l'Europe devrait enfin profiter d'un effet de rattrapage qui ne poussera toutefois pas la croissance du PIB au-delà de +1.5%. La politique de la BCE stimulera sans doute l'investissement et favorisera la consommation des ménages. Au Japon les perspectives sont encore plus faibles avec une croissance attendue d'à peine +1.2% qui devra être portée par la demande intérieure. Ce taux de croissance semble faible, mais il est finalement relativement solide pour le Japon dont le potentiel à long terme est plutôt bas à +0.5%. Le cercle vertueux prix-salaire devra transformer l'épargne de précaution et consommation active pour les consommateurs, tandis que le besoin structurel de gains de productivité soutiendra l'investissement. En Chine, la transition vers une croissance plus mature, plus technologique et plus liée à la consommation domestiques est en marche. Les prévisions tablent sur une hausse de +4.3% du PIB qui devrait être moins liée aux exportations. Dans les émergents, l'Inde reste la plus performante des grandes économies avec une croissance attendue de +6.8% en 2026. La croissance mondiale devrait donc s'avérer relativement solide, les éléments de surprises potentielles étant selon nous essentiellement liés à un choc de croissance plus fort qu'escompté aux Etats-Unis et à une faiblesse de consommation en Europe.



Atterrissage en douceur au T4 pour le PIB US et reprise en 2026

En ce début 2026, un consensus prudent se dessine parmi les principaux prévisionnistes après un rebond technique au T2 et des signaux de refroidissement au T3 qui ont finalement été assez nettement contredits par le chiffre de croissance publié de +4.3%. Les anticipations pour les derniers mois de l'année pointent majoritairement vers un ralentissement de l'économie américaine. Les analyses des principaux stratégies, bien que variant dans l'intensité du ralentissement prévu, s'accordent sur les sources de cette décélération. Le consensus s'establi donc désormais autour d'un probable ralentissement. Pour notre part, nous estimons que la décélération pourrait être assez nette, en particulier après le chiffre extrêmement surprenant du T3, et attendons une croissance modérée entre +0.5% et +1%. Les risques de récession ont fortement chuté, mais l'impact retardé du resserrement monétaire de la Fed doit encore se faire sentir. Le T4 devrait clore l'année sur une note de résilience fragile. Du côté positif, notons un probable retour des dépenses privées et publiques après la fin du « shutdown ». Le versement des salaires gelés devrait stimuler la consommation pendant les fêtes. Le secteur manufacturier reste sous pression, alors que le marché du travail montre des signes d'essoufflement pouvant affecter les dépenses de consommation. Il ne faut pas non plus sous estimer les effets à venir des conditions de crédit difficiles affectant non seulement l'investissement des entreprises, mais aussi le coût du crédit à la consommation (cartes de crédit, prêts automobiles), ce qui devrait freiner les dépenses futures. On observe sur ce point une progression du taux de défaut sur les crédits à la consommation et un recours accru à l'endettement pour maintenir le niveau de vie. Cela annonce une contraction inévitable des dépenses discrétionnaires dans les mois à venir. Si la résilience de l'économie américaine a surpris jusqu'à ce jour, le T4 devrait marquer un changement de régime. Pour le début 2026, les indices PMI semblent soutenir une poursuite de la croissance, mais les indicateurs ISM restent dubitatifs. La chute de l'inflation reflète pourtant une baisse de la demande confirmée par la baisse de -2.2% des commandes de biens durables. La croissance attendue en 2026 pour le PIB US est d'environ +1.8% à +2%.



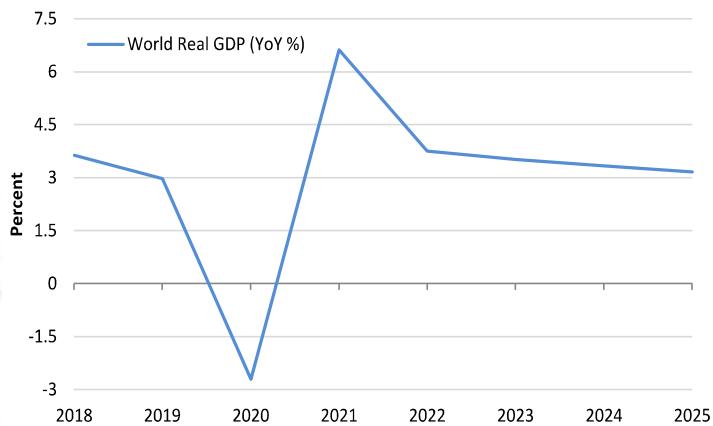
Croissance positive mais fragile en Europe

La dynamique observée au troisième trimestre (+0.3%) devrait se prolonger sur les derniers mois de l'année, annonçant une croissance pour le T4 2025 que nous estimons à +0.3%. Ce rythme, bien que légèrement tassé, témoigne de la résilience de l'économie de la zone euro face à un environnement mondial incertain. Si cette prévision se confirme, la croissance du PIB sur l'ensemble de l'année 2025 s'établirait à +1.2%, dépassant ainsi les dernières projections de la BCE et de la Commission européenne. Sur le plan de la demande, le comportement des ménages reste la variable d'ajustement critique. Bien que le pouvoir d'achat se reconstitue à la faveur d'une inflation stabilisée autour de la cible des 2% et de revalorisations salariales, la consommation ne joue pas pleinement son rôle de relais de croissance. Un phénomène d'épargne de précaution persiste, alimenté par les incertitudes budgétaires en France et politiques en Allemagne. Les ménages européens privilégient la liquidité aux dépenses d'investissement ou de biens durables, bridant ainsi le potentiel de reprise autonome. Parallèlement, l'investissement des entreprises reste atone, figé par des conditions de financement qui, bien qu'en voie d'assouplissement, demeurent insuffisantes dans un climat d'incertitude géopolitique et fiscale. La zone euro abordera l'année 2026 sur une trajectoire de croissance fragile plutôt que de reprise conquérante. L'image d'une dynamique conjointe s'est effacée au profit d'une croissance à plusieurs vitesses, où la résilience des services au Sud et à l'Ouest masque la crise profonde du modèle exportateur au Nord et à l'Est. Si le spectre d'un effondrement économique s'éloigne, l'absence de moteur commun et la dépendance accrue à la consommation inférieure rendent la zone particulièrement vulnérable à des chocs exogènes, confirmant que le chemin vers une croissance potentielle robuste reste encore long et semé d'embûches structurelles.

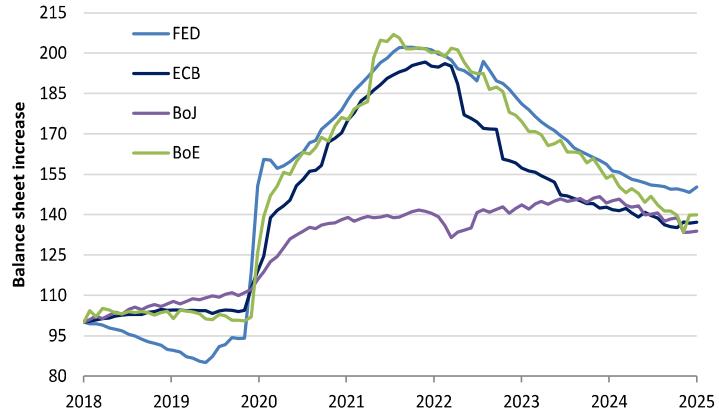
Récession technique ou sursaut salvateur au T4 en Suisse?

L'accord obtenu ramenant les droits de douane de 39% à 15%, changera la donne pour l'industrie exportatrice suisse. Si ce taux reste toujours très élevé par rapport à la situation du début d'année, il permettra au moins de débloquer les flux logistiques en attente. Les marchandises stockées ou retardées durant la paralysie du T3 seront expédiées. Ce phénomène de correction des stocks, devrait permettre un rebond du PIB permettant d'éviter de justesse une récession. L'industrie des machines, notamment celle des équipements électriques, fera cependant toujours face à une faiblesse de l'investissement en biens d'équipement à l'échelle mondiale. Du côté de la demande intérieure, le T4 est en général sauvé par la consommation des ménages liée aux fêtes de fin d'année. Mais, l'ambiance n'est pas à l'euphorie et les difficultés de l'industrie ont entamé la confiance des consommateurs. Si l'inflation reste maîtrisée, une dégradation de l'emploi pourrait inciter les ménages à privilégier l'épargne de précaution au détriment des dépenses superflues. Le commerce de détail et le tourisme hivernal, qui lancent leur saison en décembre, devront composer avec une clientèle locale prudente et une clientèle européenne au pouvoir d'achat réduit par la force du franc. Dans ce contexte, nous estimons que la pression s'accentue sur la BNS pour qu'elle assouplisse encore sa politique monétaire, en particulier après sa décision de décembre de maintenir ses taux directeurs inchangés. Il nous semble qu'une baisse des taux directeurs reste indispensable pour tenter d'affaiblir un franc trop fort pénalisant les marges des exportateurs et le tourisme. Le T4 2025 ne sera pas celui du retour à la prospérité, mais celui de la stabilisation. L'économie suisse devrait panser ses plaies et afficher une croissance anémique, probablement comprise entre -0.1% et +0.3%. En ce qui concerne le début d'année 2026, en raison de la stabilisation du taux de change et en l'absence d'une baisse de taux attendue, les risques de contraction de l'économie nous semblent plus importants qu'estimés il y a quelques semaines. La conjoncture mondiale reste faible et ne soutient pas la demande externe, tandis que le PMI manufacturier s'effondre à 45.8 et que celui des services (52.1) repasse au-dessus du seuil de croissance. La confiance des consommateurs reste faible et ne suggère pas de réelle reprise de la consommation domestique. Nos perspectives pour le T1 sont faibles mais légèrement positives à +0.2%.

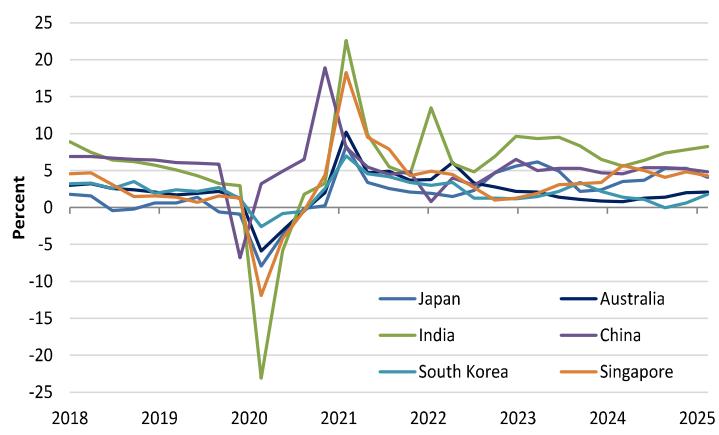
Croissance réelle de l'économie mondiale



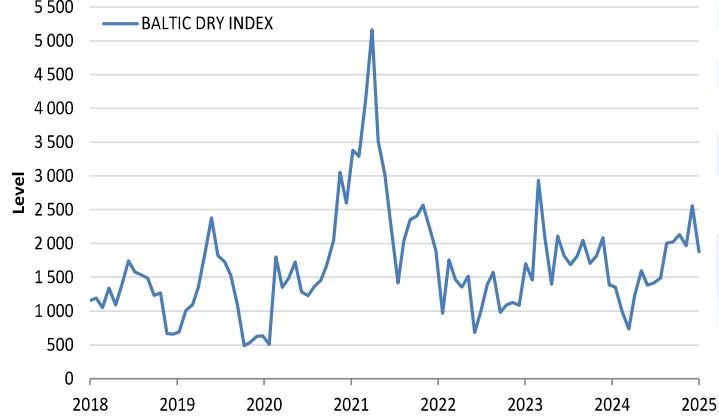
Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)

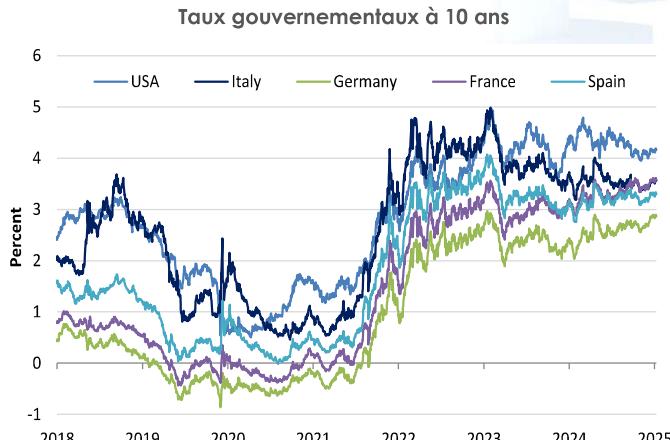
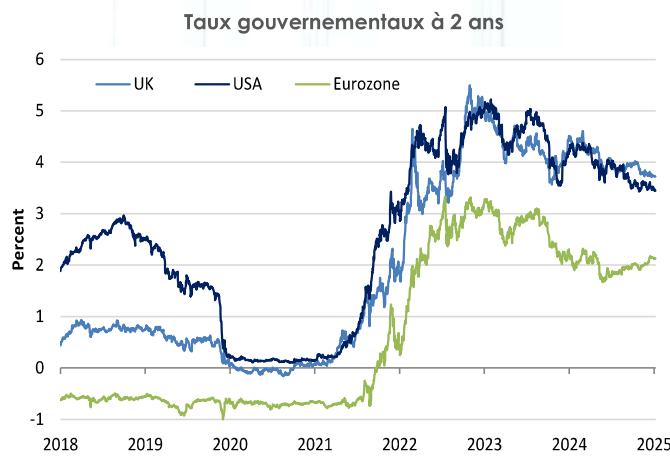


Baltic Dry Index



Début d'année difficile pour la croissance britannique

L'économie britannique aborde la fin de l'année et envisage le début 2026 dans une situation de quasi-stagnation, oscillant entre de faibles signes de résilience et des vents contraires persistants. Les données des dernières semaines suggèrent une croissance atone, une inflation tenace et un marché du travail qui montre des signes de refroidissement, dessinant des perspectives modérées pour la fin de l'année, avec une contraction possible de la consommation des ménages. Les statistiques récentes offrent effectivement une image contrastée et peu rassurante. La consommation des ménages semble décliner, avec notamment de légères baisses mensuelles des ventes de détail en octobre et novembre. La consommation des ménages a pourtant bénéficié d'une hausse des revenus réels estimée à +6% au cours des deux années précédentes alors que la consommation n'a progressé que de +3.3% sur la même période. Le crédit net à la consommation a rebondi en novembre (2.1Mrds) après une baisse à 1.1Mrds. en octobre. Les prêts immobiliers approuvés ont aussi déclinés de 65k à 64.5k en novembre. La valeur des maisons, selon Rightmove, chute de -1.8% en décembre et fait ainsi passer en croissance négative sur un an les prix de l'immobilier (-0.6%). Du côté du marché du travail, le mois de novembre corrige en partie le creux d'octobre, les demandes d'allocations chômage rebaiscent à 20.1k, alors le nombre de créations d'emploi s'enfonce et chute de -32k à -38k postes. Le secteur des services glisse également à l'image du PMI en chute à 51.4 en décembre. Alors que l'inflation était encore de +3.8% sur un an en septembre, elle recule à +3.2% en novembre en raison d'un effet de base, mais aussi en raison d'un déclin de -0.2% sur le seul mois de novembre. L'inflation de base également à +3.2%, demeure bien au-dessus de la cible de la Banque d'Angleterre, érodant la confiance des ménages et des entreprises. Le principal risque pour le dernier trimestre reste l'incertitude qui persiste et qui, dans un contexte d'inflation toujours présente à un niveau relativement élevé, pourrait freiner plus encore la consommation des ménages. Les dernières statistiques ont toutefois soutenu la décision de baisse de taux de la BoE en décembre qui pourrait redonner un peu de dynamique positive en début d'année 2026.

**Reprise possible au Japon mais sur la corde raide**

La contraction du PIB au T3 a validé notre scénario de prudence, la « modération » anticipée s'est transformée en un recul net, matérialisant la dichotomie grandissante entre une économie domestique résiliente et une industrie manufacturière exposée aux vents contraires internationaux. Aujourd'hui, la question est de savoir si l'économie japonaise possède les ressorts nécessaires pour éviter une récession technique et engager une dynamique positive pour 2026. L'analyse des indicateurs avancés suggère un rebond, certes, mais dont la vigueur reste précaire. Les fondamentaux de la demande intérieure identifiés restent d'actualité et la dynamique salariale, que nous qualifions de « spirale vertueuse », devrait connaître un second souffle. Les bonus d'hiver, attendus en hausse significative dans les grandes entreprises, viendront relayer les effets des hausses de salaires du printemps permettant au revenu disponible réel des ménages de continuer de se redresser. Nous anticipons un rebond de la consommation privée au T4, qui devrait permettre au PIB de repasser en territoire positif. La fracture sectorielle, déjà visible dans les indices PMI il y a trois mois, s'est creusée. Le secteur manufacturier montre peu de signes de redémarrage immédiat. Les carnets de commandes à l'exportation restent déprimés, victimes de la faiblesse de la demande chinoise et américaine. Plus inquiétant pour 2026, après avoir accumulé des réserves en prévision de perturbations logistiques, les entreprises entrent dans une phase de déstockage qui pèsera comptablement sur la croissance du T4 et du T1 2026. Pour le début de 2026, la trajectoire économique dépendra de la capacité du gouvernement à passer le relais. Le plan de relance économique devra prendre le relai d'une consommation privée qui pourrait s'essouffler post-fêtes. Le véritable test interviendra lors du Shunto (négociations salariales) de 2026. Pour que la Banque du Japon puisse poursuivre sa normalisation monétaire après le mauvais chiffre du T3, il est impératif que les entreprises réitèrent les hausses de salaires massives de 2024 et 2025. Les premiers signaux sont mitigés, les grandes entreprises semblent prêtes à jouer le jeu pour retenir les talents, mais les PME, étranglées par les coûts, hésitent. Le Japon devrait donc éviter une récession grâce à un sursaut de la consommation au T4, mais l'élan pour 2026 reste fragile. L'économie navigue à vue, tirée par ses salariés mais freinée par ses usines, dans un équilibre instable qui ne laisse aucune marge d'erreur à la politique monétaire.

