

FFG

FORUM FINANCE

1994



PERSPECTIVES 2026

DECEMBRE 2025

TABLE DES MATIÈRES

PERSPECTIVES 2026 : EN BREF	1
2ÈME SEMESTRE 2025 : PRINCIPAUX POINTS.....	3
DU CHOC TARIFAIRE AU RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE, MAIS SANS EFFONDREMENT	3
DÉBATS SUR LES BAISSÉS DE TAUX ET REDRESSEMENT DE LA COURBE	4
INTELLIGENCE ARTIFICIELLE : VENT FAVORABLE OU BULLE SPÉCULATIVE ?.....	5
PERFORMANCES DU MARCHÉ 2025 : APERÇU	6
BILAN DE PERFORMANCE POUR LE SECOND SEMESTRE 2025 : LES ACTIONS MAINTIENNENT LEUR ÉLAN MALGRÉ LA VOLATILITÉ	6
PERSPECTIVES POUR LE 1ER SEMESTRE 2026	8
PERSPECTIVES DE CROISSANCE : NETTEMENT INFÉRIEURS À CELLES D'AVANT LA PANDÉMIE	8
PERSPECTIVES D'INFLATION : TENDANCE À LA BAISSÉ, MAIS STABILISATION AU-DESSUS DES NORMES PRÉ- COVID	9
PERSPECTIVES DE POLITIQUES MONÉTAIRE : DÉCISION DE LA FED EN DÉCEMBRE — OPINIONS ET PRONOSTICS PARTAGÉS	11
VALORISATION : DES CONDITIONS FAVORABLES POUR LES ACTIONS SOUTENUES PAR LA DYNAMIQUE DES BÉNÉFICES	12
DYNAMIQUE DU MARCHÉ : TROUVER LE JUSTE ÉQUILIBRE ENTRE REPRISE ET CONSOLIDATION	15
SENTIMENT : INDICATION D'UNE ATTITUDE CLAIREMENT FAVORABLE AU RISQUE	16
TABLEAU DE BORD POUR LE SECOND SEMESTRE 2025.....	18
CONVICTIONS D'INVESTISSEMENT POUR LE 1ER SEMESTRE 2026	19
#1 — ETATS-UNIS : PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS.....	19
#2 — CRÉDIT LONG/SHORT	19
#3 — DOLLAR AMÉRICAIN	19
#4 — ACTIONS DES MARCHÉS ÉMERGENTS.....	19
ALLOCATION D'ACTIFS.....	20

E_n bref

Perspectives économiques

Le risque macroéconomique passe de « pas de moteur de croissance » à « un moteur surchargé » : les décisions en matière de politique, de régulation et d'allocation du capital autour de l'Intelligence Artificielle (IA) façonneront à la fois la performance régionale et l'équilibre entre les gains dans l'économie réelle et les excès sur les marchés financiers.

La croissance américaine passe de l'exceptionnalisme à un rythme « lent mais positif », les droits de douane et l'incertitude politique agissant comme un frein plutôt que comme un choc majeur. L'Europe et le Japon deviennent des contributeurs modestes plutôt que des retardataires, tandis que la Chine demeure un point faible structurel.

Les droits de douane posent des risques haussiers pour l'inflation aux États-Unis et sur les marchés émergents, tandis que l'Europe anticipe une désinflation due à une demande modérée ; globalement. Les dynamiques globales restent donc persistantes, mais sans accélération.

L'intelligence artificielle (IA) atténue les risques à la baisse sur la productivité et le potentiel de croissance à long terme, notamment dans les économies avancées, compensant partiellement les vents contraires liés aux tarifs et à la démographie.

Principaux risques

L'inflation pourrait rebondir à cause de perturbations de l'offre, d'une demande forte ou de pressions salariales, compliquant les trajectoires d'assouplissement monétaire malgré les prévisions de désinflation.

L'exacerbation des tensions accroît le risque de guerres commerciales et de hausses de prix des matières premières, les frictions sino-américaines et les droits de douane freinant les échanges mondiaux. L'Europe est confrontée à une faiblesse de ses exportations en raison des changements de politique américaine.

Les pressions sur la dette souveraine, liées aux politiques budgétaires expansionnistes, au populisme et aux dépenses militaires, pourraient déclencher des ventes massives d'obligations et un resserrement des conditions financières. Des corrections boursières sont également possibles en raison des valorisations élevées et des résultats d'entreprise inférieurs aux attentes.

Convictions en matière d'investissement

Nous maintenons une position favorable au risque à l'approche de 2026, privilégiant principalement les actions dans un contexte d'assouplissement attendu de la Fed et de croissance mondiale. Cependant, nous sommes également conscients du potentiel de volatilité des politiques.

Un cycle monétaire accommodant, favorable aux actifs sensibles aux taux tels que les petites capitalisations américaines et les marchés émergents, soutient clairement diverses classes d'actifs. Ces deux segments constituent nos principales convictions.

Nous restons sous-pondérés en risque de taux d'intérêt (duration) et en obligations d'État de référence (*core government bonds*). Nous privilégions le crédit de manière sélective et envisageons une exposition au crédit moins directionnelle, comme les stratégies *long/short*.

Le dollar américain devrait encore s'affaiblir au premier trimestre, sous l'effet de baisses de taux potentiellement plus agressives que prévu, liées au changement attendu à la présidence de la Fed, réduisant ainsi les écarts de rendement avec la BCE et la BoE.

Enfin, face à la concentration des marchés actions et aux pressions sur les rendements obligataires, nous maintenons notre engagement envers les actifs alternatifs et l'or pour renforcer la résilience de nos portefeuilles. Bien que le Bitcoin et les cryptomonnaies similaires fassent partie de notre univers d'investissement, notre conviction à leur égard demeure limitée pour le moment.

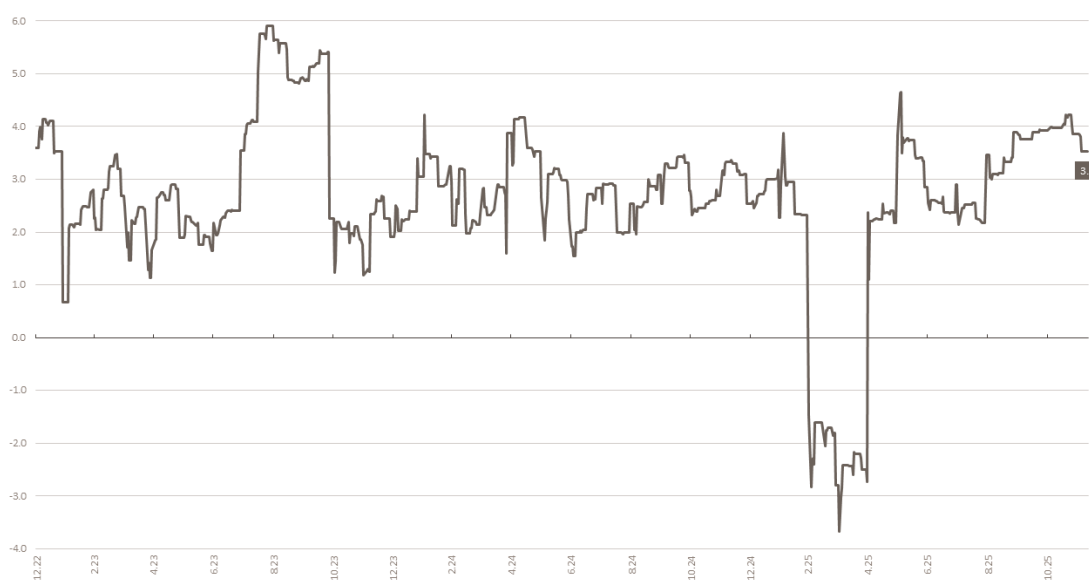
2^{ème} semestre 2025 : Principaux points

Du choc tarifaire au ralentissement de la croissance, mais sans effondrement

Le choc tarifaire du « jour de la libération » a entraîné une accélération des importations, stimulant ainsi l'activité mondiale. Au milieu de l'année, la plupart des prévisionnistes anticipaient un ralentissement de la croissance américaine et un déclin de son rôle de « moteur unique ». La croissance des économies avancées ralentissait, l'Europe et le Japon n'apportant qu'une contribution marginale, tandis que la Chine était confrontée à des défis tant en termes de croissance structurelle que de confiance des consommateurs.

Néanmoins, le discours autour de la croissance américaine passait de l'exceptionnalisme à « lente mais positive », les droits de douane et l'incertitude politique agissant comme un frein plutôt que de provoquer un choc majeur. La croissance du PIB américain a ralenti pour atteindre des niveaux plus typiques au troisième trimestre, après avoir atteint 3,8 % au deuxième trimestre. Cela reflétait la normalisation du préchargement tarifaire (*tariff front-loading*), l'atténuation de la vague d'importations et l'impact de l'arrêt des activités gouvernementales non-essentiels (*government shutdown*) sur les dépenses et les investissements. Cependant, le T4 2025 affichait des lectures étonnamment fortes du GDPNow de la Fed d'Atlanta (environ 3 % début décembre), rebondissant après les distorsions liées à la fermeture du gouvernement, malgré des données de consommation plus faibles

Figure 1 : Prévisions GDPNow de la Fed d'Atlanta



Source : Bloomberg au 10 décembre 2025
Indice GDGCAFP : prévisions du PIB de la Fed d'Atlanta

Débats sur les baisses de taux et redressement de la courbe

Vers le milieu de l'année 2025, l'inflation globale (*headline inflation*) dans les grandes économies était largement revenue aux niveaux cibles. Cependant, les pressions sous-jacentes et les répercussions des droits de douane ont incité les banques centrales à rester prudentes, conduisant à une approche de « lenteur prolongée » pour les baisses de taux d'intérêt, plutôt qu'à un cycle d'assouplissement agressif.

Aux États-Unis, la Fed a maintenu des taux directeurs élevés, tandis que les marchés anticipaient quelques baisses au cours des 12 mois suivants. Pendant ce temps, les inquiétudes concernant la dynamique fiscale et la rémunération du risque de durée ont poussé les rendements à plus long terme à la hausse, contribuant ainsi à redresser les courbes de rendement auparavant inversées.

Bien que ces courbes en redressement soutiennent le secteur financier et les stratégies de « carry trade » (portage), en étant tirées par des primes de terme plus élevées et une émission souveraine substantielle, elles soulèvent également des questions sur la viabilité de la dette et les limites de la prédominance budgétaire.

Figure 2 : Écart de rendement des bons du Trésor (en points de base)



Source : Bloomberg au 10 décembre 2025

Indice USYC2Y10 : écart de rendement entre les bons du Trésor à 10 ans et à 2 ans

Indice USYC2Y30 : écart de rendement entre les bons du Trésor à 30 ans et à 2 ans

Intelligence artificielle : vent favorable ou bulle spéculative ?

À la fin de l'année 2025, l'intelligence artificielle (IA) était devenue un thème macroéconomique central. Les principaux prévisionnistes affirmaient que les investissements liés à l'IA et les gains de productivité figuraient parmi les rares sources de croissance évidentes dans un contexte mondial par ailleurs morose.

Parallèlement, en 2025, les marchés boursiers ont été fortement influencés par les méga capitalisations liées à l'IA et les cycles de dépenses d'investissement (capex). Cela a suscité des avertissements selon lesquels les avantages économiques et les prix du marché sont en train de se découpler, avec le risque d'une bulle ou d'une « décennie perdue » si les résultats sont décevants.

Cependant, nous considérons la correction de novembre (le Nasdaq a perdu 2,2 %, soit 1 100 milliards de dollars) comme une « pause » salutaire après les sommets atteints en octobre, plutôt que comme l'éclatement d'une bulle. Néanmoins, les craintes d'une bulle ont refait surface concernant la durabilité des dépenses d'investissement des hyperscalers et les risques de concentration.

Figure 3 : Indice de l'intelligence artificielle (IA)



Source : Bloomberg au 12 décembre 2025

Indice BAIA : rendement net total agrégé de l'intelligence artificielle selon Bloomberg

P

performances du marché 2025 : aperçu

Figure 4 : Rendement total depuis le début de l'année¹ (%)

	Local	CHF	EUR	GBP	USD
Revenu fixe	Espèces	0,0	2,2	4,1	4,1
	Agrégé mondial ²	0,3	2,5	4,5	4,6
	Global Agg Corporate ²	2,5	4,7	6,7	6,8
	Global High Yield ²	4,9	7,2	9,2	9,2
	Agrégat des marchés émergents en USD	(2,8)	(2,3)	3,4	10,5
Actions	Monde	19,6	8,0	8,4	14,6
	États-Unis	18,5	7,1	7,5	13,1
	Europe	18,0	16,1	16,7	23,4
	Royaume-Uni	22,2	14,4	15,0	22,2
	Suisse	13,8	13,8	14,3	20,2
	Japon	23,6	9,9	10,4	16,2
	Marchés émergents	29,5	16,3	16,8	22,9
Alternative	Tous les hedge funds ²	6,4	8,9	11,1	11,2
	Pétrole (WTI)	(29,0)	(28,7)	(24,6)	(19,4)
	Or	41,4	42,1	50,3	60,7
	Bitcoin	(15,4)	(15,0)	(10,1)	(6,0)
	USD	(12,0)	(11,5)	(6,4)	-

Source : Bloomberg et Forum Finance

Rapport de performance pour le second semestre 2025 : les actions maintiennent leur élan malgré la volatilité

Les rendements **des obligations d'État** sur les principaux marchés développés ont légèrement augmenté, reflétant un changement dans les perspectives politiques, même si les rendements réels sont restés faibles. La pente de la courbe des taux s'est accentuée dans de nombreuses régions, laissant présager un ralentissement de la croissance. Les obligations indexées sur l'inflation ont enregistré des performances mitigées, influencées par le ralentissement de l'inflation mais aussi par des anticipations variables.

Le marché **du crédit** a enregistré des rendements positifs, en particulier dans les segments à haut rendement, où le resserrement des spreads a reflété l'appétit croissant pour le risque et l'amélioration des fondamentaux, mais la volatilité est restée élevée en raison de l'inflation et de l'incertitude politique. La dette des marchés émergents a surperformé dans un contexte de stabilisation des prix des matières premières et de liquidité mondiale.

Les actions ont enregistré de solides gains aux **États-Unis**, soutenues par l'engouement pour l'intelligence artificielle, une politique monétaire favorable et la résilience des bénéfices des entreprises. L'indice principal a progressé de 11,2 %, les valeurs technologiques menant la danse, tandis que les petites capitalisations ont également enregistré une forte hausse (+18,3 %), mais avec une volatilité accrue.

¹ Données au 10 décembre 2025

² Couverture de change

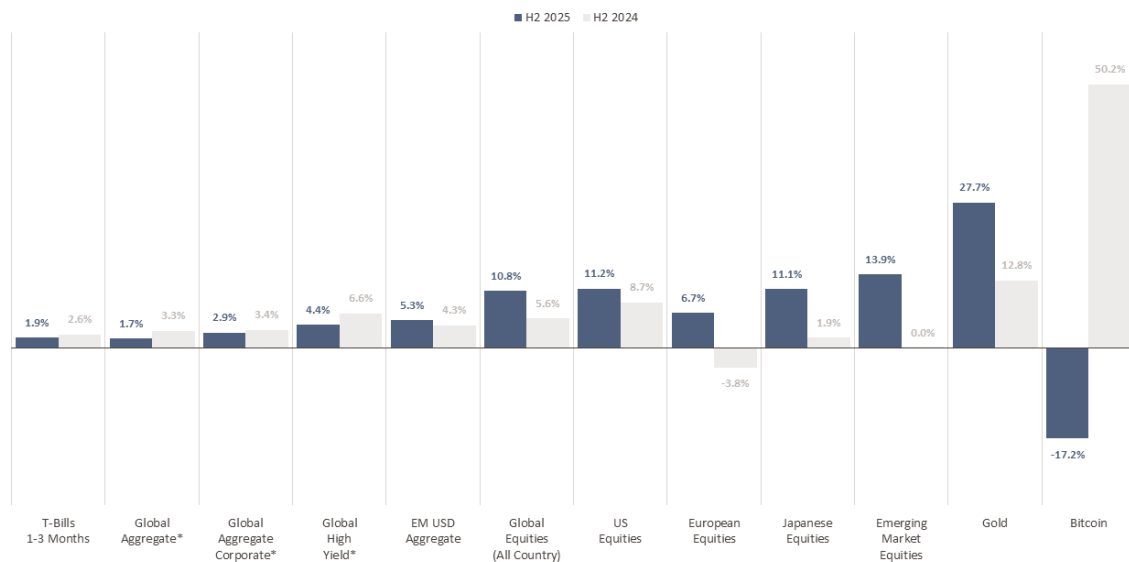
Les actions **européennes** ont enregistré des performances similaires à celles du début de l'année, avec un rendement de 7,5 % en euros. Parallèlement, les actions japonaises ont continué à surperformer, l'indice principal affichant toujours une hausse de plus de 23,9 % par rapport à la fin juin, exprimée en yens.

Les actions **des marchés émergents** ont enregistré de bonnes performances, avec un rendement de +13,9 % en dollars. La Chine, Taïwan et la Corée du Sud ont mené le mouvement, grâce aux actions liées à l'intelligence artificielle (IA) et aux semi-conducteurs, ainsi qu'aux progrès des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine. L'Inde a toutefois pris du retard, avec un rendement de -5,1 % en dollars, les investisseurs étrangers ayant pris leurs bénéfices et les droits de douane américains ayant eu un impact négatif.

Les matières premières ont enregistré une hausse modérée (+5,4 % en dollars). Le pétrole brut a reculé (-4,2 % en dollars), en raison d'une offre excédentaire et d'un ralentissement de la demande. Les métaux industriels ont progressé, le cuivre ayant bondi en raison des droits de douane américains, tandis que l'or et l'argent ont prolongé leurs gains du premier semestre.

Le bitcoin et l'ethereum ont tous deux fortement chuté par rapport à leurs sommets cycliques, sous-performant les actifs risqués traditionnels. Le bitcoin a perdu 17 % de sa valeur au second semestre. La volatilité et les fourchettes ont augmenté tout au long du second semestre, les positions étant devenues encombrées, les données macroéconomiques s'étant affaiblies et certaines grandes maisons ayant revu à la baisse leurs objectifs de prix pour 2025-2026, tout en conservant un discours optimiste.

Figure 5 : Rendement total en dollars américains



Source : Bloomberg

Données : à la clôture du 10 décembre 2025

Perspectives pour le 1^{er} semestre 2026

Perspectives de croissance : nettement inférieures à celles d'avant la pandémie

En avril, les **États-Unis** ont annoncé l'imposition de droits de douane substantiels à la plupart de leurs partenaires commerciaux. L'impact négatif sur l'économie mondiale a jusqu'à présent été modeste, grâce à la réactivité du secteur privé et aux négociations commerciales qui ont suivi. La croissance mondiale est désormais estimée à 3,2 % cette année et à 3,1 % l'année prochaine, les économies avancées affichant une croissance d'environ 1,5 % et les économies émergentes et en développement légèrement supérieure à 4 %. Cela reflète l'adaptation aux tensions commerciales, mais reste inférieur à la moyenne d'avant la pandémie, qui était de 3,7 %.

Il serait toutefois prématuré de conclure que cette augmentation des droits de douane n'aura pas d'incidence sur la croissance mondiale. Ce changement d'approche de la politique commerciale de l'administration américaine s'accompagne d'autres changements importants, notamment une politique d'immigration plus restrictive et un boom des investissements dans l'intelligence artificielle. Ces forces de la demande soutiennent la production tout en accentuant les pressions sur les prix exercées par les droits de douane.

La plupart des prévisions indiquent une expansion américaine plus lente mais toujours positive en 2026, avec un PIB réel d'environ 1,5 à 2,2 % et une légère hausse du chômage due au ralentissement des dépenses de consommation. L'OCDE table sur une croissance du PIB réel de 1,5 % aux États-Unis en 2026, sous l'effet du choc tarifaire et de la baisse de l'immigration, tandis que d'autres prévisions sont plus optimistes, tablant sur un rebond à 2,2 % en 2026, grâce à la baisse des taux, aux dépenses d'investissement liées à l'IA et à l'atténuation des effets des droits de douane.

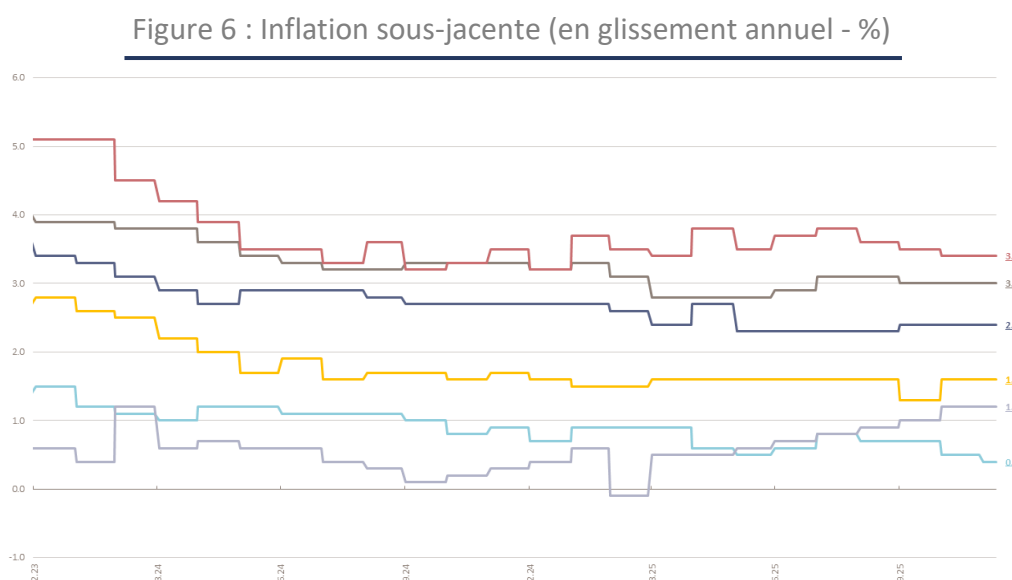
Dans la **zone euro**, l'expansion budgétaire en Allemagne a stimulé la croissance en 2025 et pourrait continuer à le faire au-delà de cette année. La croissance devrait donc s'accélérer modérément, pour atteindre 1,2 % en 2025 et 1,1 % en 2026. Bien qu'il s'agisse d'une amélioration par rapport aux prévisions précédentes, cela représente une révision à la baisse cumulative de 0,4 point de pourcentage par rapport à octobre 2024. L'incertitude élevée sur plusieurs fronts et la hausse des droits de douane sont les principaux facteurs à l'origine de cette révision à la baisse. Au **Royaume-Uni**, la croissance en 2025 et 2026 devrait être de 1,3 %, ce qui représente une légère révision à la hausse sur une base cumulative par rapport à avril.

La croissance au **Japon** devrait passer de 0,1 % en 2024 à 1,1 % en 2025, avant de ralentir à 0,6 % en 2026. Cette évolution s'explique par une hausse prévue des salaires réels, qui stimulera la consommation privée malgré l'incertitude liée à la politique commerciale et l'affaiblissement de la demande extérieure. La croissance des marchés émergents a continué de dépasser les attentes. Les prévisions tablent sur une croissance stable en 2026. Si la Chine, l'Inde et le Brésil devraient connaître un léger ralentissement, les économies en difficulté devraient quant à elles enregistrer une croissance plus forte.

L'économie chinoise a ralenti, les exportations étant pénalisées par les droits de douane américains qui ont ravivé les tensions commerciales entre les deux plus grandes économies mondiales. Cependant, la croissance des exportations pourrait dépasser les attentes grâce à la compétitivité des coûts, notamment en raison de la dépréciation réelle du renminbi pondéré en fonction des échanges commerciaux, du soutien politique à l'industrie manufacturière et aux exportations, et de l'efficacité de la domination chinoise dans le domaine des terres rares. Cette dernière a donné à la Chine un moyen de pression dans les négociations commerciales, qui ont finalement abouti à une réduction partielle des droits de douane américains. Dans le même temps, la demande intérieure devrait rester faible en raison du ralentissement actuel du marché immobilier, même si le pire semble être passé.

Perspectives d'inflation : tendance à la baisse, mais stabilisation au-dessus des normes pré-COVID

L'inflation globale devrait tomber à 4,2 % en 2025 et à 3,7 % en 2026. Les prévisions d'inflation ont été révisées à la hausse dans plusieurs économies par rapport à la version d'octobre, qui sert de référence avant le changement de politique.



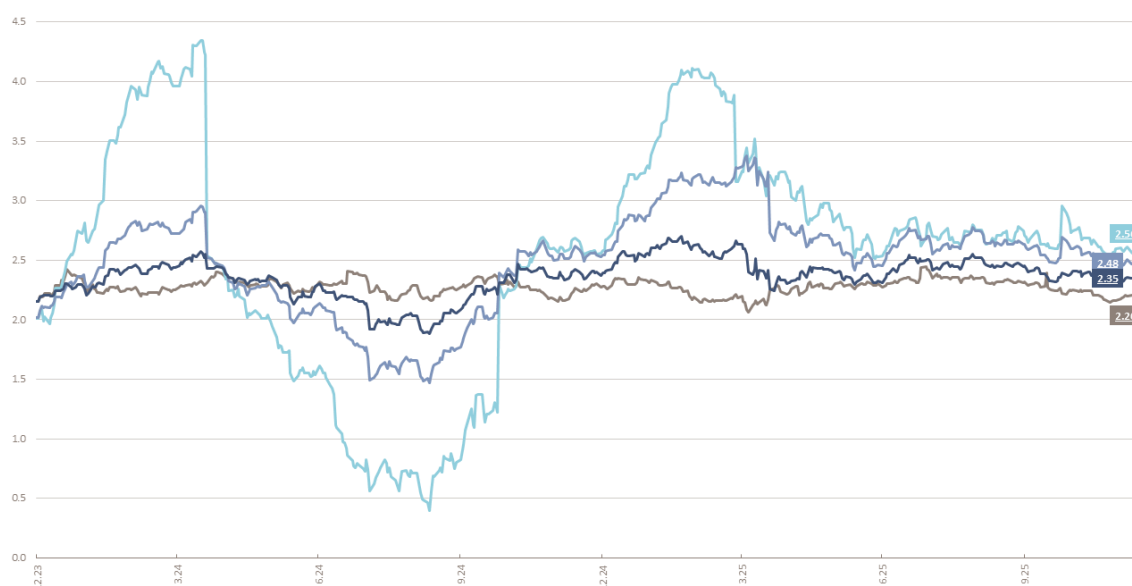
Source : Bloomberg au 10 décembre 2025

Par ordre d'apparition dans le graphique : UKHCA9IQ : Royaume-Uni – CPEXEMUY : Zone euro – JCPNEFEY : Japon – CNCPCRY : Chine – SZEXIYOY : Suisse

Aux **États-Unis**, les prévisions d'inflation s'établissent autour de 2,6 % pour l'indice des prix à la consommation (IPC) de base en 2026, avant de reculer à 2,3-2,4 % en 2027. Ces prévisions tablent sur des effets de second tour modérés, ce qui implique des risques à la hausse pour l'inflation américaine dans un contexte de risques à la baisse pour l'emploi dans le scénario de référence.

Les anticipations actuelles du marché américain concernant l'inflation future indiquent des niveaux modestes se stabilisant dans une fourchette de 2,2 à 2,3 %, avec une légère tendance à la baisse dans un contexte d'assouplissement de la Fed et de données moins favorables. Par conséquent, le point d'équilibre correspond généralement au consensus général du marché concernant une inflation modérée, indiquant qu'il n'y aura pas de hausse soudaine due aux droits de douane ou aux changements de politique. Cela suggère que, malgré les incertitudes politiques, les anticipations du marché en matière d'inflation restent ancrées et que les risques sont gérables.

Figure 7 : Taux d'inflation d'équilibre aux États-Unis (%)



Source : Bloomberg au 10 décembre 2025

Indice USGGBE01 : taux d'inflation à terme américain à 1 an – Indice USGGBE02 : taux d'inflation à terme américain à 2 ans – Indice FUSGGBE05 : taux d'inflation à terme américain à 5 ans – USGG5Y5Y : taux d'inflation à terme américain à 5 ans/5 ans

Dans la **zone euro**, les projections macroéconomiques établies en septembre par les services de la BCE prévoient une inflation globale d'environ 1,7 % en 2026, en baisse par rapport aux quelque 2,0 % attendus en 2025, avant de remonter modestement à 1,9 % en 2027. La réduction de l'inflation attendue reflète l'apaisement des composantes non énergétiques de l'inflation, tandis que l'inflation énergétique devrait rester volatile. L'inflation alimentaire devrait se modérer pour s'établir à un peu plus de 2,0 % au cours des deux prochaines années, après avoir atteint des niveaux élevés en raison de la hausse des prix des matières premières.

Au **Japon**, l'inflation s'établit entre 2,5 % et 3,0 % en glissement annuel pour l'indice des prix à la consommation hors produits alimentaires frais. Elle est largement influencée par des facteurs temporaires liés à l'offre, tels que la hausse des prix des denrées alimentaires, notamment du riz. Les données récentes sur la dynamique des prix en **Chine** montrent que le risque de déflation s'est atténué, mais que l'inflation reste modérée. L'inflation des prix à la consommation a rebondi après une déflation occasionnelle ou une inflation proche de zéro au cours des mois précédents, enregistrant une légère reprise d'environ 0,2 % en glissement annuel en octobre et novembre 2025. Cela reflète une légère amélioration de la demande intérieure et certaines mesures politiques telles que les programmes de reprise des consommateurs.

Le niveau actuel de l'inflation reste inférieur à la moyenne à long terme de la Chine en raison de la faiblesse persistante des dépenses de consommation et de la pression à la baisse sur les prix, en particulier dans les secteurs sensibles aux conditions de crédit et aux marchés immobiliers. L'inflation des prix à la production continue de baisser, avec des pressions déflationnistes persistantes dans les industries en amont. Les analystes notent que, même si la Chine est techniquement sortie de la déflation pure et simple, le risque de stagnation des prix ou d'épisodes de déflation modérée demeure en raison des défis structurels, des niveaux d'endettement élevés et de l'incertitude de la demande mondiale, notamment liée aux différends commerciaux et aux droits de douane. La trajectoire pour 2026 dépendra de l'efficacité des mesures de relance et des réformes structurelles visant à stimuler la consommation et l'investissement.

Perspectives de politiques monétaires : Décision de la Fed en décembre – opinions et pronostics partagés

Le 10 décembre 2025, la **Réserve fédérale** (Fed) a abaissé ses taux de 25 points de base, les ramenant à 3,50-3,75 %, marquant ainsi sa troisième baisse consécutive dans un contexte d'affaiblissement du marché du travail. Les décideurs politiques restent divisés. Un groupe, dirigé par Stephen Miran et aligné sur la Maison Blanche et le président Trump, préconise des baisses de taux plus agressives et plus rapides, estimant que le resserrement actuel est plus important que nécessaire pour soutenir la croissance et l'emploi. L'autre camp reste plus belliciste, inquiet de la persistance de l'inflation.

Le graphique en points de décembre de la Fed indique une position restrictive dans un contexte de pressions inflationnistes persistantes, ne prévoyant qu'une seule baisse de 25 points de base en 2026 d'ici la fin de l'année, sans changement par rapport à septembre.

Le président Trump prévoit d'annoncer son candidat à la présidence de la Fed début 2026, Kevin Hassett apparaissant comme le favori selon les récentes spéculations. Un choix accommodant comme Hassett (favorable à une baisse des taux) pourrait déclencher un rebond des actions et des cryptomonnaies, affaiblissant le dollar américain, tandis qu'un choix plus orthodoxe pourrait stabiliser les obligations.

Dans la zone euro, la **Banque centrale européenne** (BCE) devrait maintenir sa politique inchangée à court terme, mais elle pourrait être contrainte de l'ajuster si l'inflation s'écarte des prévisions. Les discussions laissent entrevoir une attitude prudente dans un contexte de croissance modérée et de risques inflationnistes.

Le 5 novembre, la **Banque d'Angleterre** a voté le maintien du taux directeur à 4,0 % lors de la réunion du Comité de politique monétaire (MPC). L'inflation IPC a probablement atteint son pic et la désinflation sous-jacente progresse, soutenue par la politique monétaire restrictive, le ralentissement de la croissance des salaires et l'apaisement de l'inflation dans les services.

Il y a 60 à 65 % de chances qu'une baisse de 25 points de base soit décidée lors de la réunion du MPC en décembre. Les économistes prévoient des baisses progressives jusqu'à la mi-2026, à moins que l'inflation ne s'accélère. La Banque d'Angleterre maintient une approche prudente en matière de taux d'intérêt, mais le soutien croissant en faveur d'un assouplissement suggère que des baisses progressives pourraient commencer dès décembre 2024.

Les récents discours du gouverneur de la **Banque du Japon** (BoJ), M. Ueda, et d'autres membres du conseil d'administration en octobre et novembre montrent qu'ils sont déterminés à maintenir une politique monétaire ultra-accommodante, notamment le contrôle de la courbe des taux et les achats d'actifs. Ils reconnaissent une reprise progressive de l'inflation sous-jacente tirée par les salaires, mais considèrent que l'inflation globale supérieure à 2 % est en partie transitoire.

La BoJ envisage une hausse des taux en décembre 2025, en fonction de la faiblesse persistante du yen et des données sur l'inflation. Elle reste toutefois prudente, affirmant qu'elle doit observer la dynamique de l'inflation et la croissance des salaires avant de prendre des mesures politiques durables.

Dans un contexte d'incertitudes externes persistantes, la **Banque populaire de Chine (PBoC)** s'est engagée à maintenir une liquidité abondante et à promouvoir des niveaux de prix raisonnables afin de soutenir une croissance économique stable. Elle a souligné la nécessité de procéder à des ajustements politiques transcycliques afin de stabiliser les conditions de crédit et les coûts de financement, plutôt que de procéder à des baisses de taux agressives, malgré certaines pressions sur la croissance. La PBoC devrait également maintenir des politiques stables en matière de CNY, permettant une appréciation progressive de la monnaie tout en équilibrant le soutien à la croissance et les risques externes.

Valorisation : des conditions favorables pour les actions, soutenues par la dynamique des bénéfices

Les **rendements des obligations d'État** ont légèrement augmenté, avec une courbe plus pentue aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais ils restent attractifs par rapport à leur historique à long terme. Le marché anticipe plusieurs baisses de taux de la Fed, ce qui peut sembler optimiste compte tenu des risques inflationnistes.

Les **spreads de crédit** restent serrés après une reprise régulière en 2025, même si l'on observe une volatilité accrue dans des secteurs tels que les prêts à effet de levier et l'automobile. Les spreads des titres de qualité « investment grade » sont préférés, avec une posture plus défensive, axée sur les titres adossés à des actifs et les durées plus courtes dans un contexte d'inflation et d'incertitudes politiques. Les crédits des marchés émergents offrent une valeur relative, mais sont confrontés à des risques idiosyncrasiques.

Figure 8 : Écarts de crédit des obligations à haut rendement (HY) américaines



Moins un écart-type par rapport à la moyenne – Moyenne du 31 janvier 1994 à aujourd'hui – Plus un écart-type par rapport à la moyenne

Source : Bloomberg au 10 décembre 2025

Les **actions mondiales** ont fait preuve de résilience en 2025, soutenues par un contexte macroéconomique favorable, des bénéfices solides des entreprises et des facteurs structurels favorables tels que l'accélération des investissements dans l'IA et le soutien budgétaire dans les économies développées.

Si les actions **américaines** se négocient à des multiples élevés par rapport aux médianes historiques, cela correspond aux périodes qui ont suivi les révolutions technologiques et les environnements de taux d'intérêt bas. Elles sont évaluées à environ 24 fois les bénéfices prévisionnels, soit un multiple supérieur à leurs moyennes sur 5 et 10 ans. Cette prime est largement tirée par les secteurs de la technologie et des communications. D'autres secteurs, tels que les biens de consommation courante et les matériaux, se négocient à des niveaux proches de leurs moyennes historiques ou avec des décotes.

Figure 9 : Ratio cours/bénéfice prévisionnel sur 12 mois aux États-Unis



Source : Bloomberg au 10 décembre 2025

Dans leurs dernières prévisions moyennes publiées début décembre, les banques de Wall Street s'attendent à ce que les États-Unis enregistrent une nouvelle année de gains à deux chiffres en 2026. Si ces gains marquaient la septième année consécutive de gains à deux chiffres sur les huit dernières années, les performances seraient stimulées par des politiques budgétaires, monétaires et réglementaires accommodantes, ainsi que par les effets favorables de l'intelligence artificielle.

L'indice des petites capitalisations a récemment enregistré de solides performances, avec des valorisations proches des moyennes historiques, mais élevées par rapport à leur médiane à long terme en raison d'une dynamique impressionnante des bénéfices et de taux d'intérêt bas. Les valorisations restent plus attractives que celles des grandes capitalisations en raison d'une meilleure exposition au marché intérieur et d'un potentiel de croissance plus élevé.

Le Nasdaq Composite (à forte composante technologique) a enregistré de solides gains en 2025, les sept grandes valeurs technologiques (« Magnificent Seven ») affichant des performances particulièrement bonnes. Les valorisations sont élevées, proches ou supérieures aux sommets historiques, reflétant des anticipations de croissance élevées, en particulier dans les secteurs de l'IA et du cloud computing. Les ratios cours/bénéfices dépassent parfois 30, ce qui est bien supérieur à ceux des petites et moyennes capitalisations, mais ils sont soutenus par des thèmes de croissance structurelle séculaire.

Les actions européennes se négocient à des ratios cours/bénéfice (P/E) légèrement supérieurs à la moyenne, autour de 15-16 fois les bénéfices prévisionnels, reflétant des perspectives prudentes compte tenu des risques économiques et politiques, notamment les incertitudes liées à l'approvisionnement énergétique et le ralentissement de la demande chinoise.

Les révisions des bénéfices sont devenues légèrement négatives, mais certains secteurs défensifs et certaines sociétés versant des dividendes continuent d'attirer les investisseurs. Les valorisations dans certaines poches comme le Royaume-Uni sont relativement plus attractives, autour de 14 fois le bénéfice par action prévisionnel, bénéficiant de bénéfices stables et d'une certaine reprise cyclique.

Les valorisations **des actions japonaises** restent modestes, généralement autour de 14-15 fois le bénéfice par action prévisionnel, soutenues par l'amélioration de la gouvernance d'entreprise, les hausses salariales et la politique monétaire accommodante de la Banque du Japon. Bien que les valorisations soient inférieures à celles des marchés américains à forte composante technologique, les secteurs à forte croissance et axés sur les exportations suscitent l'intérêt des investisseurs.

Les actions des marchés émergents se négocient à un prix inférieur à celui des marchés développés, avec des ratios cours/bénéfice prévisionnels plus proches de 12-13, reflétant des opportunités de croissance contrebalancées par des risques plus élevés. La valorisation du marché chinois est déprimée en raison des récentes tensions sur le crédit et des incertitudes réglementaires, ce qui en fait l'un des segments les plus attractifs en termes de prix au sein des marchés émergents. Les autres marchés émergents d'Asie et d'Amérique latine affichent une meilleure croissance des bénéfices et des primes de valorisation sélectives.

Figure 10 : Ratio cours/bénéfice prévisionnel sur 12 mois des marchés émergents



Source : Bloomberg au 10 décembre 2025

Dynamique du marché : trouver le juste équilibre entre reprise et consolidation

Les rendements obligataires se sont stabilisés dans un contexte de signaux haussiers de la part des banques centrales, avec une courbe des taux qui s'accroît sur certains marchés. Les paires de devises s'échangent près des zones de consolidation avec un élan modéré, ce qui suggère une conviction directionnelle limitée à court terme. Les indicateurs techniques suggèrent de surveiller les niveaux de support/résistance et les moyennes mobiles pour obtenir des signaux exploitables.

L'indice technologique s'est redressé au-dessus de sa moyenne mobile sur 50 jours, signalant une tendance haussière à moyen terme, mais les indicateurs de momentum tels que le RSI affichent des sommets plus bas, suggérant un affaiblissement du momentum haussier et la possibilité d'un mouvement latéral à venir. L'amplitude est faible, les gains se concentrant dans les secteurs technologiques et de croissance, tandis que les petites capitalisations affichent une participation plus équilibrée, indiquant une vigueur sélective du marché.

Figure 11 : Indice composite Nasdaq



Moyenne mobile sur 50 jours – Moyenne mobile sur 125 jours – Moyenne mobile sur 200 jours

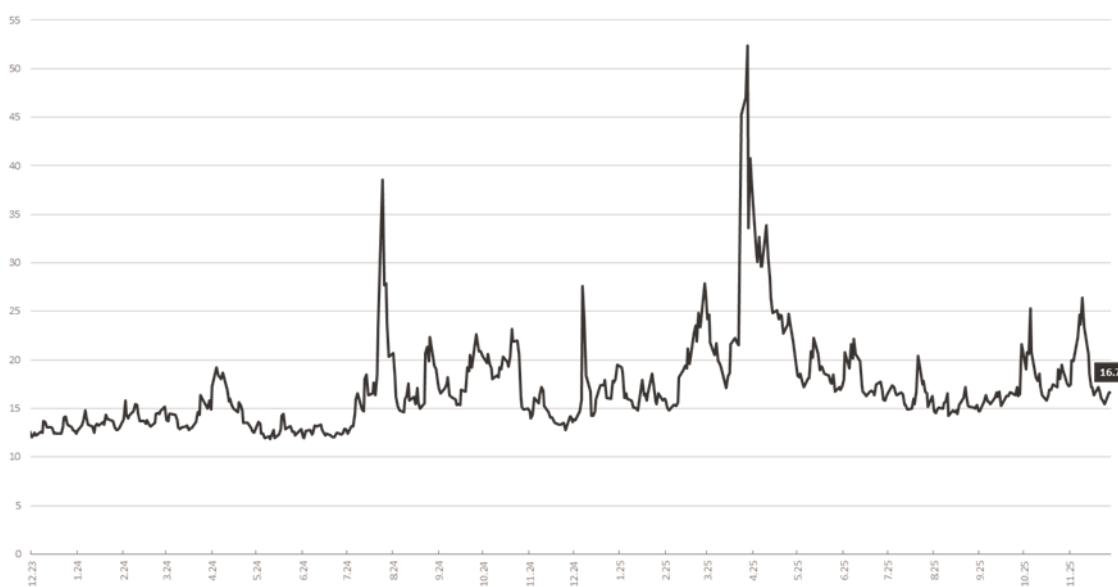
Source : Bloomberg au 10 décembre 2025

Les données indiquent une accumulation régulière sur les marchés développés, mais les secteurs défensifs attirent la rotation en raison de l'incertitude géopolitique. L'ampleur du marché est mitigée, les épisodes d'aversion au risque incitant à la prudence.

L'or et l'argent sont en hausse, avec des niveaux de soutien clés qui se maintiennent, malgré des volumes mitigés en raison des jours fériés saisonniers. Les marchés des matières premières sont agités, mais prêts à subir une pression à la hausse potentielle, en fonction des données sur l'inflation et des développements géopolitiques.

L'année 2025 a été une année forte pour les marchés, ce qui a réjoui les investisseurs, mais a également soulevé des questions sur l'avenir de la reprise. Les risques ne disparaîtront pas, mais évolueront au fil du temps, créant des périodes de volatilité, ce qui n'est pas inhabituel dans la dynamique de fin de cycle.

Figure 12 : Indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange (VIX)



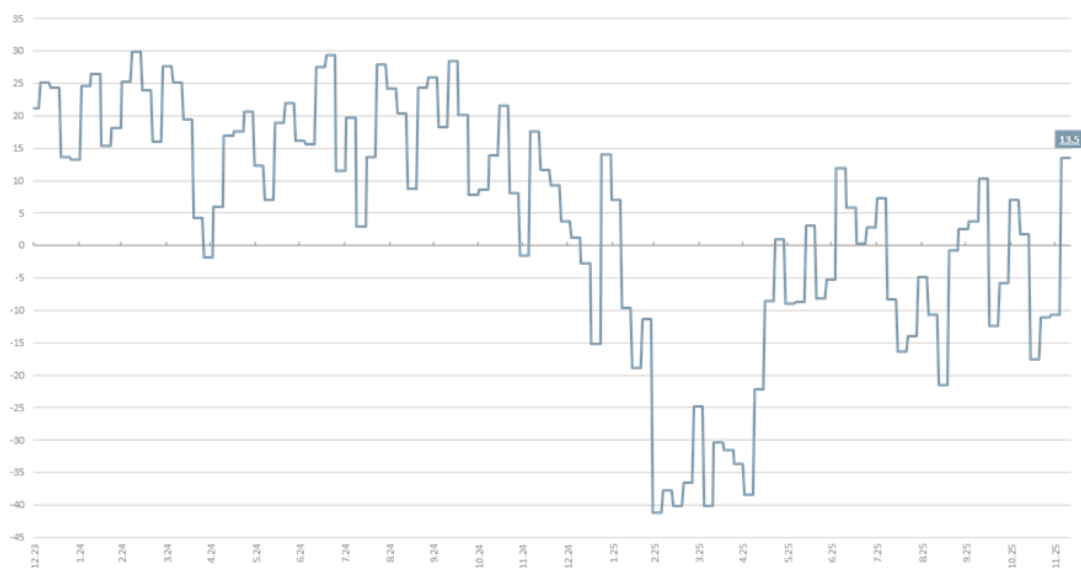
Source : Bloomberg au 10 décembre 2025
 Indice VIX : indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange

Sentiment : indication d'une attitude clairement favorable au risque

La dernière enquête S&P Global Investment Manager Index a révélé que le sentiment de risque avait atteint son plus haut niveau de l'année en novembre. Cette hausse a été favorisée par la politique accommodante des banques centrales, ainsi que par de meilleures perspectives de bénéfices après la fin de la saison des résultats trimestriels.

Le sentiment haussier des investisseurs individuels a récemment bondi à plus de 40, tandis que le sentiment baissier a chuté à son plus bas niveau en près d'un an. Cela a poussé l'écart entre les sentiments haussier et baissier dans une zone positive à deux chiffres. Cela correspond aux attentes optimistes des investisseurs particuliers pour les six prochains mois.

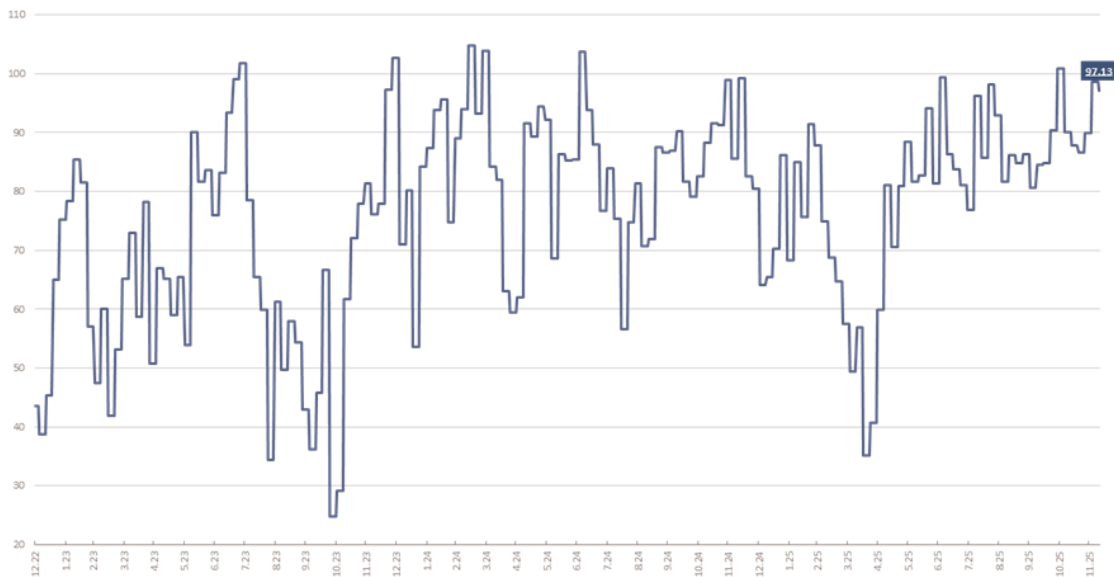
Figure 13 : Enquête AAI sur le sentiment des investisseurs – Optimisme/Pessimisme



Source : Bloomberg au 10 décembre 2025

Les gestionnaires actifs ont une exposition nette élevée aux actions, proche de la limite supérieure de la fourchette historique et similaire à celle d'il y a un an. Cela confirme qu'il s'agit d'une position favorable au risque durable parmi les gestionnaires tactiques d'actions américaines, et non d'un pic d'une semaine.

Figure 14 : Indice d'exposition de la National Association of Active Investment Manager (NAAIM)



Source : Bloomberg au 10 décembre 2025

NAAIMEXP : Indice d'exposition de la National Association of Active Investment Manager

Les investisseurs particuliers (AAII) sont optimistes, les gestionnaires actifs (NAAIM) sont pleinement investis et les institutions mondiales (BofA FMS) maintiennent une surpondération des actions avec des réserves de liquidités réduites. Ces facteurs sont cohérents avec une phase de prise de risque mature.

Compte tenu de ces indicateurs de sentiment, la principale implication pour le début de l'année 2026 est une exposition élevée au risque. Toute hausse sera plus susceptible de provenir de résultats réels et d'un soutien politique que d'une nouvelle expansion des multiples.

Ce positionnement long augmente la probabilité de corrections disproportionnées, motivées par le sentiment, provoquées par des erreurs politiques, même si le cycle n'est pas sur le point de s'achever. De telles corrections seraient considérées comme un risque dans le cadre d'un marché haussier continu plutôt que d'un marché baissier systémique au début de 2026.

T

ableau de bord pour le second semestre 2025

#1 - Actions de croissance³ :

Aux États-Unis, les indices de croissance ont surperformé les indices de valeur, principalement grâce à l'élan de l'intelligence artificielle qui s'est étendu au-delà des méga capitalisations dans un contexte de croissance américaine résiliente et de report des baisses de taux de la Fed. Parallèlement, l'Europe et les marchés émergents ont montré des signes timides de rattrapage de la valeur grâce à des valorisations moins élevées.

#2 - Dette d'entreprises des marchés émergents⁴ :

La dette d'entreprises des marchés émergents a continué de surperformer la dette d'entreprises mondiales de notation équivalente. Au sein des marchés émergents, les entreprises ont surperformé les devises locales souveraines, mais sous-performé les devises fortes souveraines, sous l'effet de la reprise des marchés frontières (Argentine) et de la compression sélective des spreads souverains à haut rendement.

#3 - L'or⁵ :

L'or a surperformé toutes les autres grandes classes d'actifs, telles que les actions américaines, les obligations mondiales à haut rendement et le bitcoin. Parmi les matières premières, l'or a dominé les métaux précieux, devançant le pétrole brut et les métaux industriels. Cette performance s'explique par son statut de valeur refuge et par les achats des banques centrales.

#4 - Crédit d'entreprise vs obligations d'État à long terme⁶ :

Le crédit d'entreprise (IG et HY) a surperformé les obligations d'État à long terme, générant des rendements totaux positifs grâce à des rendements globaux attractifs, des spreads serrés et de faibles taux de défaut, tandis que les obligations d'État à long terme ont été confrontées à la volatilité due à la pentification des courbes, au risque budgétaire et à la hausse des primes de terme.

Code couleur

Vert pour les convictions qui ont porté leurs fruits – Orange pour les convictions qui ont donné des résultats conformes aux prévisions – Rouge pour les convictions qui se sont avérées erronées.

³ Russell 1000 Growth (13,1 %) contre Russell 1000 Value (9,4 %)

⁴ Bloomberg EM USD Aggregate – Corporate Total Return (3,3 %) par rapport à Bloomberg Global Aggregate – Corporate Total Return (2,9 %), Bloomberg EM Local Currency Government Total Return (0,7 %), JP Morgan EMBI Global Total Return (6,7 %)

⁵ Or Dollar américain Sport (27,7 %) par rapport à MSCI USA Net Total Return (11,2 %), Bloomberg Global High Yield Total Return – Hedged USD (4,4 %), Bitcoin (-17,2 %), WTI (-11,2 %) et S&P GSCI Industrial Metals Total Return (13,0 %).

⁶ Bloomberg US Corporate Investment Grade Total Return (3,3 %) par rapport à Bloomberg US Long Treasury Total Return (2,5 %), Bloomberg US Corporate High Yield Total Return (3,3 %)

Convictions d'investissement pour le premier semestre 2026

#1 - États-Unis : petites et moyennes capitalisations :

Nous sommes très confiants dans les actions américaines à petite et moyenne capitalisation grâce à leurs décotes attractives depuis plusieurs décennies, à l'accélération de la croissance du bénéfice par action (qui dépassera celle des grandes capitalisations) et aux effets favorables des baisses de taux de la Fed, qui assoupliront le crédit pour les petites capitalisations fortement endettées. Le secteur est exposé à l'activité intérieure et bénéficiera de la relocalisation, des « pioches et pelles » de l'IA et des réformes fiscales telles que le One Big Beautiful Bill Act, qui augmente les déductions d'intérêts.

#2 – Long/Short Credit :

Nous considérons que cette année est propice aux stratégies de crédit long/court génératrices d'alpha, plutôt qu'au crédit bêta pur, tant dans le secteur des titres de qualité « investment grade » que dans celui des titres à haut rendement. Cela s'explique par les spreads élevés (les titres américains de qualité « investment grade » se situent à des niveaux similaires à ceux de la fin des années 1990), la dispersion élevée au niveau des titres et des émetteurs, et la volatilité croissante résultant des changements de politique, du pic d'endettement et de l'affaiblissement des fondamentaux de la consommation. Les stratégies longues/courtes exploitent les erreurs d'évaluation avec un risque bêta directionnel afin de générer un flux de rendement constant.

#3 - Dollar américain :

Nous anticipons un affaiblissement du dollar américain, en particulier au premier trimestre 2026, en raison de la pression accrue exercée sur la Fed pour qu'elle s'aligne sur les appels de l'administration actuelle en faveur d'une baisse des taux d'intérêt. Cependant, les opinions du marché divergent fortement : le consensus penche pour une baisse des taux de la Fed et un rétrécissement des écarts de rendement. Cette opinion est contrebalancée par des arguments haussiers fondés sur la résilience des données américaines, les flux vers les valeurs refuges et la résilience des politiques.

#4 – Actions des marchés émergents :

Malgré les performances exceptionnelles de 2025 qui ont poussé les valorisations à la hausse, nous maintenons nos perspectives positives. Tout au long de l'année 2025, nous avons conservé une position surpondérée sur les marchés émergents, en adoptant une approche plus sélective. Grâce à l'assouplissement des politiques monétaires, à la stabilisation en Chine et à la faiblesse du dollar américain, nous prévoyons que les marchés boursiers émergents continueront à surperformer les marchés développés.

Allocation d'actifs

Classe d'actifs

	S1 24	S2 24	S1 25	S2 25	S1 26
Trésorerie	=/+	+	-	=	=
Revenu fixe	-/=	=	-	=	-
Actions	+	=	=/+	=/+	=/+
Alternatifs	-/=	-/=	+	+	+
Devises (USD vs G10)	=	=/+	=/+	=	-
Or				+	+
Autres matières premières	-/=	-	-	=/-	=/-

Revenu fixe

		S1 24	S2 24	S1 25	S2 25	S1 26
Obligations Gouvernementales	États-Unis	=/+	+	-	=	=
	UE	=/+	+	+	=/+	=
	Royaume-Uni	=	=	=	=	=
	CH	-	=	=	=	-
Obligations d'entreprises	États-Unis IG	+	+	=	=	=
	IG UE	+	+	=	=	=
	US HY	+	+	+	=/+	=/+
	UE HY	+	+	+	=/+	=/+
Dette des Marchés Emergents	Souveraine HC	-/=	=	=	=	=
	LC souverain	=	=	-	-	=
	Entreprise	+	+	+	=/+	=/+

Actions

	Capitalisation	S1 24	S2 24	S1 25	S2 25	S1 26
États-Unis	Grandes	-/=	-/=	=	=/+	=
	Petites	=/+	=	+	=/+	+
Europe	UE Grandes	=/+	+	=	=	=/+
	Petites UE	+	+	-	-	=/+
	CH Grandes	=	=	=	=	=
	CH Petites	+	+	-	-	=
	Royaume-Uni	=	=	=	=	=
Autres	Japon	-	-	-	-	=
	Chine	+	=/+	=	=	=
	Inde	=	=	+	+	+
	Autres marchés émergents	=	=	=	=/+	=/+

(-) Négatif, (=) Neutre, (+) Positif

AVERTISSEMENT

The Forum Finance Group S.A. (FFG) est autorisé par la FINMA en tant que gestionnaire d'actifs et enregistré auprès de la SEC en tant que conseiller en investissement. Bien que le Forum Finance Group S.A. (FFG) ait pris toutes les précautions nécessaires pour assurer l'exactitude des informations publiées, aucune garantie ne peut être donnée quant à l'exactitude, la fiabilité, l'actualité ou l'exhaustivité de ces informations. FFG décline, sans limitation, toute responsabilité pour toute perte ou dommage de quelque nature que ce soit, y compris tout dommage direct, indirect ou consécutif, qui pourrait résulter de l'utilisation de ce document. L'ensemble du contenu de ce document est soumis au droit d'auteur avec tous les droits réservés. Il est interdit de reproduire (en tout ou en partie), de transmettre (par voie électronique ou autre), de modifier ou d'utiliser ce document à des fins publiques ou commerciales sans l'autorisation écrite préalable de FFG. Veuillez consulter le site www.ffgg.com pour obtenir notre clause de non-responsabilité complète.

FFG

FORUM FINANCE

1994

Forum Finance Group SA

65, rue du Rhône - CH-1204 Genève - Case postale - CH-1211 Genève 3 - T +41 22 552 83 00

FFGG.COM