



Stratégie d'investissement

Juin 2026



"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 | ONE OF
GENÈVE 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 El Niño: Catalyseur d'un marché agricole fragilisé

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- L'économie mondiale est prise en otage au détroit d'Ormuz
- L'accord USA-Iran offre un sursis aux marchés peut-être temporaire
- Croissance rabotée, net rebond de l'inflation, les banques centrales sont sous haute tension
- Les marchés actions sont sauvés par l'IA alors que l'obligataire réagit à l'inflation
- Le Dollar s'impose comme le grand maître des changes
- Contexte hautement incertain et volatile, la prudence reste de mise

Le trimestre écoulé a été marqué par le développement des effets induits par le choc géopolitique majeur qui a frappé l'économie mondiale le 28 février. Après les développements dramatiques du mois de mars et l'extension du conflit à l'ensemble des pays du Golfe, la fermeture par l'Iran du détroit d'Ormuz a privé le marché mondial de près de 20% de ses livraisons de brut et de gaz pendant près de quatre mois. Ce blocus prolongé a provoqué le plus grand choc pétrolier depuis les années 1970, propulsant les cours du Brent au-delà des 110 à 120 dollars le baril pendant le trimestre. Ce contexte extrême a forcé les observateurs à rayer définitivement les scénarios optimistes du début d'année, qui prévoyaient une baisse progressive et régulière de l'inflation en dessous des objectifs des banques centrales et donc d'un assouplissement monétaire généralisé qui devait se développer pendant toute l'année 2026.

Dans un contexte extrêmement troublé et menaçant pour la conjoncture mondiale notamment, la fin du mois de juin a été marquée par un tournant décisif. La signature d'un accord-cadre de cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran à la mi-juin, assorti d'une trêve et d'un accord de réouverture progressive du détroit d'Ormuz, a permis de relâcher un peu la pression. En parallèle, les hausses successives de quotas décidées par l'OPEC+ pour compenser les volumes bloqués ont réamorcé l'offre, ramenant les cours du brut vers la zone des 73 dollars fin juin. Malgré cette détente bienvenue sur les prix de l'énergie à court terme, les perturbations accumulées sur les chaînes d'approvisionnement mondiales et le maintien de surprises d'assurance maritime vont laisser des traces durables. Les indices de prix à la consommation restent sous tension et la destruction de la demande de carburant estimée à plus de 1 million de barils par jour sur l'année confirme l'ampleur du coup de frein macroéconomique.

Face à la rigidité de cette inflation globale projetée à 4.4% pour 2026 par le FMI, les banques centrales ont dû abandonner toute idée de baisse agressive de leurs taux. Si la Fed (statut quo) et la BCE (hausse de 0.25%) ont évité le scénario du pire grâce au récent cessez-le-feu, elles maintiennent une politique restrictive plus longtemps que prévu, repoussant l'assouplissement monétaire significatif à la fin de l'année. Les prévisions de croissance mondiale ont été officiellement rabotées par le FMI à +3.1% pour 2026, l'effet « taxe pétrolière » du printemps ayant lourdement pesé sur le pouvoir d'achat des consommateurs et l'investissement des entreprises. Dans ce nouvel environnement, l'asymétrie régionale s'est confirmée. L'Europe (attendue en convalescence à seulement +1.1% de croissance) et les pays émergents importateurs nets d'énergie sortent très affaiblis de ce trimestre de crise. À l'inverse, les États-Unis ont fait preuve d'une résilience remarquable, soutenus par leur autosuffisance énergétique, et par leur position de net exportateur de produits pétroliers. Ce contexte a été favorable au billet vert qui profite d'un afflux de capitaux favorable à l'économie américaine qui surperforme ses pairs. Les marchés financiers, après avoir subi d'importantes corrections de valeur au printemps, affichent une stabilisation précaire en ce début de juillet, suspendus au rythme réel de normalisation du trafic maritime dans le Golfe et à la trajectoire des taux d'intérêt pour le second semestre. Le dollar confirme son rôle de pivot et de valeur refuge ultime au sein de ce paysage financier redessiné.

Ces circonstances exceptionnelles ont profondément redessiné la performance des classes d'actifs au cours du premier semestre 2026. Après le pic de volatilité du printemps provoqué par le blocage prolongé du détroit d'Ormuz, les marchés financiers amorcent une stabilisation précaire en ce début de juillet, portée par l'accord de cessez-le-feu et la baisse rapide du brut vers les 73 dollars fin juin. Les matières premières, qui s'étaient envolées de +24,5 % au plus fort de la crise, ont logiquement rétrogradé une partie de leurs gains avec la détente des cours de l'énergie, mais elles s'imposent comme le grand actif protecteur du semestre. Le changement durable d'anticipations en matière d'inflation et de politiques monétaires s'est quant à lui matérialisé sur les marchés obligataires. Les banques centrales ayant exclu tout assouplissement monétaire agressif à court terme, les rendements sont restés sous pression, consolidant la baisse des indices obligataires à -1.85% en Suisse et à -4.12% à l'international sur l'ensemble du semestre.

Du côté des actions, la correction initiale (-7.3% en Suisse et -6.3% à l'international) a laissé place à une timide tentative de rebond fin juin, portée par le soulagement géopolitique. Les indices actions affichent une performance semestrielle en retrait mais résiliente (-3.8 % pour le SPI suisse et -2.4% à l'international), sauvés d'un plongeon plus sévère par la solidité des grandes capitalisations technologiques américaines et les gains de productivité liés à l'IA. L'immobilier titrisé reste en convalescence, plombé par des taux d'intérêt durablement élevés qui maintiennent les indices en baisse (-4.8% en Suisse et -8.1 % au niveau mondial). Enfin, le private equity stabilise sa lente descente, affichant une performance négative de -3.2% sur le trimestre, ce qui porte son recul cumulé à près de -23.3% sur les six derniers mois, pénalisé par le gel persistant des refinancements et des sorties de capital. La volatilité, bien qu'en net repli après la signature de l'accord-cadre au Moyen-Orient, reste latente.

Les investisseurs sortent d'une phase purement émotionnelle pour entrer dans une phase d'analyse des fondamentaux. Les effets secondaires du choc pétrolier du printemps commencent à se matérialiser dans les résultats d'entreprises du deuxième trimestre. La prudence reste donc de mise en ce début de seconde moitié d'année, la trajectoire des indices dépendant désormais de la vitesse de normalisation des chaînes logistiques globales. Sur le marché des changes, le dollar a pleinement validé son statut de pivot. Soutenu par la résilience macroéconomique américaine et des taux d'intérêt de la Fed maintenus sur des niveaux restrictifs, le billet vert s'est nettement revalorisé face à l'euro et au franc suisse, s'affirmant comme la valeur refuge incontournable de ce premier semestre.



Alain Freymond
Associé & CEO
BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- Le spectre de la stagflation s'impose pour le second semestre
- Nouvelles perspectives pour les taux d'intérêt et politiques monétaires
- Domination du USD dans les marchés des changes
- Instabilité et plus grande volatilité pour les actifs financiers

Le spectre de la stagflation s'impose pour le second semestre

L'illusion d'un atterrissage en douceur des économies développées s'est évaporée en ce début de juillet 2026. L'effet d'entraînement du choc pétrolier du printemps, combiné à la rigidité des politiques monétaires restrictives, place les grandes puissances occidentales face à un scénario redouté : une stagnation économique marquée, doublée d'une inflation persistante. La stagflation n'est plus un risque lointain, elle devient la réalité opérationnelle des prochains mois. Si les États-Unis ont longtemps affiché une résilience insolente grâce à leur indépendance énergétique, les clignotants virent au rouge pour la seconde moitié de l'année. Les prévisions intègrent désormais une forte probabilité de cassure de la dynamique de croissance. L'effet « taxe pétrolière » accumulé au cours du trimestre précédent a fini par éroder l'épargne résiduelle des ménages américains. La consommation, moteur historique du PIB américain, s'essouffle sous le poids de prix à la consommation (Core PCE) qui s'accrochent au-dessus des +3%. La Réserve Fédérale (Fed), prise au piège par cette inflation tenace, est contrainte de maintenir ses taux directeurs à des niveaux restrictifs bien plus longtemps que prévu. Le coût du capital affecte l'investissement des entreprises et le marché immobilier. Le risque d'un coup de frein brutal de l'activité d'ici la fin de l'année 2026 s'est intensifié. Plus sensible encore aux cycles immobiliers et à l'endettement des ménages, l'économie canadienne subit de plein fouet la baisse de la demande américaine, malgré son statut de producteur d'énergie. De l'autre côté de l'Atlantique, la situation est encore plus critique. L'Europe et le Royaume-Uni n'ont pas les amortisseurs structurels des États-Unis et s'enfoncent de manière de plus en plus évidente dans la stagflation. La croissance de la Zone Euro est désormais projetée au rabais, flirtant avec la stagnation technique (autour de +0.8% à +1.1% pour l'ensemble de 2026). L'Allemagne, cœur industriel de la région, ne parvient pas à redémarrer, asphyxiée par les coûts de l'énergie à moyen terme et la faiblesse de ses débouchés extérieurs. La Banque Centrale Européenne (BCE) fait face à un dilemme insoluble : l'activité économique exige une baisse rapide des taux, mais la hausse des prix à l'importation provoquée par un euro affaibli face au dollar lui lie les mains. Le Royaume-Uni affiche le profil stagflationniste le plus pur du G7. L'économie britannique combine une croissance anémique, pénalisée par des barrières commerciales structurelles et un investissement en berne, à une inflation des salaires et des services qui refuse de plier. Les prochains mois s'annoncent particulièrement austères pour les consommateurs britanniques, contraints à des arbitrages budgétaires sévères.

Nouvelles perspectives pour les taux d'intérêt et politiques monétaires

Les marchés obligataires internationaux traversent une phase de reconfiguration majeure en ce début de juillet 2026. La dynamique des courbes de taux (yield curves) dans les pays développés met en lumière un conflit analytique profond entre les impératifs des banques centrales et les exigences de compensation des investisseurs institutionnels. Nos analyses récentes confirment que nous entrons dans un régime de marché inédit, marqué par un phénomène de pentification de la courbe (hausse des taux longs supérieure à celle des taux courts). La partie courte de la courbe (les maturités à court terme) reste sous le contrôle direct des banques centrales. Face au ralentissement économique de plus en plus visible aux États-Unis et en Europe, la logique cyclique traditionnelle aurait voulu un assouplissement monétaire rapide. Pourtant, la Fed et la BCE

notamment maintiennent le cap restrictif. Elles sont face à un dilemme, l'inflation globale persiste à des niveaux inconfortables, interdisant pour l'instant toute baisse des taux directeurs. Les banques centrales ont signalé leur intention de remonter très progressivement leurs taux courts d'ici la fin de l'année 2026 si les tensions sur les prix ne cèdent pas. Toutefois, comme les banques centrales font face à un choc de l'offre et non de la demande, elles hésiteront à remonter leurs taux et attendront sans doute que les effets sur l'inflation se dissipent presque naturellement. L'inflation actuelle est alimentée par les coûts énergétiques (séquelles du blocus d'Ormuz) et la fragmentation des chaînes logistiques. Une politique monétaire ultra-restrictive est en effet inefficace pour rouvrir des routes maritimes ou extraire du brut; elle ne ferait que détruire inutilement l'activité économique. Nous estimons que conscientes de cette limite, les banques centrales vont agir pour préserver leur crédibilité, mais elles ne vont pas durcir fortement leurs taux courts. Elles éviteront de provoquer une récession brutale par un resserrement excessif. À l'autre extrémité de la courbe, les taux à long terme (échéances à 10 ans et plus) échappent au contrôle direct des instituts d'émission. Ce segment est dicté par les anticipations des investisseurs, et leur diagnostic est sans appel. Puisque l'inflation est d'origine structurelle (choc d'offre) et que les banques centrales ne vont pas étrangler l'économie pour la ramener à 2%, l'inflation va s'installer durablement au-dessus des cibles historiques. Face à cette érosion programmée de leur pouvoir d'achat, les investisseurs obligataires exigent désormais un rendement nominal plus élevé pour compenser ce risque d'inflation à long terme. Ce déplacement de la "prime de terme" pousse les taux longs vers le haut, indépendamment de la trajectoire prudente des taux courts. La conjonction de ces deux forces provoquera une déformation historique de la courbe des taux. Après une longue période d'inversion (où les taux courts étaient plus élevés que les taux longs, signalant une récession imminente), nous assistons à une pentification par la hausse des taux longs.

Domination du USD dans les marchés des changes

Alors que l'année 2026 s'est ouverte sous le signe d'une transition monétaire mondiale complexe, le paysage des changes a été brutalement redessiné au cours du premier semestre. Après avoir subi une érosion notable en 2025, le dollar américain (USD) s'impose de nouveau comme le pivot incontestable de l'économie globale. Ce revirement ne doit rien au hasard. Il s'appuie sur une divergence macroéconomique marquée, exacerbée par le choc pétrolier du printemps (fermeture temporaire du détroit d'Ormuz) et par une asymétrie flagrante de croissance entre les blocs régionaux. En ce début de second semestre 2026, le dollar américain réaffirme sa suprématie financière. Alors que les marchés actions et obligataires mondiaux digèrent les effets secondaires de la crise du printemps et tentent une stabilisation précaire grâce à l'accord-cadre de cessez-le-feu de la mi-juin au Moyen-Orient, l'USD valide son double statut de valeur refuge ultime au sein d'un ordre mondial bousculé et principal moteur de rendement grâce à la politique stricte de la Fed. Sous l'effet conjugué de l'autosuffisance énergétique, d'une économie portée par l'IA et de taux d'intérêt durablement élevés, les fondamentaux structurels de l'USD demeurent incontestablement supérieurs à ceux de ses principaux rivaux (Euro, Yen, Franc suisse). Le principal moteur de la force du dollar réside dans la résilience de l'économie réelle américaine par rapport au reste du monde. Alors que les prévisions de croissance pour l'économie mondiale sont révisées à la baisse, notamment en Europe et au Japon, les États-Unis font preuve d'une

résistance remarquable à ce jour. Elle est encore portée par les gains de productivité liés à l'intelligence artificielle et par l'effet de récents incitatifs fiscaux sur l'investissement des entreprises. En face, l'Europe stagne dans une convalescence douloureuse et les pays émergents importateurs nets d'énergie sortent profondément affaiblis de la crise énergétique du printemps. L'économie américaine, moins dépendante des chaînes logistiques transcontinentales hautement perturbées, attire naturellement les flux de capitaux internationaux. Là où l'Europe subit toute hausse des prix du brut comme une véritable « taxe pétrolière » amenuisant le pouvoir d'achat de ses consommateurs et grevant la rentabilité de ses industries, les États-Unis abordent cette crise en position de net exportateur de produits pétroliers et de gaz naturel. Cette immunité relative préserve la balance commerciale américaine, soutient le billet vert via des flux commerciaux favorables, et transforme l'USD en une couverture directe contre les risques géopolitiques liés aux matières premières. Sur le plan monétaire la Fed maintient ses taux à des niveaux restrictifs beaucoup plus longtemps que prévu, repoussant toute détente monétaire significative à la toute fin de l'année 2026, voire à 2027. Ce maintien de taux élevés aux États-Unis accentue le différentiel de rendement face aux autres devises. Sous l'effet conjugué de l'autosuffisance énergétique, d'une économie portée par l'IA et de taux d'intérêt durablement élevés, les fondamentaux structurels de l'USD demeurent incontestablement supérieurs à ceux de ses principaux rivaux (Euro, Yen, Franc suisse). Finalement, le choc géopolitique du printemps 2026 a réactivé un mécanisme historique puissant de recyclage des pétrodollars. Les matières premières mondiales étant libellées en dollars américains, la flambée des cours (marquée par le pic du Brent à 120 dollars et la hausse massive des intrants comme le soufre) a mécaniquement fait exploser la demande mondiale de billets verts pour régler ces transactions. Cette situation crée un effet de ciseau redoutable pour le reste du monde, les pays importateurs nets d'énergie devant vendre leurs devises locales pour acheter massivement du dollar.

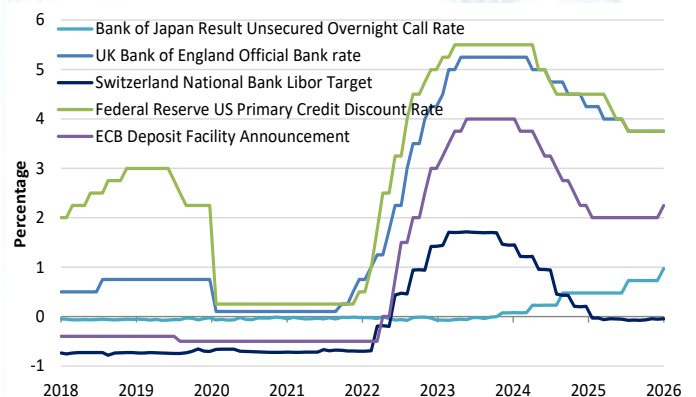
Attractivité renouvelée des actifs américains

Après des années de mondialisation heureuse, le choc géopolitique du printemps a agi comme un révélateur brutal. Dans un monde fragmenté, la sécurité économique et l'autosuffisance énergétique priment sur la recherche d'efficacité globale. Cette nouvelle donne impose une réallocation massive vers les États-Unis. Tout d'abord parce que la prime de croissance américaine reste imbattable. Face à la cherté du S&P 500, qui s'échange à des multiples de valorisation compris entre 22x et 23x les bénéfices, l'argument central est celui de la croissance des profits. Alors que les indices européens stagnent, les entreprises du S&P 500 projettent une hausse des bénéfices par action (EPS) de +22% sur un an. Ce dynamisme repose sur des dépenses en capital (CapEx) dédiées à l'infrastructure IA très importantes. Avec 650 à 800 milliards de dollars investis en 2026, ces flux massifs créent un effet d'entraînement qui immunise le marché américain contre la mollesse de la conjoncture mondiale. En comparaison, l'Europe, malgré un P/E attractif de 13x, demeure freinée par une croissance pratiquement nulle. Le Japon subit désormais le durcissement monétaire de la BoJ qui refroidit l'élan des marchés nippons. L'écart de rendement est le moteur silencieux de la suprématie du dollar qui nourrit un « carry trade » dont le volume total, produits dérivés inclus, dépasse les 1'000 milliards de dollars. Dans ce contexte, la dette souveraine européenne n'est pas une alternative très séduisante. Du côté des actifs alternatifs, le Private Equity classique, plombé par un recul de -23.3% sur six mois en raison du gel des refinancements, a perdu de son attrait au profit de solutions de crédit privé indexées sur les taux élevés de la Fed. La transition vers l'économie de l'IA exige des capacités électriques colossales; les projets d'infrastructures réseaux et de centrales aux États-Unis sont ainsi devenus des actifs de substitution obligatoire de premier ordre, offrant des flux de trésorerie prévisibles et adossés à la souveraineté énergétique du pays. Dans un contexte international, les actifs américains offrent simultanément une croissance technologique décorrélée du cycle industriel traditionnel et une protection naturelle contre les chocs de matières premières via l'indépendance pétrolière. Le rendement monétaire compétitif maintient la demande mondiale pour le billet vert à des sommets ce qui réduit d'autant le risque pour des investisseurs non domestiques de détenir des dollars US et améliore les rendements escomptés dans leurs propres devises. En conclusion, après une courte période de sous performance en début d'année contre les placements européens notamment les actifs américains profitent à nouveau de conditions favorables pour surperformer leurs pairs.

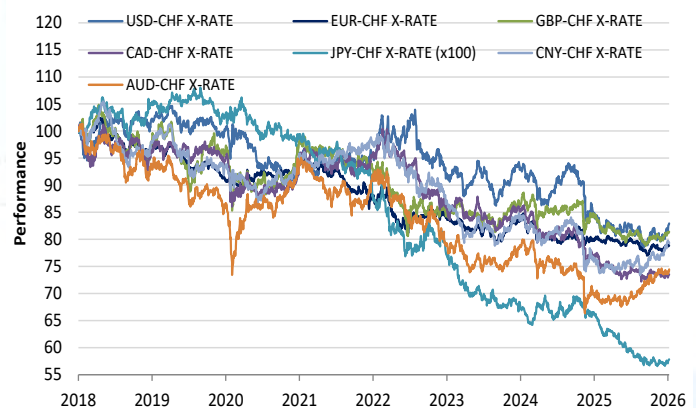
Risques de choc de réalité à la rentrée

Le consensus actuel de Wall Street reste structurellement constructif pour la fin de l'année, soutenu par les investissements massifs dans l'IA et la productivité. Cependant, aux vues des valorisations actuelles élevées, si en septembre, la rentabilité à court terme des investissements colossaux dans l'IA (le CapEx) est remise en question par les géants de la Tech lors des conférences de rentrée, alors le cocktail « Inflation résiliente » et « ralentissement économique » cessera d'être ignoré. Les résultats des entreprises annoncés au T2 ont été largement supérieurs aux attentes, créant de fait un effet de base potentiellement difficile à battre au T3. Si par ailleurs les chiffres d'inflation de l'été montrent une stagnation au-dessus des objectifs des banques centrales, les anticipations de taux directeurs vont se durcir et provoquer une hausse de la volatilité dans les marchés. Une consolidation à la rentrée, forçant le marché à dégonfler ses excès pour se réorienter vers des secteurs plus défensifs ou décotés, comme les actions d'Europe continentale ou chinoises ou les obligations d'États n'est de loin pas exclue.

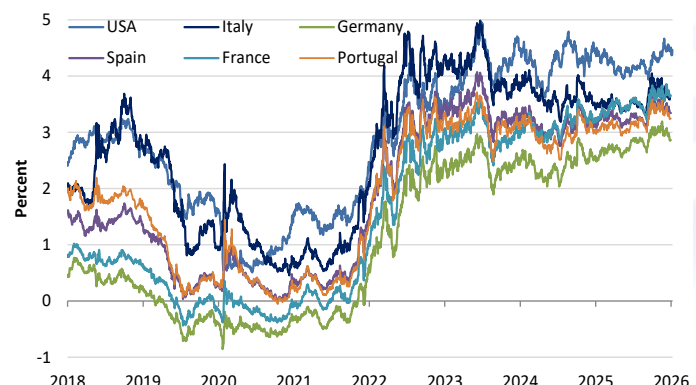
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



7 principales devises contre CHF (base 100)



Taux gouvernementaux à 10 ans



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- Croissance mondiale modérée mais résiliente
- Etats-Unis : la stagflation anticipée pour le T2 se concrétise
- Zone euro : risques croissants de récession technique dès le T2
- Suisse : un ralentissement qui va s'étendre au T3
- Japon : T2 incertain entre choc énergétique et sursaut salarial



Croissance mondiale modérée mais résiliente

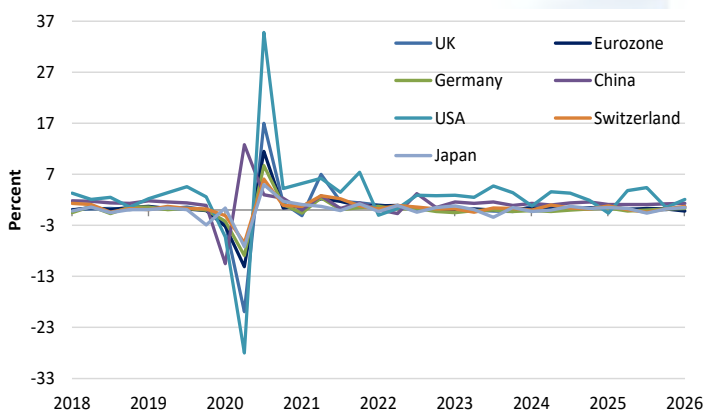
L'économie mondiale navigue dans des eaux tumultueuses en cette fin de T2. Après un début d'année marqué par un optimisme prudent, la conjoncture a été rattrapée par les réalités géopolitiques et la persistance de certaines contraintes monétaires. Nous escomptons un ralentissement de l'activité mondiale par rapport aux années précédentes, sans pour autant basculer dans un risque de récession globale. La croissance mondiale pour 2026 est désormais projetée à +3.1% par le FMI sous les effets de l'éclatement et de l'intensification du conflit au Moyen-Orient qui ont agi comme un choc d'offre. La hausse des prix du brut et du gaz a fonctionné comme une « taxe pétrolière » instantanée sur le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises, amputant mécaniquement la croissance mondiale. Alors que les marchés anticipaient un cycle agressif de baisse des taux directs dès le début de l'année, le rebond des prix de l'énergie et la rigidité de l'inflation des services ont forcé la Réserve Fédérale (Fed) et la Banque Centrale Européenne (BCE) notamment à modifier leurs politiques. Un certain nombre d'autres banques centrales ont déjà procédé à des relèvements de leurs taux directs. Globalement, les taux d'intérêt resteront élevés plus longtemps que prévu, ce qui pèsera lourdement sur les perspectives économiques, la consommation et l'investissement.

La résilience de l'économie américaine, notamment de son marché de l'emploi, avait laissé espérer une trajectoire plus favorable, mais avec les derniers chiffres publiés, on observe en fait une nette dégradation de l'emploi. La croissance mondiale ne sera pas donc homogène en 2026, nous estimons que les facteurs de frein qui touchent les économies européennes et américaines fera plus nettement fléchir leur dynamique qu'en Chine et en Inde. La croissance indienne (+6.5%) et chinoise (+4.5%) contribueront à environ 60% de la croissance économique mondiale cette année. Parmi les pays développés, les Etats-Unis seront sans doute en mesure de tirer au mieux leur épingle du jeu face à une Europe en difficultés.

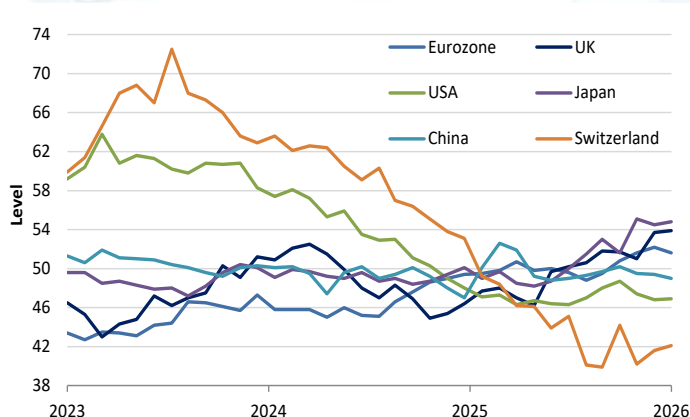
Etats-Unis : la stagflation anticipée pour le T2 se concrétise

L'analyse de la conjoncture américaine au terme du deuxième trimestre 2026 révèle une économie qui navigue sur une ligne de crête, marquée par les vagues de chocs géopolitiques du début d'année, mais qui fait preuve d'une résilience plus robuste qu'anticipé face au risque de stagflation brute. Au lieu d'un effondrement ou d'une décroissance, la trajectoire s'apparente plutôt à un atterrissage en douceur, mais sous haute tension, porté par un marché de l'emploi qui fléchit et une consommation qui plie sans rompre. La trajectoire de l'économie américaine s'est tout d'abord fragilisée de manière préoccupante avant de montrer de nouveaux signes plus positifs en fin de période. Le consensus révisé des analystes de Wall Street a récemment remonté ses attentes à +2.5% tandis que l'indicateur de la Fed d'Atlanta estimant la croissance, a au contraire plongé de plus de +4% à 1.18% en fin juin. Cet ajustement à la baisse particulièrement sévère des prévisions de croissance du PIB réel, suggère un ralentissement marqué en cours, dans un contexte de statistiques confuses particulièrement volatiles et divergentes. L'économie navigue entre deux forces contradictoires puissantes, les pressions inflationnistes géopolitiques d'un côté, et le super-cycle de l'intelligence artificielle de l'autre. Le choc pétrolier suggère pourtant une inflation structurellement plus haute, avec un CPI global et un Core CPI (inflation sous-jacente) qui naviguent autour des 3% à 3.5%, alimentés par la relocalisation des chaînes d'approvisionnement et les coûts de l'énergie. La hausse des prix de l'énergie freine l'activité, mais le vrai risque réside dans les pénuries physiques de composants pétrochimiques et industriels, qui menacent de gripper la logistique au T2 et T3. L'économie américaine évitera la paralysie grâce aux dépenses titanesques des géants de la tech pour les infrastructures d'IA mais si les classes moyennes subissent le coût de l'essence à la pompe, leur niveau de consommation devrait en payer le prix, notamment dans le secteur des services. Cet environnement complexe de "micro-stagflation" sera peut-être transitoire, mais nous estimons que le scénario le plus probable est celui d'un ralentissement qui se poursuit au cours de l'été avec un PIB du T3 également plus faible.

PIB trimestriels



PMI manufacturiers



Zone euro : risques croissants de récession technique dès le T2

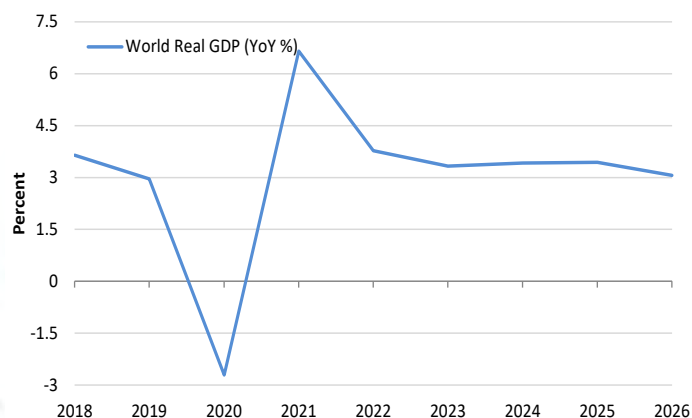
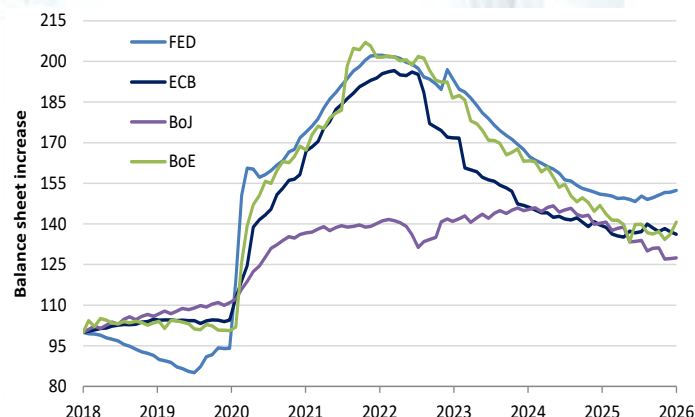
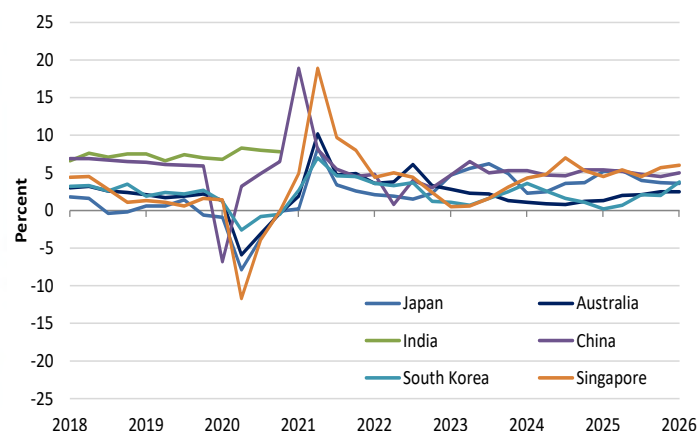
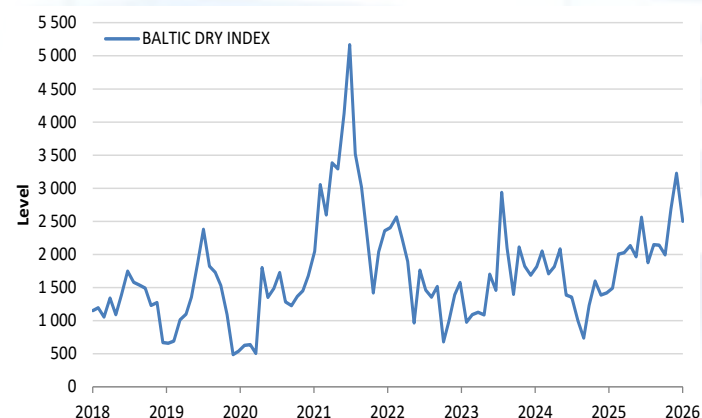
Le paysage économique de la zone euro pour ce T2 se révèle plus complexe que prévu. Ébranlée par le resserrement récent du marché de l'énergie consécutif aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient, l'activité peine à redémarrer, confirmant un scénario économique globalement marqué par la prudence des consommateurs. L'année 2026 a débuté sur une note décevante et les estimations pour le T2 excluent une récession profonde, mais n'anticipent pas pour autant de franc rebond. La croissance devrait rester au mieux atone et probablement de -0.1%, validant encore notre scénario de stagflation et d'une récession technique dès le 2ème trimestre. Cette trajectoire témoigne de la lente digestion de l'onde de choc inflationniste par le tissu productif européen qui devrait se poursuivre dans les prochains mois. Les prévisions macroéconomiques annuelles ont logiquement subi des révisions à la baisse. L'enquête SPF (Survey of Professional Forecasters) de la Banque centrale européenne a abaissé sa perspective de croissance pour l'ensemble de l'année 2026 à +1.0% alors que les projections de l'Eurosystème se montrent encore plus conservatrices, visant une progression annuelle limitée à +0.8%. Notre scénario central privilégie une situation de stagflation probablement transitoire, mais qui devrait néanmoins marquer les prochains mois. Les prix de l'énergie vont encore exercer une pression sur l'indice des prix à la consommation. Alors que la cible des 2% fixée par la BCE avait été brièvement touchée en fin d'année dernière, l'inflation devrait s'établir

Suisse : un ralentissement qui va s'étendre au T3

L'émergence brutale et inattendue du choc pétrolier en cours dès le mois de mars a surpris l'économie suisse dans un de ses moments de grande fragilité et de faiblesse. Mais l'économie suisse est par ailleurs très dépendante des autres économies développées, ce qui aura aussi un impact sur sa dynamique au T2 et T3. En effet, le choc pétrolier lié à la guerre en Iran frappe l'Europe de plein fouet, car elle dépend des importations d'énergie. Si l'Allemagne ralentit, elle commande moins de machines, de pièces électroniques et de composants chimiques à la Suisse. Si la pharma suisse résiste bien, les secteurs très sensibles à la conjoncture globale comme l'horlogerie et l'industrie des machines (MEM) sont moroses. La baisse de la demande mondiale pour les biens de luxe et d'équipement pèse directement sur les carnets de commandes helvétiques.

Aussi inquiétant pour la croissance suisse qu'un ralentissement de la demande externe, le risque d'une baisse de la demande interne nous semble très probable. Le consommateur suisse, bien que moins sensible aux crises internationales, n'en est pas totalement immunisé. On observe déjà une stagnation de la consommation privée au T1 qui pourrait bien se contracter au T2. Le climat de consommation a plongé au T2 pour atteindre un point bas comparable au choc des barrières tarifaires d'août 2025. L'incertitude géopolitique mondiale pousse les ménages à l'épargne de précaution plutôt qu'à la dépense. La perte de pouvoir d'achat est certes limitée, mais si l'inflation continue sur sa tendance récente haussière, la hausse des prix de l'énergie grignotera directement le budget disponible pour le reste (commerce de détail, loisirs). Le chômage reste bas, mais en progression à +3.1% alors que la création d'emplois est en phase de ralentissement. Les perspectives de hausses de salaires s'estompent, ce qui refroidit également les velléités de consommation.

Nous prévoyons que la demande intérieure, tant sur le plan de la consommation des ménages, qui adopteront des comportements plus prudents, que dans le secteur de la construction, potentiellement tous deux affectés par une hausse des taux d'intérêt et des coûts de financement, devrait fléchir au T2 et T3. Une diminution du rythme des dépenses publiques devrait aussi renforcer cette tendance. Dans ce contexte, nous anticipons une croissance de +0.2% seulement au T2 et T3.

Croissance réelle de l'économie mondiale**Liquidité mondiale****Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)****Baltic Dry Index**

Royaume-Uni : croissance négative (-0.2%) attendue pour le T2

Au-delà du problème de saisonnalité, la croissance est désormais menacée par les répercussions du conflit au Moyen-Orient au T2. Les rapports d'avril et de mai indiquent que le choc d'offre importé s'est ancré dans la structure des prix, annulant les espoirs d'une baisse rapide des taux. En outre, la persistance des tensions géopolitiques régionales et le blocus partiel des voies de fret ont installé le baril de pétrole Brent au-dessus des 90\$/baril. Cette crise énergétique prolongée agit comme un impôt forcé sur le secteur productif britannique. Les prix du gaz stagnent à des niveaux élevés, érodant la compétitivité des usines. Ce choc exogène durable asphyxie une demande domestique déjà très affaiblie. Les conséquences du maintien de tarifs énergétiques élevés se font durement sentir sur les indices de prix britanniques, confirmant la détérioration structurelle de l'offre. Le semblant de stabilisation des ventes au détail observé au début du printemps s'évapore. Il s'avère insuffisant pour contrebalancer le repli marqué des services, piégés par la hausse des coûts salariaux et de l'électricité. Les données mensuelles du T2 montrent une diffusion globale des hausses de coûts aux prix finaux, rappelant la crise inflationniste de l'après-pandémie et annonçant un ralentissement conjoncturel. Ce fardeau persistant ampute directement l'épargne disponible des ménages. Les frais de transport par conteneur restent extrêmement élevés sur les routes est-ouest, maintenant une forte pression inflationniste sur les produits manufacturés importés. Ces perturbations de la chaîne logistique forcent les entreprises à réévaluer leurs réseaux d'approvisionnement dans l'urgence. Le choc tarifaire d'avril sur l'énergie domestique a absorbé l'essentiel de la progression des salaires nominaux. Le PIB du trimestre en cours se contractera sans doute de -0.2%. L'environnement de stagflation, redouté il y a trois mois, s'installe désormais durablement au cœur de l'économie britannique.

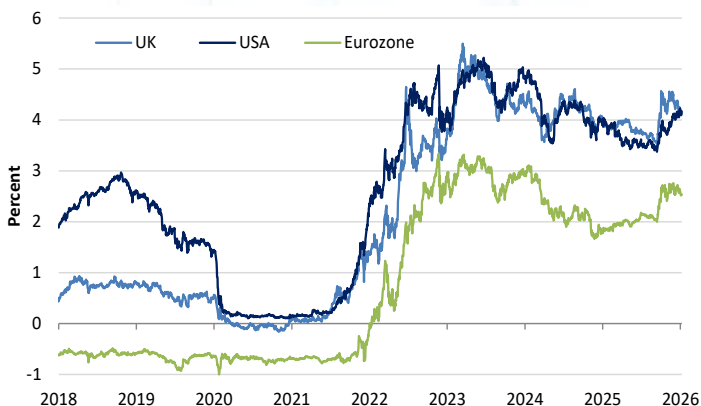
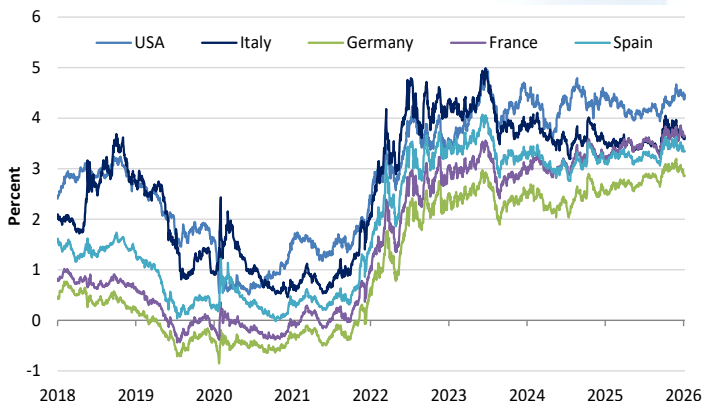
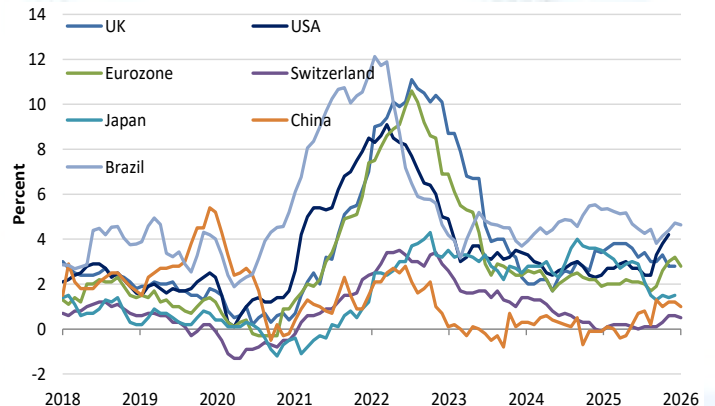
Japon : T2 incertain entre choc énergétique et sursaut salarial

Les contrecoups du blocage maritime au Moyen-Orient et de la flambée du brut redéfinissent la trajectoire économique nipponne au T2. Le Japon, pris en étau par sa dépendance énergétique, commence à absorber les effets de cette inflation importée. Pour le T2

2026, l'enjeu majeur réside dans la capacité de la demande interne à résister à cette érosion. L'envolée des prix de l'énergie ponctionne les marges des entreprises, mais le tableau macroéconomique est partiellement soutenu par la concrétisation des accords du Shunto. Les hausses de salaires nominaux, désormais effectives sur les fiches de paie, offrent un bouclier bienvenu à la consommation des ménages. Nous anticipons toutefois une contraction de la production manufacturière sur le trimestre, bridée par les goulots d'étranglement logistiques persistants. Le restockage stratégique d'urgence opéré par les grands groupes industriels pour sécuriser leurs intrants devrait paradoxalement soutenir la composante de l'investissement, évitant un repli brutal du PIB, qui s'établirait probablement autour de +0.3% en rythme trimestriel.

Sur le front monétaire, le dilemme de la BoJ s'est encore durci. Face à un yen qui subit des pressions vendeuses historiques et flirte avec les 160 JPY/USD, en raison de l'alourdissement de la facture pétrolière, l'institution monétaire ne peut plus temporiser. Les prévisions du consensus convergent vers un ajustement technique imminent de sa politique de contrôle des taux d'ici la fin du trimestre. L'objectif est double : il consiste à endiguer la spéculation contre la devise nationale sans pour autant étouffer le crédit immobilier ni fragiliser les PME locales. L'équilibre précaire du début d'année cède la place à une gestion macroéconomique ultraciblée.

Le gouvernement japonais utilise ses leviers budgétaires pour subventionner l'électricité et le gaz, atténuant le choc immédiat sur le pouvoir d'achat, mais cette stratégie aggrave le déficit. Parallèlement, la compétitivité des exportations technologiques vers l'Europe et les marchés asiatiques offre une bouffée d'oxygène cruciale aux conglomérats, compensant la faiblesse de la demande américaine. L'horizon du second trimestre reste néanmoins conditionné par la persistance des tensions au Moyen-Orient, si le blocage du détroit d'Ormuz s'éternise, l'épuisement progressif des stocks stratégiques nationaux forcera le pays à des arbitrages industriels complexes, menaçant la reprise de la production de biens d'équipement au T3.

Taux gouvernementaux à 2 ans**Taux gouvernementaux à 10 ans****Inflation - Indices CPI****Inflation - Indices PPI**