

Outlook & Convictions

Banque Privée #15



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Outlook & Convictions

Banque Privée #15



Édito	6
<hr/>	
par Nicolas Bickel, CFA	
Macro éco	11
<hr/>	
par Dr. Mathilde Lemoine	
Croissance mondiale, entre repli commercial et relance stratégique	
Matières premières	17
<hr/>	
par Manuel Maleki, Ph. D	
Pétrole: une abondance qui ne fait pas flancher les prix	
Actions	23
<hr/>	
par Hervé Prettre	24
2026 ressemblera-t-elle à 2025?	
par Anthony Toupin	29
La course à l'investissement dans l'intelligence artificielle va-t-elle continuer?	
Dossier spécial: Or	35
<hr/>	
par Guilhem Savry et Jean-Marc Guillot	36
L'or a-t-il atteint son sommet?	
par Eric de Tessières	40
L'éclat et l'ombre de l'or: concilier valeur refuge et durabilité	
Obligations	45
<hr/>	
par Guilhem Savry	46
Un nouveau contexte pour les obligations	
par Rami Boustany et Dieter Van de voorde, CAIA, CQF, IFID	51
Quelles préférences parmi les crédits d'entreprises?	
Marchés privés	57
<hr/>	
par Matthieu George	
Situation actuelle du marché du Private Equity et ses perspectives	
Marché des changes	65
<hr/>	
par Jean-Marc Guillot	
Quels enjeux pour 2026 sur le marché des changes?	



Édito



Nicolas Bickel
Group Head of Investment
Private Banking & CIO

À première vue, la poursuite de la hausse des indices actions en 2025 peut laisser penser que les marchés n'ont été qu'un long fleuve tranquille cette année. En effet, la majorité des régions affichent des performances à deux chiffres, souvent très supérieures à leur moyenne historique. Cependant, derrière cette image positive, l'année a été très mouvementée en raison des tensions géopolitiques, des annonces successives de l'administration américaine et des questionnements relatifs aux valorisations du secteur de la technologie. De plus, cette vue d'ensemble reflète en réalité de profondes disparités géographiques, sectorielles ou factorielles offrant finalement un tableau moins idyllique que ce que la performance annuelle seule pourrait suggérer.

Tout d'abord, certains secteurs ont très bien performé alors que d'autres ont connu une année plus contrastée. Le secteur technologique a délivré d'excellentes performances depuis le début de l'année alors que celui de la consommation de base n'affiche qu'une faible hausse. Les fameuses « Sept Magnifiques¹ », malgré des espoirs d'élargissement de leur performance à d'autres secteurs de l'économie, ont pour l'instant contribué à près de 45% de la performance du S&P 500. En conséquence, le poids des dix plus grandes valeurs a atteint 40% de la capitalisation boursière de l'indice, contre un peu plus de 25% en 2000 et 30% en 2021, dates des précédents pics.

En Europe c'est le constat inverse qui se dessine avec une surperformance très nette des « derniers » 590 du Stoxx 600 par rapport aux dix plus grandes capitalisations. Le secteur du luxe, en net ralentissement cette année, explique principalement cette inversion de la

contribution des grandes entreprises à l'évolution totale de l'indice. Du point de vue géographique, certaines zones ont connu des fortunes diverses même si la quasi-totalité affichent de très belles performances, comme le Nikkei japonais ou le HSI hongkongais.

Contrairement à ce que l'on pourrait croire, les performances de 2025 ne se sont pas uniquement construites à travers une expansion des valorisations des leaders du secteur technologique ou de l'intelligence artificielle (IA). En effet, bien que le ratio cours/bénéfice (P/E ratio) estimé à douze mois du top 10 du S&P 500 soit actuellement de 29x contre une moyenne de 21x sur les trente dernières années, il est de 20% au-dessus de la moyenne historique pour les 490 autres sociétés. Avec un P/E ratio de près de 22x l'indice phare américain atteint son plus haut depuis vingt ans. Ces niveaux importants peuvent en partie se justifier par des ventes et des marges bénéficiaires en constante progression depuis plusieurs décennies. Les publications de résultats du troisième trimestre aux États-Unis démontrent à nouveau cette dynamique haussière, avec un profit opérationnel moyen en hausse pour le onzième trimestre consécutif. Bien que les États-Unis concentrent une grande partie des flux des investisseurs, cette situation sur les valorisations ne leur est pas spécifique. En effet, le P/E est actuellement également supérieur à sa moyenne sur vingt ans dans toutes les grandes régions du monde alors qu'il était encore inférieur ou en ligne en début d'année en Europe, au Japon, ou en Chine et dans les marchés émergents.

La proportion des actions américaines dans le MSCI All Country World Index est maintenant de 71%, s'approchant de son record historique. L'exceptionnalisme américain est toujours très présent et rien n'indique qu'il s'estompera en 2026. Malgré les restrictions imposées par l'administration Trump, la productivité de près de 30% plus élevée que celle de l'Europe, la réglementation beaucoup plus souple du marché du travail, la croissance démographique plus importante, une part de l'épargne des ménages investie dans les marchés actions nettement supérieure, un coût de l'énergie deux à trois fois inférieur à celui de l'Europe ou encore une domination écrasante sur l'IA et la technologie ne sont que quelques-uns des exemples qui font des États-Unis un moteur de la croissance mondiale. À ce titre, la décote relative du MSCI World ex-USA par rapport au S&P 500 a atteint -34% contre une moyenne sur vingt ans à -19% et concerne l'ensemble des secteurs, en particulier la consommation, les financières et la technologie.

Les divergences de performances factorielles sont également importantes sur les marchés. Depuis 2023, les titres de « croissance » aux États-Unis ont affiché une augmentation des bénéfices supérieure à celle des titres à « faibles valorisations », renversant la tendance observée en 2021 et 2022.

La progression des matières premières a aussi été un fait marquant de cette année. L'indice MSCI qui suit les matières premières de

¹ Cette expression désigne les sept entreprises américaines cotées dont le poids dans la capitalisation boursière est devenu considérable ces dernières années : Alphabet, Amazon, Meta, Apple, Microsoft, Nvidia et Tesla.



manière équilibrée est en hausse de plus de 25% depuis le début de l'année. Cela survient alors que la Réserve fédérale américaine a entamé un cycle de baisse des taux malgré l'absence d'un ralentissement économique important, ce qui constitue un véritable support à la progression des actifs réels.

La hausse de l'or a été particulièrement marquante en 2025. Au-delà de l'augmentation du prix, c'est sa corrélation avec les mouvements haussiers des actions qui a surpris. Avec un bond de près de 60% depuis le début de l'année et 120% depuis fin 2022, l'or défie les lois de la gravité. Le blocage de l'accès à ses réserves en dollars de la Russie a déclenché l'appétit des banques centrales pour l'or, qui s'inscrit dans une tendance plus large de dédollarisation de nombreux pays de l'économie mondiale, notamment les pays émergents, qui devrait se poursuivre en 2026.

Cette année a aussi été marquée par des changements significatifs sur le front de la dette souveraine et sur le marché du crédit. La dette des pays développés a explosé depuis 2020 et a continué sa forte progression en 2025, non sans créer certains remous sur les marchés obligataires. Une conséquence de cette situation est l'augmentation du coût de la dette, avec des intérêts représentant 4% du PIB des États-Unis, soit presque 1 000 milliards de dollars, surpassant le budget de la défense du pays. En Europe, hormis en France, le ratio de dette par rapport au PIB a baissé depuis le pic de 2021, mais cette baisse pourrait être remise en question suite à l'implémentation des plans d'infrastructure et de réarmement européens.

Les primes de crédit ont quant à elles baissé à des niveaux jamais observés depuis une quinzaine d'années, notamment aux États-Unis. Cette compression des *spreads*² est reflétée par l'écart minimum d'à peine 2,1% entre les obligations d'entreprise de faible et de bonne qualité contre une moyenne à 3,50% depuis 1994. Ceci s'explique en partie par une plus grande méfiance sur les obligations souveraines, vu les déficits publics croissants, et par des bilans globalement plus sains pour les entreprises.

Enfin, l'année 2025 a également été marquée par une adoption croissante des crypto-monnaies par les investisseurs institutionnels. Le retour au pouvoir de Donald Trump y a été pour beaucoup, le président américain ayant déclaré sa volonté de faire des États-Unis la capitale mondiale des crypto-monnaies. Parmi les mesures annoncées, l'établissement d'une réserve stratégique de Bitcoin, l'autorisation pour les livrets américains d'épargne-retraite (401k) d'investir dans cette classe d'actifs, ou encore la nomination de représentants favorables au secteur à la tête des différentes agences chargées de sa supervision. Avec une capitalisation qui dépasse désormais les 3 000 milliards de dollars, les crypto-monnaies occupent une place de plus en plus importante au sein des actifs alternatifs, même si leur volatilité et leur corrélation élevée avec les actions technologiques en limitent encore l'adoption.

Bien des événements pourraient bousculer les certitudes et surprendre les investisseurs en 2026: la Fed réduira-t-elle ses taux? La Banque centrale européenne a-t-elle fini de baisser les siens? Donald Trump cherchera-t-il à regagner en popularité en faisant baisser le cours du pétrole ou en expulsant davantage d'immigrés illégaux? Le *spread* entre la dette souveraine française et allemande restera-t-il stable face à une possible nouvelle dissolution de l'Assemblée nationale française? Les récentes faillites dans le secteur du crédit privé sont-elles isolées ou annonciatrices d'un risque de contagion? Les investissements faramineux dans l'IA soutiendront-ils de nouvelles révisions haussières de bénéfices? 2026 sera sans nul doute une nouvelle année clé pour tester la résilience des marchés et exigera des investisseurs une grande vigilance face aux changements de tendances.

Dans cette édition, nous vous présentons nos prévisions économiques ainsi que nos perspectives et convictions sur les marchés financiers pour 2026 qui, malgré une légère décélération de la croissance mondiale, restent encourageantes. Sur les marchés actions, certains secteurs devraient notamment offrir une bonne croissance tout en permettant de réduire la volatilité induite par des approches concentrées.

Après des performances tout à fait remarquables des obligations en 2025 et des primes de risques très faibles, nous examinons l'intérêt que présentent les divers secteurs de cette classe d'actifs constituant toujours un pilier important de la construction d'un portefeuille robuste et diversifié.

Si les matières premières sortent pour la plupart gagnantes de la course à la performance cette année, nous mettons l'accent sur l'or, en traitant des fondamentaux mais aussi de l'approche durable et responsable que les investisseurs peuvent avoir de cet actif incontournable.

Enfin, après les pressions subies en 2025, les marchés privés devraient vivre une année de transition en 2026, tout en continuant à offrir des perspectives de rendement intéressantes sur le long terme.

En vous souhaitant une bonne lecture et de très belles fêtes de fin d'année.



Nos perspectives en vidéo

² L'écart entre deux prix ou deux taux d'intérêt.



Pont de *Gitana 18* lors de sa construction, chantier CDK-technologies, Lorient, France.

Macro éco



Croissance mondiale, entre repli commercial et relance stratégique

Dr. Mathilde Lemoine

Group Chief Economist Edmond de Rothschild

- En 2026, les droits de douane seront plus élevés mais leur impact négatif continuera d'être compensé par les investissements de souveraineté, qui représentent selon nos calculs l'équivalent de 5,3% du PIB mondial, et par les investissements dans l'intelligence artificielle (IA).
- Nous anticipons toujours un ralentissement mesuré de l'économie mondiale en 2026.
- Les taux longs élevés, alimentés par l'incertitude persistante, continueraient de peser sur les marchés immobiliers.

L'année 2025 a été marquée par la hausse massive des droits de douane sur une grande partie des produits importés aux États-Unis. L'administration américaine a appliqué sa politique de droits de douane dits «réciproques» afin de rééquilibrer la balance commerciale des États-Unis. Donald Trump veut retrouver une capacité industrielle permettant aux États-Unis d'asseoir leur souveraineté. À côté des droits de douane, une stratégie de dépréciation du dollar a été mise en place notamment à travers l'incitation des ménages américains à détenir de la dette américaine.

Toutefois, malgré l'application de droits de douane allant jusqu'à 39% en Suisse et le niveau élevé d'incertitude, la croissance mondiale a résisté. Certes, le phénomène de stockage visant à éviter l'augmentation des droits de douane résultant des déséquilibres identifiés par Washington y est pour beaucoup. Mais comme nous l'avions anticipé, les politiques de souveraineté poursuivies par les États sont une source d'investissement importante. Les infrastructures de l'IA ont-elles aussi engendré des exportations et des investissements qui ont soutenu la croissance. En conséquence, la croissance américaine a été de 2,2% début 2025. Elle a atteint 1,5% en zone euro et 5,2% en Chine notamment.

Malgré ce contexte, nous n'avons pas changé notre scénario macroéconomique de ralentissement mesuré. Ce n'est pas parce que nous ignorons les chocs; c'est parce que nos analyses structurelles nous permettent de distinguer les évolutions sous-jacentes des variations conjoncturelles. Jusqu'à présent les données confirment notre scénario. **Nous anticipons en 2026 une légère décélération de**

croissance mondiale après 2,5% en 2025. La croissance américaine serait de 1,9% selon nos prévisions, la croissance chinoise de 4,9% et celle de la zone euro de 0,8%.

Je rappelle les principales conclusions de nos analyses fondamentales :

- Les tensions commerciales déplacent les flux plus qu'elles les détruisent.
- La reconfiguration des flux mondiaux s'articule autour de la guerre commerciale et technologie sino-américaine.
- Les États-Unis et la Chine utilisent la croissance comme un instrument de puissance.
- L'économie mondiale est guidée par la recherche de souveraineté de la plupart des grands pays et non plus par la mondialisation : investissements et nouvelles alliances.
- L'Europe subit les chocs même si elle façonne déjà l'après.

Les droits de douane réciproques sont entrés en vigueur

La grande évolution de ces derniers mois tient à la mise en œuvre effective des droits de douane réciproques entre les États-Unis et 70 pays partenaires. Le taux tarifaire moyen américain serait actuellement de 17,5%. Certes, les négociations ont engendré une baisse des droits de douane réciproques appliqués aux importations américaines des pays du Sud-Est asiatique. Mais ils sont encore de 20% en moyenne. Par ailleurs, si la hausse de 15% sur les importations en provenance de l'Union européenne (UE) appliquée le 7 août 2025 a été jugée moins importante que prévu, elle se cumule avec une réorientation des exportations chinoises des États-Unis vers l'UE.

Durant les prochains trimestres, le commerce mondial devrait ralentir plus significativement. En effet, l'impact négatif macroéconomique de la hausse des droits de douane, jusqu'ici atténué par un pré-stockage massif, devrait être plus marqué. Les hausses des droits de douane et les mesures protectionnistes (restrictions aux exportations, subventions...) augmentent les prix à l'importation et les coûts de production, réduisent le pouvoir d'achat, la consommation des ménages et l'investissement et contraignent les chaînes de valeur.

Les politiques de souveraineté à travers le monde vont continuer de limiter l'ampleur du ralentissement

Notre recensement des politiques de souveraineté dans le monde montre l'importance des investissements actuellement engagés par la plupart des pays pour réduire leurs dépendances tout en choisissant celles qui sont indispensables. **Selon nos calculs, les montants engagés pour mettre en œuvre ces politiques de souveraineté (énergétique, alimentaire, numérique, médias...) sont équivalents à 5,3% du PIB courant mondial, soit près de 6 000 milliards de dollars.** La bonne surprise de ce recensement est que l'Union européenne n'est pas en reste. Bien évidemment, les programmes sont étalés sur plusieurs années et il faut être prudent, car ces calculs ont été réalisés à partir des annonces gouvernementales.



Les dépenses militaires vont également continuer à croître. De 2022 à 2024, elles ont progressé de 9% par an en dollars courants dans le monde, contre 2,4% entre 2010 et 2021. En 2024, les dépenses militaires mondiales ont connu la hausse la plus forte depuis la fin de la guerre froide, avec une augmentation de 11% en dollars courants par rapport à 2023 pour atteindre 2 718 milliards de dollars courants, soit 2,5% du PIB mondial. Les pays européens ont très significativement augmenté leurs dépenses, notamment l'Allemagne, la Pologne, les Pays-Bas, la Finlande, la République tchèque.

Nous considérons que la souveraineté est devenue un vecteur d'investissement global et une nouvelle source de croissance pour les prochaines années. De plus, la diffusion des innovations est davantage « redessinée » que stoppée grâce à la reconfiguration des dépendances. En 2026 et en 2027, nous intégrons dans nos modèles ces dépenses publiques de souveraineté.

Dette, taux longs élevés et demande de financement de la souveraineté

Sur le plan monétaire, le cycle de baisse des taux directeurs est bien enclenché partout dans le monde. Néanmoins, la Réserve fédérale pourrait encore diminuer ses taux contrairement à la Banque centrale européenne, ce qui exercerait une nouvelle pression à la baisse sur le dollar. Le taux de change effectif réel du dollar a perdu 8% entre janvier et septembre 2025.

La baisse des taux directeurs a permis un léger reflux des taux longs, mais ils restent élevés et la courbe des taux s'est pentifiée en conséquence. Cette pentification résulte du montant élevé de la prime de terme, c'est-à-dire de la prime exigée pour détenir des actifs à maturité longue. Plusieurs facteurs expliquent ce mouvement : incertitude liée aux politiques de souveraineté et aux déficits publics (déficit fédéral américain à 6,5% en 2026) ; transition énergétique et politiques industrielles à forte intensité de capital (*capital-intensive*) ; réduction du bilan des banques centrales, baisse structurelle de la demande pour les maturités très longues ; risque inflationniste aux États-Unis (alimenté par les droits de douane) et au Japon ; refinancement de 40% du stock obligataire mondial avant 2026 ; fragilité de la demande étrangère pour les obligations souveraines américaines résultant des craintes suscitées par un potentiel « Accord de Mar-a-Lago », qui remet en cause la place du dollar comme actif de réserve international.

L'axe transpacifique, toujours un moteur de la croissance mondiale

Les **États-Unis** continueraient de bénéficier des effets positifs du « One Big Beautiful Bill Act ». Au-delà de la prorogation des mesures du « Tax Cut and Jobs Act », des déductions d'impôt sur le revenu ont été votées pour les seniors, les pourboires, les heures supplémentaires et les intérêts de prêts automobiles. Si les crédits d'impôt pour la politique énergétique ont pour la plupart été abrogés, l'amortissement

accélééré immédiat pour les dépenses en recherche et développement (R&D) reste un soutien efficace. L'IA demeure un moteur puissant d'investissement : entre 2022 et 2025, les dépenses d'infrastructures liées à l'IA ont augmenté de 400 milliards de dollars. Le multiplicateur d'investissement dans ce secteur pourrait potentiellement augmenter le PIB de 0,3% à 0,5% par an selon notre économiste États-Unis Manuel Maleki. La consommation serait affectée par la hausse des prix, même si des produits courants (bananes, ananas, café, thé...) ne pouvant être produits nationalement ont été exclus du champ d'application des droits de douane réciproques. Les exportations pourraient être soutenues par la dépréciation du dollar et les accès privilégiés négociés en contrepartie d'une réduction des droits de douane réciproques. Le marché immobilier continuerait de peser sur la croissance.

En **Chine**, les autorités devront gérer la déflation et les tensions politiques générées par la hausse des exportations, notamment en Europe. La croissance continuerait d'être soutenue par les exportations en 2026. La demande mondiale pour les biens liés à la transition énergétique et les infrastructures nécessaires à l'IA soutiendra les exportations chinoises, tout comme la faiblesse de la monnaie chinoise (RMB). Les batteries pour les véhicules électriques y restent 35% moins chères que celles vendues en Europe. Le risque principal vient de l'application des règles d'origine aux importations américaines en provenance d'Asie hors Chine.

La croissance des pays asiatiques dépendra de la différenciation des droits de « réciproques » entre pays. Nous continuons d'anticiper une croissance moyenne de 3% en 2026 après 3.1% en 2025 dans les pays asiatiques hors Chine, Japon et Inde.

L'incertitude, mesurée par l'Economic Policy Uncertainty Index (EPU), continuerait de peser sur l'investissement et la consommation, en particulier en **Europe**. L'instabilité de l'indice constitue un frein à l'investissement et une incitation à épargner. De plus, les exportations européennes continueront d'être pénalisées par la hausse des droits de douane américains et la force de l'euro. La contribution du commerce extérieur resterait négative en 2026. Malgré le sursaut allemand et le soutien des dépenses militaires et de souveraineté, la croissance de la zone euro resterait inférieure à 1, à 0,8% en 2026.

En conclusion, en 2026 la croissance mondiale devrait être soumise à des pressions immédiates – effet négatif des mesures protectionnistes, incertitude persistante et taux longs élevés – et un cycle d'investissement structurel porté par la souveraineté et l'IA. Le véritable défi est désormais financier : assurer un niveau d'investissement élevé alors que la prime de terme reste importante et que les banques centrales réduisent leur bilan. La trajectoire de croissance pourrait donc être contrainte par le commerce, mais aussi par le financement de ces nouveaux enjeux, ce qui constituera une source d'incertitude supplémentaire.



Cuves en inox, Château Clarke, Listrac-Médoc, France.

Matières premières



Pétrole: Une abondance qui ne fait pas flancher les prix

Manuel Maleki, Ph. D.

Senior Economist US & Commodities

Depuis juillet, le pétrole joue contre les pronostics. Alors que l'Agence internationale de l'énergie (AIE) anticipait un excédent de près de 1,8 million de barils par jour au second semestre, le marché n'a pas cédé. Le baril de Brent oscille autour de 65 dollars, celui de West Texas Intermediate (WTI) se maintient à près de 60 dollars, loin du scénario de chute vers 50. Le marché a changé de logique: il n'est plus régi par la seule loi de l'offre et de la demande, mais par une architecture de pouvoir, de stockage et de stratégies nationales. Le baril est redevenu un instrument de souveraineté.

La Chine, nouvelle banque centrale du brut

Depuis janvier, la Chine a absorbé un volume important: plus de 100 millions de barils ont été ajoutés à ses réserves stratégiques en neuf mois. Ces achats ne répondent pas à la logique de marché: ils relèvent d'une décision politique. La loi sur l'énergie de 2025, votée à Pékin, oblige désormais les compagnies publiques et privées à constituer des stocks sous contrôle étatique. Onze nouveaux sites de stockage sont en construction, pour une capacité totale de 169 millions de barils supplémentaires d'ici 2026. Pékin a accéléré son accumulation de brut en 2025 pour atteindre 0,9 million de barils par jour (Mbj) depuis janvier, soit une augmentation de 240 millions de barils.

Cette accumulation n'est pas marginale: elle représente à elle seule près de 30% de la croissance mondiale de l'offre sur les neuf premiers mois de 2025. Autrement dit, la Chine a, en partie, neutralisé le surplus que l'AIE annonçait comme explosif. Les barils existent, mais ils ne circulent plus. Ils dorment, immobilisés dans des cuves stratégiques. Ce paradoxe explique pourquoi le marché reste ferme: l'excédent mondial est un excédent hors marché.

Les sanctions américaines redessinent les flux et fragmentent le marché physique

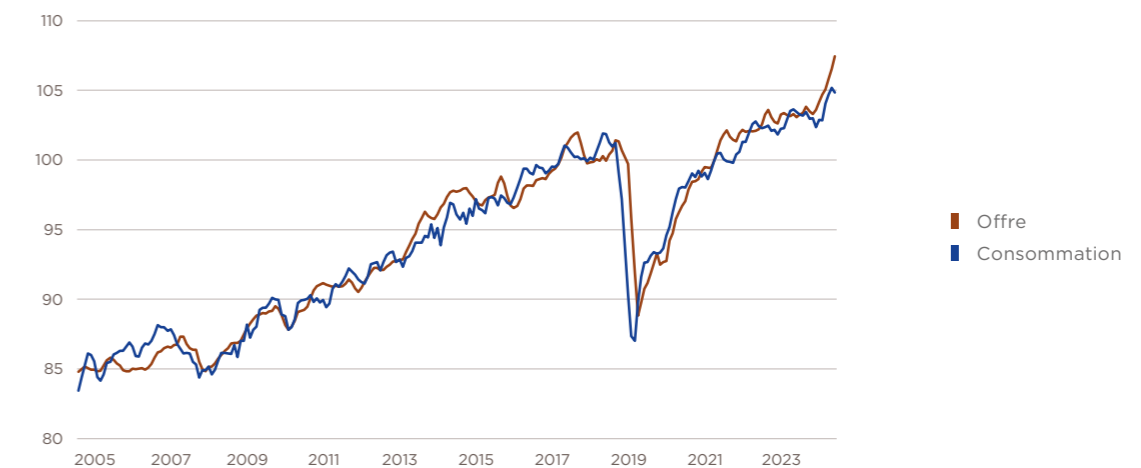
En octobre, Washington a imposé des sanctions intégrales à Rosneft et Lukoil, qui représentent à elles deux près de 4 millions de barils par jour de production russe, soit plus de 40% de la production du pays. L'effet a été immédiat: les cargaisons russes ont mis plus longtemps à trouver preneur, et les flux se sont fragmentés.

L'Inde, autrefois premier acheteur avec presque 2 Mbj, a réduit ses importations russes d'environ 40% selon Kepler. La Chine a «suspendu» plusieurs contrats à long terme. Les cargaisons russes se sont reportées vers des intermédiaires turcs et malaisiens, multipliant les distances de transport et les coûts d'assurance.

Résultat: le marché a intégré une prime de risque géopolitique et logistique pour compenser le risque d'interruption logistique. Ce supplément de prix n'est pas spéculatif: il reflète un coût réel du désordre. Derrière la rhétorique du «glut» (excès d'offre) se cache donc une réalité inverse: l'énergie circule moins vite, sous contrainte politique et sous contrôle diplomatique.

Graphique 1 — Pétrole: offre et consommation

Moyenne mobile trois mois, en millions de barils par jour (Mbj)



Edmond de Rothschild, LSEG

L'OPEP+ reste le «swing producer»

L'OPEP+ conserve son statut très particulier de garant de la stabilité pétrolière. En octobre, le groupe a ajusté sa production avec une précision inédite, ajoutant à peine 137 000 barils par jour à son plafond mensuel. Dans le même temps, le Cartel a annoncé qu'il n'y aurait pas de nouvelles hausses de production au 1^{er} trimestre 2026. L'Arabie saoudite, pivot du système, maintient sa production autour de 9 Mbj, soit 1,5 million en dessous de son potentiel maximal.

Cette discipline vise un objectif clair: défendre un plancher d'environ 60 dollars le baril. Riyad considère ce niveau comme «optimal»: suffisamment haut pour financer son plan de développement Vision 2030, suffisamment bas pour éviter la colère des pays importateurs. L'OPEP+ n'essaie plus de dominer le marché, elle essaie de le réguler. Une transformation silencieuse, mais fondamentale.



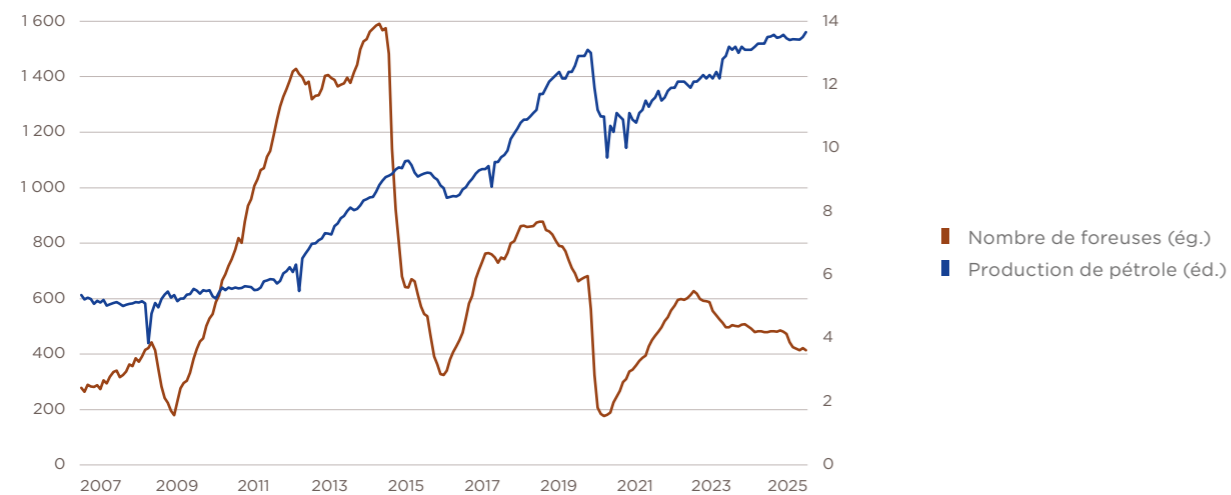
Le schiste américain, un géant fatigué

Outre-Atlantique, les États-Unis produisent toujours 13,6 Mbj, un record nominal. Mais le moteur s'essouffle. Le bassin permien, qui fournit près de la moitié du brut américain, atteint ses limites : 65% des zones à haut rendement ont déjà été exploitées. La croissance de production, qui dépassait plus d'1 million de barils par jour par an avant 2020, est tombée à plus de 300 000 cette année. Selon Baker Hughes, le nombre de foreuses en activité est passé de plus de 600 à moins de 500 en un an, signe que la stratégie a basculé de la conquête vers la rentabilité. Le schiste n'est plus le « swing producer » agile des années 2010, c'est un amortisseur.

Un marché toujours géopolitique

Tout indique que le pétrole demeure un marché politique avant d'être économique. Les producteurs raisonnent en équilibre budgétaire : 81 dollars pour l'Arabie saoudite, 70 pour la Russie, 62 pour les Émirats. Les importateurs raisonnent en sécurité énergétique, la Chine et l'Inde multiplient les réserves. Ce triangle (États, marchés, majors) forme une architecture de stabilisation inédite. Chacun agit pour éviter le choc : les uns par prudence politique, les autres par discipline financière.

Graphique 2 — Pétrole américain : nombre de foreuses et production de pétrole en millions de barils par jour (Mbj)



Edmond de Rothschild, LSEG

2026 : le baril du réel

À l'horizon 2026, la croissance mondiale de demande de pétrole devrait continuer de progresser d'environ 1,2 million de barils par jour. Face à cela, les capacités additionnelles réelles (hors annonces), pour le moment, ne dépassent pas 700 000 barils par jour concentrées

au Guyana, au Brésil et en Norvège. Les stocks commerciaux américains, à 422 millions de barils, restent 4% en dessous de la moyenne quinquennale et les capacités de stockage disponibles dans l'OCDE n'excèdent pas 60 jours de couverture.

Autrement dit, l'excès d'offre est complexe à appréhender et nécessite de le mettre en perspective avec les stocks. Le prix du baril ne s'effondre pas parce que le pétrole « libre » dans le système n'est pas si important : une grande part est contractée, réservée, nationalisée ou stratégiquement stockée.

Le retour du politique

Le pétrole est plus qu'une matière première : c'est un indicateur de puissance. Les États-Unis, la Chine et l'OPEP+ cogèrent désormais une stabilité fragile, où chaque baril devient un message politique. Dans ce contexte, il est difficile d'imaginer un prix du baril qui passerait durablement sous les 60 dollars, sauf chocs exogènes, tout comme il est difficile de le voir aller bien plus haut que 75 dollars. Ce corridor d'équilibre est la résultante de toutes ces interactions.

Métaux industriels :

Entre reprise chinoise et prudence mondiale

Les métaux industriels évoluent depuis l'été dans une zone d'incertitude maîtrisée. Le cuivre, l'aluminium et le nickel oscillent sans direction nette : les fondamentaux restent solides, mais les perspectives économiques mondiales plafonnent.

La Chine, qui représente 55% de la consommation mondiale, demeure le centre de gravité du marché. Les achats publics et la relance des projets d'infrastructures (électrification, lignes à haute tension) soutiennent la demande de cuivre et d'acier, tandis que les importations d'aluminium ont progressé de 8% depuis juillet. En revanche, l'immobilier reste déprimé, limitant la traction sur les métaux de construction.

Côté offre, les perturbations minières maintiennent une tension latente. Le nickel indonésien continue de dominer le marché mondial, mais la qualité plus faible du minerai pèse sur les marges. Au Chili et au Pérou, la production de cuivre recule de 2% à 3% sur un an. Quant au zinc, il reste affecté par la réduction des capacités européennes face au coût de l'énergie. Les stocks du London Metal Exchange (LME) demeurent historiquement bas : moins de 1,2 million de tonnes pour l'ensemble des métaux de base, soit à peine trois semaines de consommation mondiale. Ce plancher structurel empêche tout effondrement des prix.

À court terme, les métaux se situent dans un couloir d'attente : la reprise industrielle chinoise agit comme amortisseur. L'équation reste claire : sans choc de demande, le cycle haussier reste suspendu et les prix devraient rester dans les zones que l'on observe depuis quelques mois déjà.



Luminaire, salle de dégustation, Château Clarke, Lustrac-Médoc, France.

Actions



2026 ressemblera-t-elle à 2025 ?

Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

L'année 2025 a été marquée par une hausse notable des indices actions, mais aussi par une performance particulière avec une concentration extrême sur quelques grands titres. Si certains éléments laissent penser que les dynamiques de 2024 et 2025 pourraient se poursuivre en 2026, de nouvelles opportunités et menaces devraient également survenir. Les investisseurs avec un horizon de long terme pourraient profiter d'éventuelles faiblesses pour renforcer leurs positions.

2025: Une année profitable, mais singulière pour les actions

- **Aux États-Unis**, au moment de la rédaction de ce document, le S&P 500 affiche une performance à deux chiffres, propulsée par une politique tarifaire apaisée, des bénéfices solides et un environnement de baisse de taux. Environ deux tiers de la performance annuelle du S&P 500 en 2025 est liée aux dix plus grands titres, lesquels représentent en outre près des deux tiers de la croissance des bénéfices de l'indice, particulièrement les titres technologiques exposés à l'intelligence artificielle (IA). Le rôle moteur de l'IA et certaines valorisations élevées font en revanche craindre la formation d'une bulle spéculative fin 2025.
- **En Europe**, le marché a connu une surperformance importante en début d'année, dopée par les plans de relance de la défense européenne ReArmEU et le programme allemand d'infrastructures, ainsi que par les sorties de capitaux du marché américain faisant suite à la politique erratique de Donald Trump. Ceci a eu un effet majeur sur les sociétés cotées européennes, sachant que des sorties d'un marché américain capitalisé à hauteur de 60 000 milliards de dollars pour se porter sur un marché européen valorisé à 12 000 milliards d'euros ont mathématiquement un impact considérable. Cependant, après les revirements de Donald Trump sur les droits de douane, des bénéfices et perspectives exceptionnelles sur les titres du secteur technologique américain et la vigueur de l'euro ponctionnant les bénéfices des firmes européennes, les marchés européens n'ont pas encore retrouvé leur sommet de mars 2025, sous performant le marché américain depuis la reprise d'avril.
- **La Chine**, frein des marchés émergents depuis 2021, se révèle être un moteur en 2025. La politique visant à enrayer la déflation chinoise, ainsi que diverses mesures de relance de Pékin et l'apaisement des relations avec les États-Unis ont en effet dopé les attentes sur ce marché, qui jouit en outre d'une valorisation attrayante.

- **Les marchés émergents** en général ont vu leur décote importante de début d'année se réduire, là aussi du fait d'une recherche d'actifs hors de l'exceptionnalisme américain et après l'apaisement tarifaire de Donald Trump, de sorte que les marchés émergents affichent une des meilleures performances depuis début 2025 parmi les grandes zones économiques.

Que pouvons-nous attendre de 2026 ?

- **Le marché américain** bénéficie toujours de vents favorables, parmi lesquels les attentes de trois à quatre baisses de taux en 2026, la résilience de la croissance économique notamment grâce aux baisses d'impôts de Donald Trump, la dynamique des investissements en IA toujours en accélération ou encore des perspectives de déréglementation. Néanmoins, les valorisations du marché sont devenues élevées, le consensus est déjà très optimiste et le leadership de l'IA est appelé à décélérer à l'avenir. À ce titre, les perspectives de ventes des *hyperscalers*¹ et des sociétés de semi-conducteurs sont attendues avec anxiété avant chaque publication de bénéfices pour savoir si la dynamique de l'IA s'accélère toujours ou si la plus grande partie du mouvement d'investissement est derrière nous, ce qui constitue historiquement l'un des indicateurs clé du pic d'une bulle. Un sommet dans les attentes de croissance doit habituellement survenir (comme autrefois l'annonce de la normalisation de la croissance des constructions de lignes de chemins de fer, des ventes de transistors, de télévisions, de fibres optiques, etc) mais cela pourrait n'arriver qu'en 2026 ou plus tard. Si la dynamique de l'IA semble se poursuivre pour le moment, elle ne pourra pas durer éternellement. En outre, une concentration si restrictive de la performance sur un nombre très limité de titres est traditionnellement appelée à s'inverser. Il est donc judicieux à ce stade de conserver ses positions dans le secteur de la technologie pour 2026, tout en élargissant son intérêt à d'autres secteurs, comme la santé ou les industrielles, qui bénéficient d'une reprise dynamique et de valorisations plus modérées.
- **Le marché européen** attend un relais de croissance, qui devrait se manifester soit par un euro plus faible, soit par une croissance domestique plus forte, soit les deux. Nos prévisions de changes tablent sur un dollar en hausse légère, mais a priori pas suffisante pour doper les bénéfices de manière notable. La croissance économique devrait être soutenue par la mise en application du plan allemand d'infrastructures, mais pourrait être réduite par les incertitudes liées à l'avenir politique français. Néanmoins, de nombreuses sociétés ont effectué des restructurations et partent d'estimations de bénéfices en croissance nulle en 2025, si bien que les bénéfices européens pourraient rebondir de 10% ou plus en 2026. Ceci pourrait raviver l'attrait des investisseurs pour les actifs européens, notamment les financières et les industrielles profitant des plans de relance.

¹ Un *hyperscaler* est un fournisseur de services informatiques, qui exploite des centres de données à très grande échelle pour proposer des services de *cloud computing* et de gestion de données. Il s'agit des géants du Cloud tels que Amazon, Google, Microsoft, Alibaba, etc.



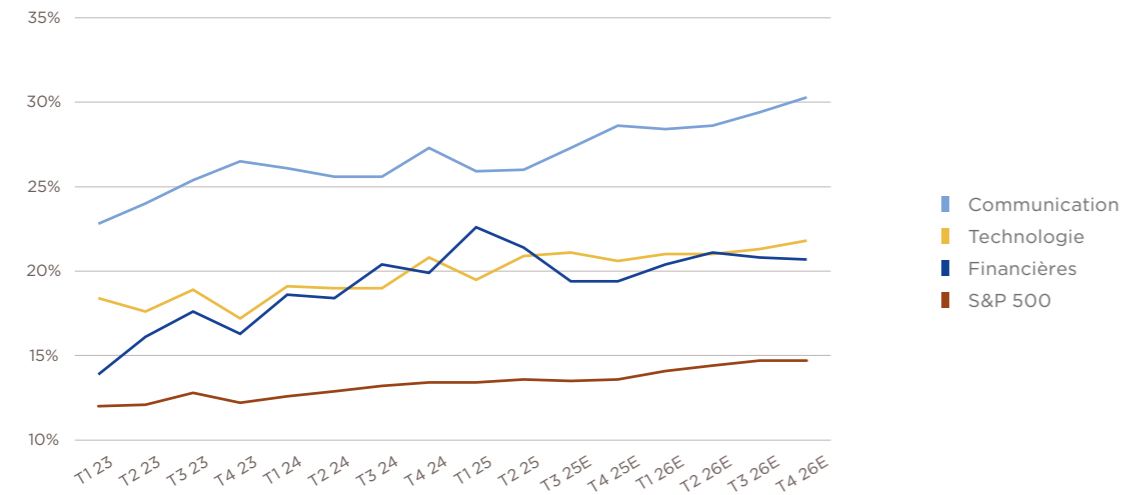
ACTIONS

- **Le marché chinois et les marchés émergents** restent aussi faiblement valorisés, bien que ces valorisations aient légèrement augmenté par rapport au début de l'année 2025. Leur dynamique pourrait se poursuivre, mais nécessite un relais car l'argument de faible valorisation, principal déterminant de leur performance 2025, n'est plus aussi saillant aujourd'hui. Des politiques de relance de la Chine, et potentiellement une moindre déflation, pourraient agir comme catalyseurs.

Des pics de volatilité sont probables, à l'instar de l'épisode d'avril 2025. Le président Trump a présenté début avril une liste de tarifs douaniers jugés arbitraires et prohibitifs, ce qui a rapidement entraîné une chute massive des actions de plus de 12%, chute cependant vite enrayée, de sorte qu'il convenait en avril 2025 de rester investi. Des événements suscitant la crainte sont toujours possibles au vu de la fragmentation du monde, des méthodes du président Trump, des risques politiques en Europe et du contexte géopolitique global. Pour les investisseurs de moyen et long terme, il est démontré que maintenir les investissements sur la durée permet d'obtenir du rendement sur les marchés actions.

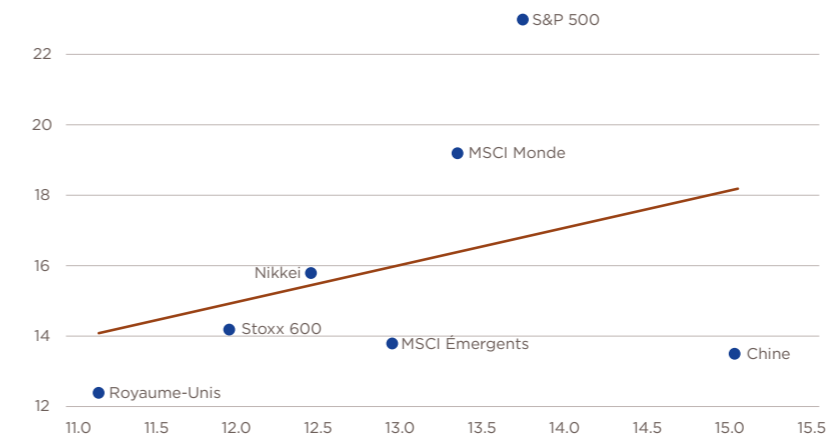
Graphique 1 — Marges bénéficiaires attendues pour les sociétés du S&P 500 et pour quelques secteurs

Marge opérationnelle en pourcentage du chiffre d'affaire, par trimestre



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Graphique 2 — Croissance des bénéfices estimée et ratio cours-bénéfices pour 2026



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Quels secteurs privilégier en 2026 ?

La diversification est fondamentale, entre des secteurs faiblement valorisés esquissant une stabilisation (ex: santé), d'autres profitant d'une dynamique portée par les flux d'investissement (ex: technologie) ou certains secteurs ayant des fondamentaux solides. C'est le cas des industrielles, qui bénéficient des plans de relance européens, de la volonté de réindustrialisation de Donald Trump, de la baisse de la déflation en Chine et de la baisse du risque commercial global, mais aussi des financières (meilleure croissance européenne, perspective d'union des capitaux en Europe, déréglementation aux États-Unis).

2025 devait être différente de 2024. Ce ne fut pas le cas aux États-Unis, où la mainmise de quelques grands groupes a encore dominé le marché, mais où la performance 2025 des marchés a été bien différente en Europe et en Chine. 2026 devrait être différente de 2025, tout en offrant des dynamiques semblables. Parmi les communs dénominateurs qui devraient se poursuivre, nous notons la surperformance des grands groupes, particulièrement aux États-Unis et en Chine, proches du gouvernement, capables de gagner en parts de marché et avec des moyens supérieurs pour investir, notamment dans l'IA. En Europe, le destin des grands groupes dépendra davantage de l'euro et du commerce mondial. Quoi qu'il en soit, la focalisation de Donald Trump sur le niveau du S&P 500, la faible valorisation des marchés de l'Europe et de la Chine et le niveau de l'épargne des Européens et des Chinois (ainsi que les baisses d'impôts aux États-Unis qui profitent aux plus aisés qui sont les plus grands investisseurs en



actions US) pourraient agir comme des filets de sécurité en cas de chutes massives des cours.

2026 pourrait également connaître son lot de surprises:

- Donald Trump imposera-t-il de nouveaux tarifs douaniers si la Chine ne suit pas ses injonctions? Engagera-t-il un conflit pour chasser Nicolas Maduro du pouvoir au Venezuela?
- Le futur Président de la Réserve fédérale américaine sera-t-il pris au sérieux par les marchés?
- La surenchère des investissements dans l'IA va-t-elle se poursuivre?
- Aura-t-on une paix en Ukraine?
- L'Allemagne libèrera-t-elle les investissements promis dès le début de 2026?
- Jordan Bardella deviendra-t-il le Premier ministre ou le Président de la France?

La liste est hélas non exhaustive et de nombreux soubresauts sont à attendre, sources d'inquiétudes et de volatilité, mais aussi d'opportunités pour l'investisseur bien informé.

La course à l'investissement dans l'intelligence artificielle va-t-elle continuer ?

Anthony Toupin

Senior Research Analyst - Global Investment Research

Les annonces d'investissements astronomiques dans l'intelligence artificielle (IA) ont dominé l'année 2025, faisant planer le spectre d'une bulle spéculative sur le secteur technologique. Pourtant, notre analyse nuance ce risque alors que les perspectives restent constructives pour les géants de l'infrastructure numérique et les fournisseurs de semi-conducteurs. La clé pour les investisseurs restera la sélectivité, en privilégiant la solidité financière et les opportunités de croissance réalistes aux simples effets d'annonce.

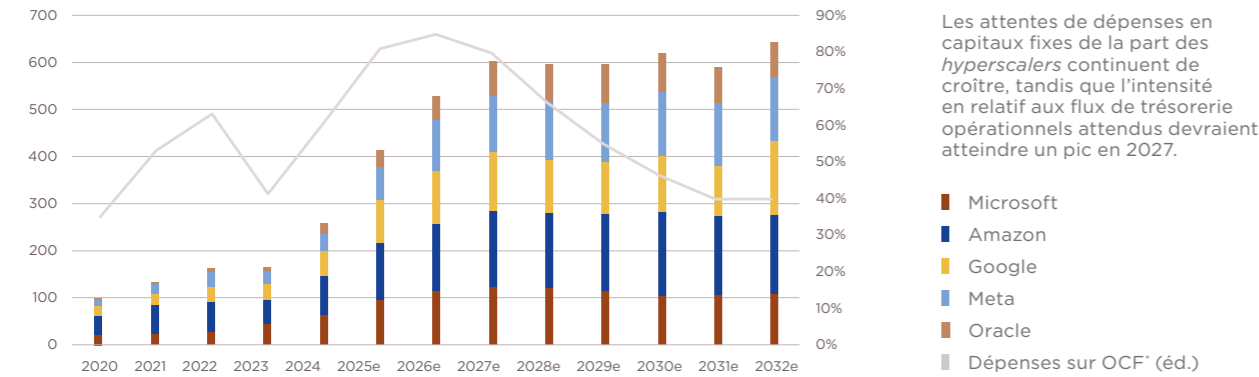
L'année 2025 aura été marquée par de multiples rebondissements du secteur technologique, tout particulièrement sur la thématique de l'Intelligence Artificielle (IA). Dès janvier, l'annonce de l'introduction d'un modèle d'IA chinois à bas coûts, DeepSeek, a bouleversé l'écosystème occidental, soulevant des questions sur le réel retour sur investissements réalisé par les *hyperscalers* (grandes sociétés du Cloud). Alors que le marché a d'abord accueilli cette nouvelle négativement, l'effet DeepSeek n'aura été que de courte durée. Son arrivée aura finalement été un catalyseur positif pour la thématique de l'IA, à l'image du paradoxe de Jevons: des coûts de développement plus bas augmenteront naturellement l'adoption de l'IA à terme, comme ce fut le cas à la fin du XIX^e siècle, quand l'introduction d'une machine à vapeur plus économe en charbon a paradoxalement décuplé la consommation de ce dernier en entraînant l'adoption généralisée de telles machines.

Cette crainte de courte durée n'aura ainsi pas remis en cause la trajectoire haussière des attentes de dépenses en capitaux fixes de la part des *hyperscalers*, ces derniers semblant davantage préoccupés par la perspective de perdre du terrain face à la concurrence que par l'objectif d'un retour sur investissement à court terme. À ce titre, alors que le consensus de marché tablait en 2024 sur des prévisions de dépenses de capitaux fixes par les géants du Cloud entre 2025 et 2027 de l'ordre de 620 milliards de dollars (soit 12% de leurs revenus attendus sur la période), les attentes sont désormais passées à 1 700 milliards de dollars, pour près de 30% des revenus attendus.



Graphique 1 — Dépenses attendues par an en capitaux fixes par hyperscalers, et en relatif aux flux de trésorerie opérationnels (période 2020 - 2032e)

Montant en milliards de dollars
*OCF: flux de trésorerie opérationnels

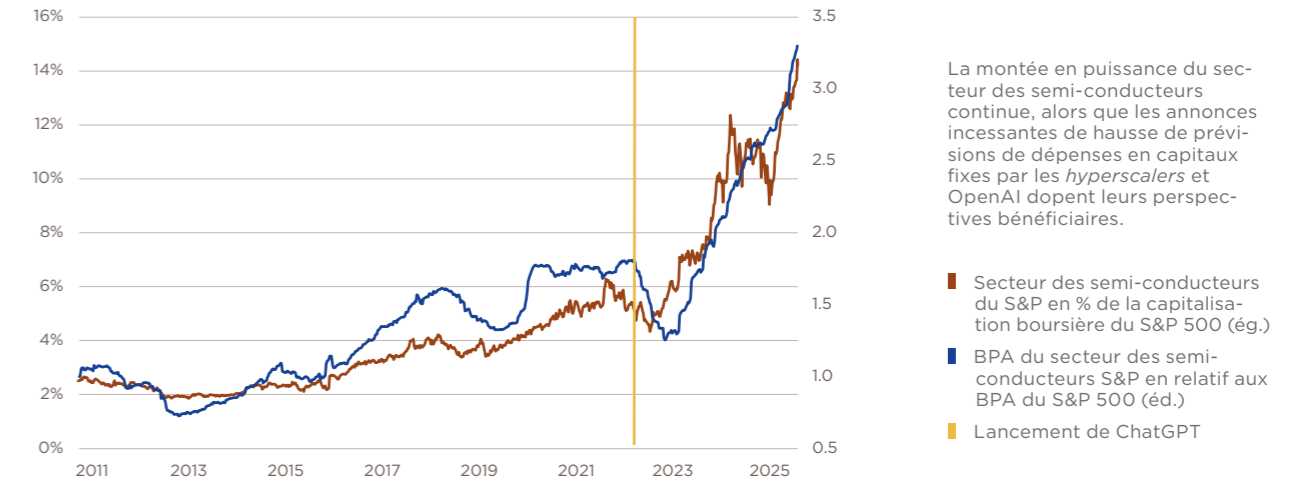


Edmond de Rothschild, Bloomberg

Cette forte hausse des attentes de dépenses en capitaux fixes s'est traduite par une appréciation marquée des cours de bourse des fournisseurs de technologies *hardware* (matériel) de l'IA, notamment les valeurs de semi-conducteurs. Ces dernières affichent une nouvelle fois une surperformance en 2025: le SOX, indice global des valeurs de semi-conducteurs, surperforme de 22% le MSCI World à fin novembre (+42% contre +20% en dollars). En outre, ce secteur qui, historiquement, représentait 2% à 4% du S&P 500 pendant 20 ans, est passé sur les seules trois dernières années à 14% de l'indice.

Les valeurs de semi-conducteurs, identifiées comme les bénéficiaires immédiats de ces dépenses en capitaux, continuent ainsi de profiter de cette hausse continue des dépenses attendues dans une logique de « fournisseurs de matériel » pour doper la montée en puissance de l'IA, quel qu'en soit le retour sur investissement pour les hyperscalers à plus long terme. Nvidia, le leader actuel des processeurs graphiques pour l'IA, a même récemment dévoilé s'attendre à des dépenses en capitaux fixes pour l'IA atteignant plus de 3 000 milliards de dollars par an d'ici 2030, levant de ce fait des questions sur un environnement « d'hyper-dépenses » et donc de potentielle formation de bulle de marché autour de la thématique de l'IA.

Graphique 2 — Poids des semi-conducteurs au sein du S&P 500, par rapport à l'évolution des attentes de bénéfices par action du secteur, en relatif à celles de l'indice



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Une course aux dépenses en accélération, au-delà des hyperscalers

Cette tendance s'est exacerbée récemment à la suite de plusieurs annonces de partenariats entre plusieurs géants technologiques visant à développer des capacités additionnelles de centres de données pour IA, avec comme dénominateur commun OpenAI, l'auteur de ChatGPT.

Au moment où est écrit cet article, OpenAI serait engagé pour le financement de plus de 1 500 milliards de dollars de capacités de centres de données et d'infrastructure Cloud, soit 26 GW de capacités d'IA, s'ajoutant à un objectif de 10 GW dans le cadre du projet Stargate annoncé en début d'année. Ces engagements représentent presque quatre fois la consommation de pointe de la ville de New-York. Ceci dans un contexte où OpenAI devrait réaliser moins de 20 milliards de revenus en 2026 et a indiqué ne pas s'attendre à être profitable avant 2029. Au-delà de ces montants faramineux, les craintes principales évoluent notamment sur la circularité croissante de ces financements: OpenAI devra-t-il financer les achats de puces Nvidia, AMD, Broadcom, etc. par le biais des financements de Nvidia, AMD et autres de ses propres fournisseurs, ou existe-t-il d'autres moyens pour OpenAI de financer ces engagements massifs de capacités de centres de données?



ACTIONS

Certes, la hausse des inquiétudes de la part des investisseurs sur la potentielle formation d'une bulle spéculative autour des valeurs de l'IA reste inéluctable, étant donné la caractéristique de plus en plus circulaire des investissements attendus sur l'IA. Néanmoins, nous distinguons deux cas différents entre les *hyperscalers* et OpenAI: d'une part, les géants du Cloud qui financent à ce stade ces expansions de capacités de centres de données par le biais de liquidités abondantes, et d'autre part OpenAI, dont les engagements auprès des sociétés de puces restent à ce stade impossibles à financer par le biais de liquidités jusqu'à présent inexistantes.

Que prévoit Sam Altman, PDG d'OpenAI?

Nous pensons que Sam Altman est entré dans une stratégie classique de financement agressif à court terme pour le développement de son offre d'IA « coûte que coûte » dans l'objectif de :

- Miser sur une fidélisation marquée de ses utilisateurs non payants qui se chiffrent à plus de 800 millions par semaine, avec comme objectif de rendre les services d'OpenAI (ChatGPT, Sora, Dall-E etc.) indispensables pour ces derniers, qui seront ainsi prêts à payer à l'avenir pour ce service.
- Rendre OpenAI elle-même indispensable aux sociétés de semi-conducteurs et au secteur technologique au vu des engagements réalisés pour ainsi devenir *too big to fail*. Sam Altman lui-même a récemment déclaré « n'en avoir rien à faire si nous dépensons 500 millions, 5 ou 50 milliards de dollars par an, (...) nous sommes en train de créer une super-intelligence, et ça en vaut totalement le coût. »

Tout l'enjeu du secteur technologique aujourd'hui repose ainsi sur la capacité d'OpenAI de financer ses projets d'expansion et de monétisation de l'IA.

Quelles perspectives?

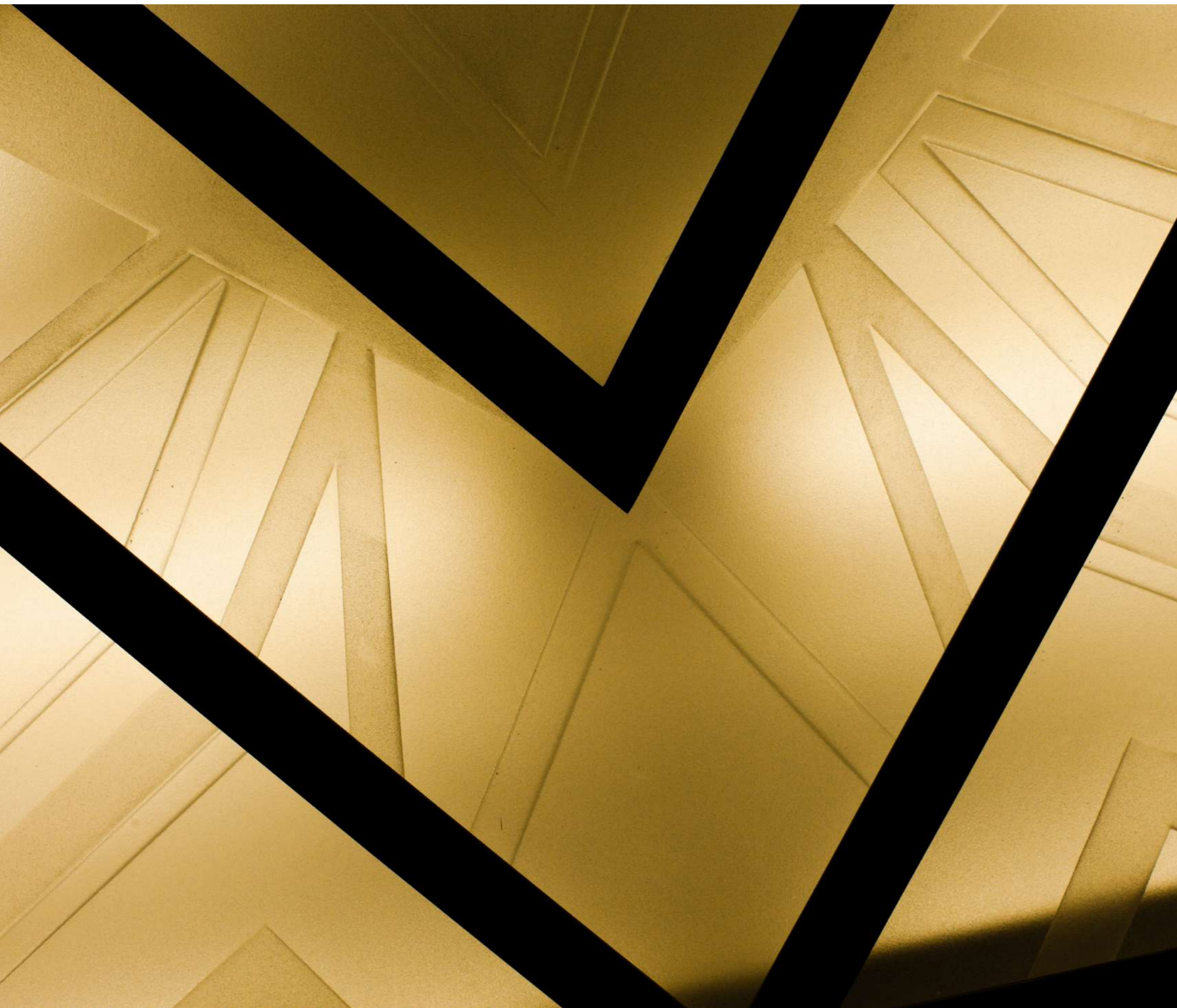
À plus long terme, et au-delà d'OpenAI, nous continuons de rester positifs sur le potentiel de monétisation de l'IA à travers les secteurs et activités. En outre, l'adoption de l'IA devrait s'avérer différente des derniers cycles d'investissement majeurs: le déploiement de la 4G en 2010 aura nécessité près de 1 500 milliards de dépenses en capitaux cumulées par les sociétés de télécommunications et 3 300 milliards de ventes de smartphones pour que son utilisation se généralise. L'IA, à l'inverse, est déjà prête à l'emploi auprès des utilisateurs finaux: un simple smartphone ou accès à internet permet de l'utiliser, les dépenses en capitaux fixes servant alors à améliorer les modèles existants plutôt qu'à mettre en place une infrastructure auprès des utilisateurs. Enfin, les applications les plus populaires de l'ère de la 4G, telles qu'Instagram, TikTok, Spotify ou Uber, ne sont arrivées que quelques années après le déploiement de cette dernière: les applications phares de l'ère de l'IA pourraient n'en être qu'à leurs prémices.

Enfin, selon des études récentes, le montant total des investissements réalisés dans l'IA par les sociétés technologiques américaines ne représenterait que 1,4% du PIB à ce stade, contre des pics de cycle d'investissement majeurs passés allant jusqu'à 4% à 5% du PIB.

À moyen terme, nous continuons de penser que la tendance des dépenses en capitaux fixes restera haussière compte tenu du besoin des leaders technologiques d'accroître leur domination sur l'IA.

Cette dynamique devrait permettre de maintenir à terme la trajectoire haussière des révisions d'attentes de revenus et bénéfices sur les prochaines années pour le secteur, tandis que les *hyperscalers* commencent déjà à annoncer l'impact positif de leurs investissements en IA sur la dynamique de leurs activités traditionnelles, notamment sur le Cloud et les activités exposées aux consommateurs: réseaux sociaux, e-commerce, recherche en ligne, publicité, etc.

Certes, des risques existent à plus long terme sur l'ampleur que prennent ces annonces d'investissements qui pourraient être dans le futur révisées à la baisse, mais nous n'en sommes pas là à ce stade. Les investisseurs doivent donc rester diversifiés au-delà du secteur technologique et demeurer sélectifs. **D'un point de vue fondamental, le cycle de l'IA devrait continuer à supporter les valeurs technologiques à court terme, justifiant de ce fait une vue constructive réitérée sur le secteur, mais une vigilance à moyen et long terme.**



Philippe Druillet (né en 1944), applique lumineuse, commande spéciale pour les salons de la banque, Paris, France.

Dossier Spécial: Or



L'or a-t-il atteint son sommet ?

Guilhem Savry

Head of Strategy Research, Global Investment Research

Jean-Marc Guillot

Group Treasurer

Valeur refuge de référence, l'or offre depuis les années 90 une performance forte couplée à une volatilité modérée. Cette hausse est consolidée par la mutation de la demande, portée depuis une dizaine d'années par la stratégie de dédollarisation initiée par les banques centrales des puissances émergentes. C'est pourquoi la correction brutale d'octobre 2025 ne doit pas empêcher les investisseurs de garder une poche d'or, pilier d'une stratégie efficace de diversification du portefeuille, en particulier dans un contexte d'incertitude.

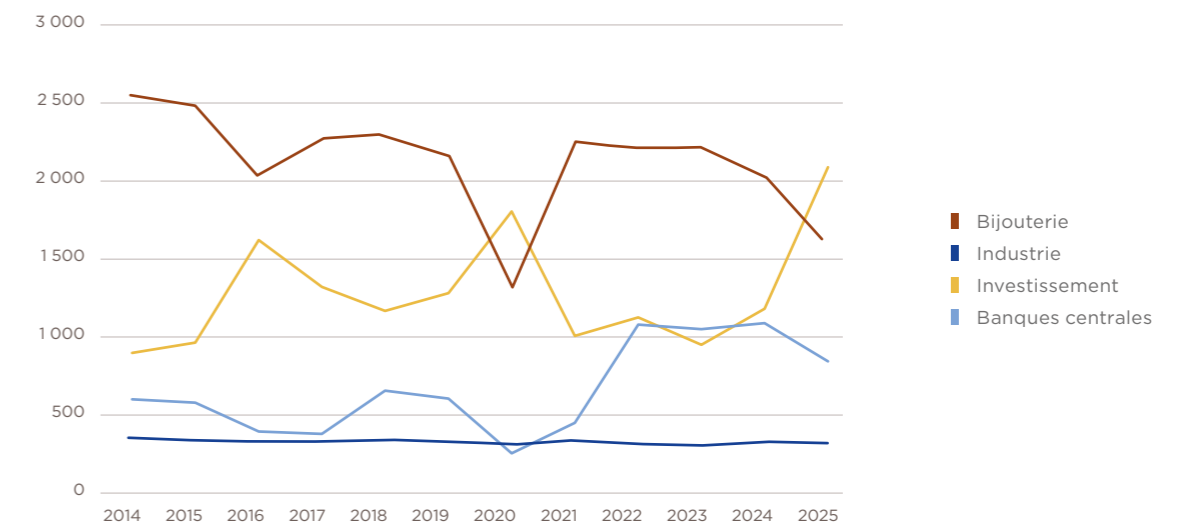
Un actif à part

L'or s'est imposé comme un actif incontournable dans un cadre de construction de portefeuille. Historiquement, la combinaison de son caractère tangible, de sa rareté et de sa volatilité modérée l'a élevé au rang de valeur refuge de référence, promettant à l'investisseur diversification et protection. Le métal jaune a ainsi progressivement acquis un statut confirmé d'actif de décorrélation. Depuis des décennies, il offre en effet une protection en cas d'inflation et lors de périodes de stress sur les marchés financiers. De plus, sur une longue période, sa performance s'avère proche de celle des actifs les plus risqués, comme les actions globales et le crédit à haut rendement, et toujours avec une volatilité moindre. Ainsi, depuis 1990, sa performance annualisée s'affiche à 7% contre 7,9% pour le MSCI World en dollar.

Mutation de la demande

L'offre d'or a augmenté de 10% pour atteindre 4 957 tonnes entre 2014 et 2024. L'extraction minière, relativement stable, n'a cru que de 6% alors que l'offre provenant du recyclage a quant à elle progressé de 20%. Les acheteurs de ce métal précieux se répartissent essentiellement en quatre catégories: le secteur de la bijouterie, l'industrie notamment informatique pour les composants électroniques, les banques centrales pour leurs réserves et les investisseurs internationaux. Les dix années de 2014 à 2024 montrent une évolution claire de la répartition de la demande. Le secteur de la joaillerie affiche une diminution de 20%, la hausse des prix limitant l'accès au marché pour une partie de la clientèle. L'industrie dans son ensemble a réduit de 8% sa consommation. Les piliers de croissance se situent donc clairement au niveau des banques centrales, +81% à 1 089 tonnes, et des investissements, +32% à 1 180 tonnes, presque exclusivement sous forme de barres et de pièces.

Graphique 1 – Évolution de la demande d'or en tonnes



Edmond de Rothschild, Bloomberg, World Gold Council au 30.09.2025

Dans le sillage de la crise en Ukraine, puis du gel des avoirs en dollars de la banque nationale de Russie, la demande des banques centrales pour le métal jaune s'est nettement accrue. Depuis 2022, la part de l'or dans leurs réserves est ainsi passée de 14,7% à 22,8%, représentant la seconde plus grosse allocation après le dollar. Sans réelle surprise, cette hausse est surtout le fait des banques centrales émergentes dans le cadre de leur stratégie de dédollarisation, clairement assumée lors du sommet des BRICS¹ à Johannesburg de 2023.

En effet, sur les dix dernières années, les banques centrales de Chine, du Brésil ou de l'Inde ont toutes sensiblement augmenté leur allocation à l'or avec des hausses en volumes (tonnes d'or) de respectivement 29%, 93% et 57%. Le poids de la Banque centrale de Chine dans les réserves totales (or et devises) est de 23% des réserves de toutes les banques centrales cumulées. Néanmoins, sur la partie or uniquement, elle ne possède que 7,1% de l'ensemble de l'or détenu par l'ensemble des banques centrales. De ce fait, le processus de rehausser la part de l'or ne semble pas encore terminé. Au contraire, cette tendance est appelée à se poursuivre alors que se développe une réelle défiance vis-à-vis des dettes des pays développés et que s'installent des doutes sur le dollar comme monnaie de réserve. Les errements de l'administration Trump depuis son accession au pouvoir incitent les banques centrales comme les investisseurs à chercher des alternatives pour diversifier leurs avoirs en dehors du dollar et des bons du Trésor américain.

¹ L'acronyme BRICS désigne le rapprochement de pays de grandes envergures: à l'origine le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine.

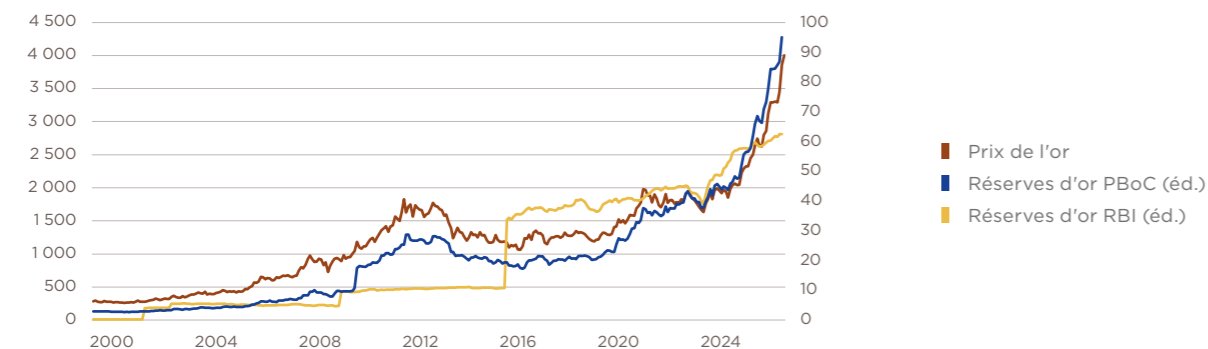


La valeur refuge de référence

À chaque période de stress sur le plan géopolitique, l'or s'affirme à nouveau auprès des investisseurs comme valeur refuge de référence. Il est perçu comme permettant de réduire le risque global du portefeuille et, par son effet de décorrélation, offre une préservation de performance en cas de chute des marchés financiers. Cette année, les incertitudes de la politique des tarifs douaniers dans le cadre de la guerre économique menée par Donald Trump ont soutenu le prix du métal jaune. L'absence de solution au conflit russo-ukrainien et la fragilité de la situation en Palestine ont renforcé la thématique des valeurs refuge. Dans un tel contexte, l'or joue pleinement son rôle et s'impose comme la principale alternative au dollar. Détenu sous forme physique, il se situe également hors périmètre de faillite des institutions bancaires, ce qui renforce son attrait dans une période de doutes sur le système financier international. Ce soutien au prix de l'or semble stable et peu susceptible de disparaître bientôt, en raison de la situation mondiale fragmentée.

Graphique 2 — Évolution des prix de l'or et des réserves des Banques centrales chinoise (PBoC) et indienne (RBI)

Prix en dollars par once, réserves d'or en milliards de dollars



Edmond de Rothschild, Bloomberg au 30.09.2025

Les arbres ne montent pas au ciel

Depuis le 1^{er} janvier 2022, le cours de l'or s'est envolé de 1 814 dollars à 4 000 dollars, soit une hausse brute de 120% et annualisée de 22,8%. Ce niveau représente plus du double de la performance annualisée du MSCI World sur la même période, qui atteint quant à elle 10,4% en dollar. Si cette progression exceptionnelle s'explique par les éléments détaillés précédemment, le rythme de ces derniers mois a de quoi inquiéter. Le risque d'inflation, la défiance vis-à-vis du dollar, les craintes d'un conflit plus vaste ne suffisent pas à justifier l'explosion rapide du cours de l'once d'or. L'explication est ailleurs, et plus précisément dans le principal pilier de la demande en 2025: l'investissement avec une forte proportion d'Exchange Traded Funds (ETFs, fonds négociés en Bourse). En effet, sur les trois premiers trimestres de cette année, les achats d'ETFs garantis par de l'or physique ont

représenté l'équivalent de 618,8 tonnes d'or. Le stock total d'ETFs a augmenté de 19,2% sur ces neuf mois, atteignant 3 837,7 tonnes.

Les détentions d'ETFs sont par nature volatiles car ces outils sont très souvent utilisés à des fins de *trading* ou pour des mouvements tactiques. De nombreux spéculateurs de dernière minute sont ainsi montés en marche dans le manège de l'or, négligeant le risque de montagnes russes. Les prémices d'un réchauffement des relations sino-américaines ont fragilisé la thématique de l'or valeur refuge, la brutalité de la première vague de correction a engendré un effet boule de neige, les derniers entrés cherchant à limiter leur perte.

Toujours un achat sur repli

En résumé, l'incertitude et le niveau de stress devraient rester à un niveau élevé sous la présidence Trump et compte tenu de la partition géopolitique du monde. De plus, la tendance des banques centrales à diversifier leurs réserves hors du dollar américain en privilégiant la détention d'or s'inscrit clairement dans la durée. À titre d'exemple, la Banque centrale de Pologne a récemment réajusté son objectif, passant de 20% à 30% pour la part de ses réserves en or. Enfin, le monde de l'investissement semble avoir pris conscience qu'il ne peut impunément ignorer la décorrélation apportée par une poche d'or dans un portefeuille. Le mouvement brutal de baisse observé fin octobre doit beaucoup à la panique et à une tentative désordonnée de minimiser les pertes d'investisseurs à court terme. Une fois l'excès d'ETFs débouclé, les acteurs à long terme pourraient profiter d'un niveau d'entrée plus favorable pour acheter à nouveau de l'or. La prochaine phase de marché sera moins rapide et moins extrême, mais elle sera orientée à la hausse. Dans ce contexte, nous pensons que détenir stratégiquement de l'or dans un portefeuille diversifié est parfaitement justifié.



L'éclat et l'ombre de l'or : concilier valeur refuge et durabilité

Eric de Tessières

Group Chief Sustainability Officer

Actif refuge par excellence, l'or retrouve une place centrale dans les portefeuilles d'investissement. Mais derrière son éclat, le métal jaune concentre aujourd'hui des controverses sociales, environnementales et éthiques qui en font un actif à haut risque réputationnel. Entre extraction illégale, pollution au mercure et chaînes d'approvisionnement opaques, une question s'impose désormais: peut-on encore investir dans l'or de façon durable ?

Un actif refuge redevenu incontournable

Dans un monde traversé par la volatilité financière, les tensions géopolitiques et la persistance de l'inflation, l'or s'impose à nouveau comme un pilier de la gestion patrimoniale. Sa faible corrélation avec les marchés actions et obligations ainsi que sa liquidité universelle en font un instrument de diversification prisé.

Pour l'investisseur attentif à la résilience de son portefeuille, ignorer l'or paraît dès lors difficile. La « vieille relique barbare » chère à Keynes n'a jamais été autant à la mode qu'aujourd'hui.

Mais cette pertinence économique s'accompagne d'un revers de médaille: le métal jaune se trouve au cœur d'enjeux sociaux et environnementaux majeurs.

Derrière l'éclat, l'ombre des pratiques illégales

Une enquête très détaillée du *Financial Times* («The Illegal Gold Rush Sweeping the World», août 2025) révèle l'ampleur d'une ruée mondiale vers l'or illicite. Du bassin amazonien aux savanes d'Afrique australe, des réseaux criminels exploitent des sites clandestins, souvent au prix de la déforestation, de la pollution au mercure et de conditions de travail indignes.

Dans certains pays producteurs, notamment en Amérique latine, ces pratiques pèsent lourd. Toujours selon le *Financial Times*, plus de 40% des exportations d'or du Pérou proviendraient de filières illégales ou informelles. Ces activités ne se contentent pas d'alimenter la contrebande: elles financent parfois des groupes armés et des circuits de blanchiment (Global Initiative Against Transnational Organized Crime, 2024).

Les conséquences humaines et environnementales sont considérables. Une autre enquête du *Financial Times* («The Amazonians Poisoned by the Illicit Gold Trade», octobre 2025) documente la contamination au mercure des populations amazoniennes, affectant durablement la santé des communautés locales et la biodiversité régionale. Différentes études estiment que jusqu'à 25% de la production mondiale d'or pourrait provenir de filières artisanales ou informelles échappant aux contrôles.

Investir dans l'or sans discernement revient donc à s'exposer à des risques de conformité, de réputation et de durabilité. Ces enjeux dépassent la seule sphère de durabilité: ils touchent directement à la qualité des actifs détenus et à la crédibilité des institutions financières qui les soutiennent.

Des voies pour un or plus responsable et plus traçable

Renoncer à l'or n'est pas la solution: sa fonction de diversification et de protection reste stratégique. En revanche, distinguer les filières durables et traçables des filières contestables devient une nécessité. Plusieurs initiatives internationales y contribuent.

La London Bullion Market Association (LBMA) impose, via sa Responsible Gold Guidance (version 9, 2023), des obligations strictes de diligence raisonnable à toutes les raffineries accréditées. Celles-ci doivent assurer la traçabilité complète de leurs approvisionnements et vérifier que l'or ne provient pas de zones de conflit ni de pratiques illégales.

Le World Gold Council, de son côté, a actualisé ses Responsible Gold Mining Principles (2022), un cadre complet couvrant les droits humains, la protection de la biodiversité, la gouvernance et la lutte contre la corruption. Ces principes servent de référence à de nombreuses sociétés minières industrielles, permettant d'aligner leurs pratiques sur les standards ESG reconnus à l'international.

À ces cadres s'ajoutent plusieurs labels indépendants, tels que Fairmined, Fairtrade Gold ou Swiss Better Gold, qui certifient des exploitations artisanales respectueuses des communautés locales et de l'environnement. Le développement de l'or recyclé, issu du retraitement de bijoux ou de composants électroniques, constitue également une voie prometteuse: il représentait environ 30% de l'approvisionnement mondial en 2024, soit 1 370 tonnes (+11% sur un an, selon le World Gold Council en 2025).

Par ailleurs, la traçabilité s'impose aujourd'hui comme un enjeu majeur pour le secteur aurifère. Derrière l'éclat du métal, les investisseurs recherchent désormais une certitude: savoir d'où vient l'or qu'ils détiennent.



Les filières courtes reposent sur un modèle plus direct, plus lisible et plus équitable. Elles consistent à relier sans intermédiaire inutile les coopératives minières artisanales, les raffineries et les acheteurs finaux. En réduisant le nombre d'acteurs, ces circuits limitent le risque de mélange entre or légal et or illégal, tout en améliorant la rémunération des communautés locales. L'ONG suisse SwissAid, pionnière dans ce domaine, accompagne depuis plus d'une décennie la structuration de ces filières au Pérou, en Bolivie ou au Burkina Faso. En aidant les mineurs à formaliser leur activité, à adopter de meilleures pratiques environnementales et à commercialiser leur production via des partenaires certifiés, elle contribue à bâtir une chaîne d'approvisionnement à la fois courte, traçable et socialement responsable. Des programmes similaires, soutenus par la Swiss Better Gold Association, relient directement producteurs artisanaux et raffineries suisses, assurant ainsi une traçabilité de terrain fondée sur la confiance et la transparence.

Notre conviction: sélectionner plutôt qu'exclure

Chez Edmond de Rothschild, nous sommes convaincus que la finance durable ne se résume pas à l'exclusion. Elle consiste à distinguer les flux vertueux des flux destructeurs et à orienter les capitaux vers les premiers.

Appliquée à l'or, cette approche se traduit par une sélection rigoureuse: privilégier les producteurs et raffineurs certifiés, les circuits de traçabilité audités et les véhicules d'investissement adossés à de l'or recyclé ou responsable.

Investir dans l'or durable ne supprime pas toutes les controverses, mais permet de concilier la valeur refuge du métal jaune avec les exigences contemporaines de durabilité. C'est aussi une manière d'exercer une influence positive: chaque gramme d'or investi dans une filière responsable contribue à renforcer la transparence et la résilience d'un secteur en pleine mutation.

Privilégier un or plus éthique

L'or conserve un rôle essentiel dans la construction de portefeuilles robustes. Mais à l'heure où la durabilité devient un impératif stratégique, la question n'est plus de savoir s'il faut investir dans l'or, mais dans quel or investir.

En privilégiant les filières traçables, auditées et certifiées, l'investisseur contribue non seulement à sécuriser son patrimoine, mais aussi à transformer une industrie où la transparence devient vitale.

Nous croyons qu'il est possible de réconcilier tradition et responsabilité: faire de l'or non pas un actif à exclure, mais un actif à sélectionner avec discernement. Car dans un monde en quête de sens, chaque gramme d'or investi envoie un signal: celui du futur que nous voulons bâtir.

40%

des exportations d'or du Pérou seraient issus de circuits illégaux ou non déclarés
(*Financial Times*, « The Illegal Gold Rush Sweeping the World », août 2025)

50%

des importations d'or mondiales transitent par la Suisse
(SwissAid)

Selon les estimations des Nations Unies, l'industrie minière aurifère illégale générerait plusieurs dizaines de milliards de dollars chaque année

Selon les estimations de l'ONG suisse SwissAid, « plus de 435 tonnes d'or ont été exportées en contrebande du continent africain en 2022, ce qui représente plus d'une tonne par jour. »

Les activités minières illicites seraient responsables de la destruction de
100 000 hectares

de forêt amazonienne par an, selon les estimations croisées du World Resources Institute et de l'OCDE (2023)

L'ONG WWF estime que
150 tonnes

de mercure sont libérées chaque année dans la région du bassin amazonien par les mineurs clandestins à petite échelle pour séparer l'or des sédiments



Détail architectural de notre nouveau siège social au cœur de l'écoquartier de l'Etang, Genève, Suisse.

Obligations



Un nouveau contexte pour les obligations

Guilhem Savry

Head of Strategy Research, Global Investment Research

En 2025, les banques centrales ont poursuivi leurs cycles d'assouplissement permettant à l'économie de décélérer en douceur. Cependant, les taux longs des États se sont tendus en raison d'une défiance croissante sur les trajectoires des finances publiques. En conséquence, les courbes de taux se sont pentifiées. Du côté des entreprises, le cycle d'investissement lié à l'intelligence artificielle (IA) a des répercussions importantes sur le marché du crédit, alors que la majorité des nouvelles émissions provient d'entreprises connectées à ce cycle sans précédent.

Les courbes des taux des obligations d'États devraient rester élevées en 2026

L'année 2025 a connu une remontée significative de la courbe des taux des obligations souveraines en raison :

- De la poursuite du cycle d'assouplissement monétaire qui a permis aux taux courts de baisser partout dans le monde, à l'exception du Japon.
- D'une politique fiscale peu restrictive, tant aux États-Unis qu'en Europe, qui maintient des niveaux de déficits élevés et limite la réduction de la dette sur PIB.

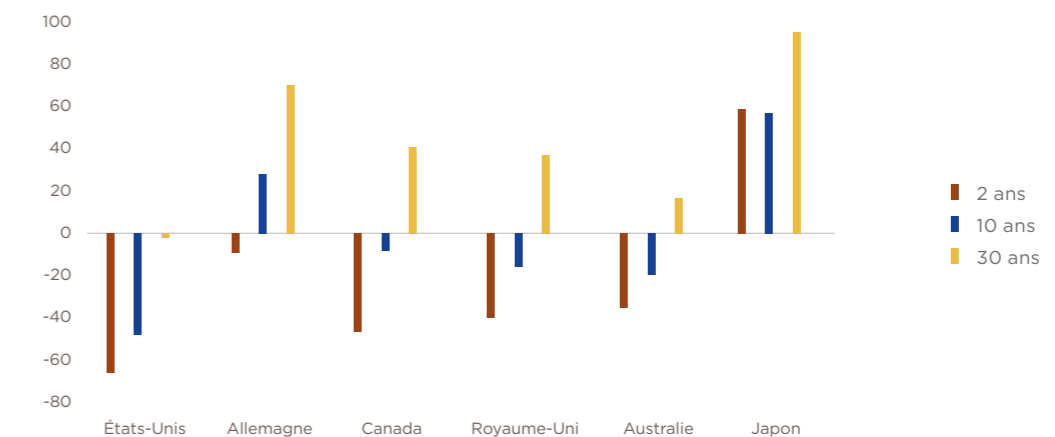
Ce dernier élément a conduit les investisseurs à réclamer une prime pour financer les États sur le long terme, entraînant une hausse non négligeable des taux à 30 ans. Cette hausse des maturités longues reflète en effet les incertitudes générales sur les finances publiques de certains pays qui pèsent sur l'appétit des investisseurs pour la dette souveraine, en particulier sur les échéances de très longues maturités (graphique 1). D'autres facteurs pourraient également entrer en jeu, comme la réduction en cours du bilan des banques centrales. Enfin, la repentification de la courbe des taux intervient alors que les émissions de dettes publiques resteront soutenues, avec des besoins de refinancement importants et de nouveaux investissements publics (notamment de défense en Europe) qu'il faudra financer.

Alors que le cycle d'assouplissement monétaire arrive à son terme en Europe, au Canada et au Royaume-Uni et que le marché anticipe environ trois à quatre baisses de taux pour la Réserve fédérale (Fed) d'ici fin 2026, nous pensons que la trajectoire des finances publiques en Europe et aux États-Unis sera l'élément le plus important pour déterminer l'évolution des taux longs en 2026. En effet, la prime

d'inflation et la prime de croissance sont à ce jour relativement stables et le scénario central de décélération modérée de l'économie américaine semble bien ancré dans le cours des obligations américaines. Dans ce contexte, nous anticipons la poursuite de la pentification, réduisant l'attractivité des obligations souveraines dans un portefeuille balancé, d'autant plus que son caractère défensif diminue à mesure que la prime de terme augmente, ce qui réduit les bénéfices de la diversification de son exposition.

Graphique 1 – La pentification des courbes de taux s'est accentuée cette année dans le monde entier

Variation depuis le début de l'année en points de base (pbs)



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Un risque de crédit encore modéré

Pour 2026, compte tenu des niveaux très bas des écarts (ou *spreads*) de crédit, proches de leurs niveaux de 2007, ainsi que des deux faillites récentes (Tricolor et First Brand) aux États-Unis, **la question du risque systémique se pose, tout comme celle de la contagion aux entreprises les mieux notées si un segment du crédit lié aux prêts et crédits privés devait être affecté par une hausse importante des défauts**. Bien qu'il soit plus difficile de répondre concrètement au risque systémique lié au crédit privé qui, par définition, n'est pas ou peu monitoré par les organismes de régulation, nous pensons que les récents événements sont largement ponctuels, spécifiques et peu susceptibles de représenter la partie émergée de l'iceberg d'un cycle global négatif. En effet, la baisse des taux et les refinancements importants sur les marchés des obligations à haut rendement et des prêts syndiqués ont récemment réduit les risques de défaut à court terme et les prochaines baisses de taux de la Fed réduiront encore le



OBLIGATIONS

coût de financement des nouvelles obligations. Pour preuve, les taux de défaut des obligations et des prêts à haut rendement en 2024 étaient respectivement de 1,5% et 4,5%, et ils sont de 1,4% et 3,5% sur les douze derniers mois. Ce qui est très faible pour les obligations à haut rendement (la moyenne à long terme pour ces dernières est d'environ 3%) et en baisse en glissement annuel sur le marché des prêts.

Quant aux risques de contagion du crédit à effet de levier au marché des obligations les mieux notées, les données récentes ne sont pas non plus préoccupantes. Les flux vers les fonds et ETFs (Exchange Traded Funds, ou fonds cotés en Bourse) ont été importants et sont positifs depuis plusieurs mois. Cela suggère que les investisseurs font la distinction entre les segments, plutôt que de s'inquiéter de l'ensemble de ce marché. De plus, les écarts de prix relatifs entre les différentes notations soulignent également que les investisseurs discriminent entre les qualités de crédit. Ainsi, les écarts entre les notations CCC-B, CCC-BB et B-BB sont à leur plus haut niveau depuis trois mois ou presque, les investisseurs concentrant leurs inquiétudes sur les niveaux les moins bien notés. En revanche, les écarts entre les notations BBB-A et BB-BBB ne s'éloignent pas des tendances récentes.

Cela confirme que les préoccupations liées aux risques de crédit dans les catégories inférieures ne devraient pas avoir d'incidence sur le crédit hautement coté. Dans ce contexte, nous maintenons notre exposition au poids stratégique concernant les obligations d'entreprises.

Les investissements dans l'IA impactent aussi le marché des obligations d'entreprises

En 2025, les dépenses d'investissement financées par l'endettement se sont accélérées et ont continué d'occuper une place prépondérante sur de nombreux segments des marchés du crédit. Depuis l'essor du thème de l'IA en 2022, la plupart des dépenses d'investissement des grandes entreprises technologiques ont été financées par les importantes réserves de trésorerie figurant dans leurs bilans.

Au cours des derniers trimestres, **le vent semble avoir tourné, les marchés des capitaux d'emprunt jouant un rôle de plus en plus important.** Ce changement est visible dans de nombreux segments des marchés du crédit: du marché des ABS - où les émissions liées aux centres de données ont atteint 20 milliards de dollars depuis le début de 2025 - aux marchés du crédit aux entreprises publiques et privées, en passant par les accords bilatéraux de financement des fournisseurs. Selon Goldman Sachs, les émissions d'obligations émises par des entreprises directement liées à l'IA ont représenté à ce jour 141 milliards de dollars d'émissions de crédit d'entreprise en 2025, dépassant l'offre brute de 127 milliards pour l'ensemble de l'année 2024. Les émetteurs technologiques de ce panier ont représenté la part du

lion de cette offre, avec 86 milliards de dollars, suivis par les services aux collectivités, avec 51 milliards.

Nous pensons que cette tendance devrait se poursuivre pour deux raisons. Premièrement, les soldes de trésorerie des grandes entreprises technologiques ont considérablement diminué, atteignant des niveaux presque équivalents à ceux des émetteurs Investment Grade (IG). Deuxièmement, l'appétit pour les dépenses reste fort, la croissance des investissements devant atteindre 50% en glissement annuel jusqu'en 2026. Selon nous, l'impact sur les marchés du crédit est, dans l'ensemble, négatif en raison de l'augmentation de la dette totale et de la baisse du ratio flux de trésorerie par rapport à la dette. Bien qu'il n'y ait pas encore lieu de s'alarmer, compte tenu des flux de trésorerie élevés et du faible endettement des grandes entreprises technologiques, l'évolution de la composition du financement des dépenses d'investissement au-delà des liquidités mérite d'être surveillée. Ainsi, le secteur technologique représente un secteur important pour cette classe d'actifs, son poids dans l'indice *High Yield* Bloomberg étant passé de 6% à 11% depuis 2015.

Par ailleurs, le rythme des progrès de l'intelligence artificielle déterminera les gagnants et les perdants dans le monde des entreprises, à mesure que les nouveaux outils d'IA se déploieront progressivement dans les économies mondiales. Les disparités sectorielles et régionales, telles que l'accès à la puissance de calcul, les coûts énergétiques, la réglementation et l'environnement propice à l'innovation, joueront également un rôle. Selon une étude de Moody's du 23 septembre 2025, une intégration progressive de l'IA conduit à une amélioration de l'efficacité et des marges, sans modifier de manière significative les hiérarchies concurrentielles. En cas de progrès plus rapides et soutenus, le risque de déplacement concurrentiel pour les entreprises qui tardent à s'adapter s'accroîtra, à l'image du concept de la destruction créatrice de l'économiste Joseph Schumpeter, et dans ce cas la discrimination au sein des secteurs du crédit devrait être plus marquée. Pour Moody's, certains secteurs tireront des avantages disproportionnés du déploiement de l'IA.

Dans les deux scénarios, une intégration rapide ou plus modérée, les gains les plus importants liés à l'IA se concentrent dans un nombre limité de secteurs. Il s'agit notamment des fournisseurs de technologies, des secteurs nécessitant beaucoup de main-d'œuvre tels que l'assurance, la logistique et l'externalisation des processus métier, ainsi que des secteurs à forte intensité de données tels que la finance, la santé et les médias. À l'inverse, certains secteurs sont confrontés à des limites structurelles en matière de gains liés à l'IA.

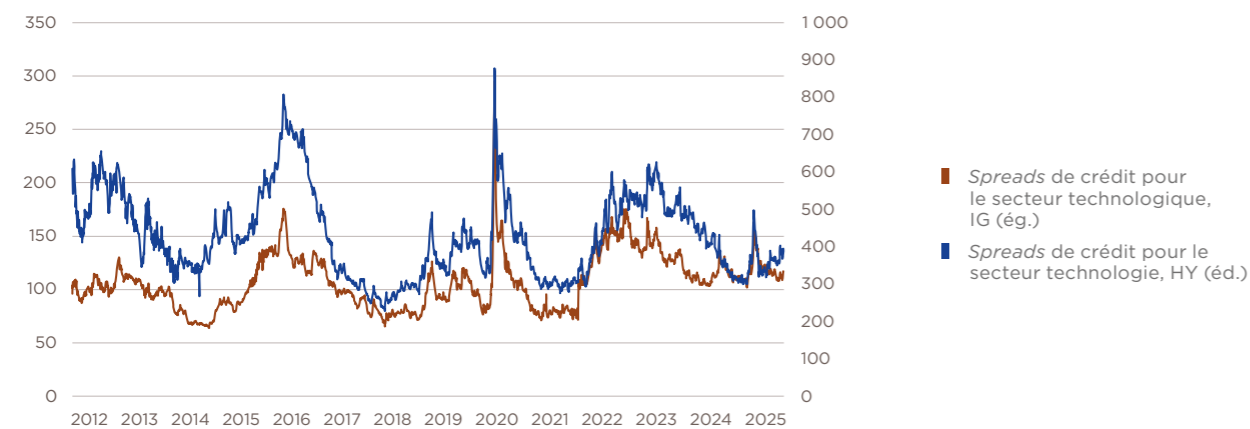
Les industries telles que les services publics, l'industrie pharmaceutique, le pétrole et le gaz, l'industrie lourde et les infrastructures ne devraient pas connaître de perturbations ou d'opportunités significatives liées à l'IA à l'horizon 2030, même dans un scénario



d'évolution rapide des capacités de cette dernière. Cela s'explique par la dynamique structurelle de ces industries, qui se caractérisent par des cycles d'investissement et de recherche et développement longs.

De plus, les disparités régionales joueront un rôle important dans la répartition mondiale des avantages de l'IA. Les bénéfices de l'adoption de l'IA ne seront pas répartis de manière uniforme entre les régions. Les différences en matière d'environnement d'innovation, de coûts énergétiques, de réglementations et d'accès à la puissance de calcul détermineront le rythme et l'ampleur du déploiement, produisant des résultats divergents en termes de crédit entre les industries. Les économies disposant d'un vaste réservoir de travailleurs qualifiés dans le domaine numérique sont également susceptibles de bénéficier de gains de productivité plus importants. En revanche, les régions confrontées à une pénurie de talents techniques pourraient connaître une adoption retardée ou partielle. **Dans ce contexte très évolutif et en permanente mutation, nous croyons que les dépenses d'investissement dans l'IA sont devenues un moteur durable de l'offre d'obligations d'entreprise, au même titre que les fusions-acquisitions.**

Graphique 2 — La prime de risque exigée par les investisseurs sur les émetteurs les plus endettés du secteur technologique a augmenté
Écart de rendement (*spreads*) en points de base (pbs)



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Quelles préférences parmi les crédits d'entreprises ?

Rami Boustany

Head of Fixed Income Credit Research - Global Investment Research

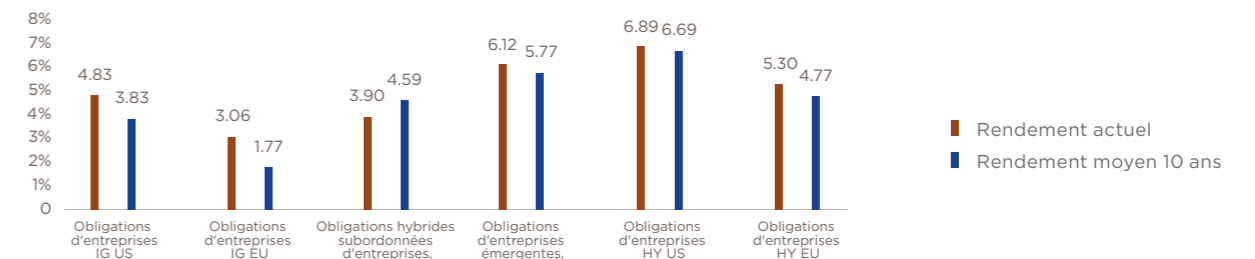
Dieter Van de voorde, CAIA, CQF, IFID

Senior Fixed Income Portfolio Manager

Les *spreads*¹ de crédit obligataires sont en baisse depuis trois ans, ce qui invite aujourd'hui à réévaluer l'attrait de cette classe d'actifs. Bien que la faiblesse des *spreads* rende la valorisation des obligations vulnérable à toute augmentation de l'aversion au risque, les rendements absolus restent supérieurs à leur moyenne historique sur dix ans, offrant ainsi des opportunités de portage intéressantes, grâce à des taux d'intérêt qui demeurent relativement élevés aux États-Unis et en Europe.

Les obligations *investment grade* américaines et européennes affichent des rendements respectifs de 4,83% et 3,06%, contre des moyennes de 4,35% et 2,65% sur les cinq dernières années. Les obligations à haut rendement (*high yield*) et celles d'entreprises des marchés émergents présentent actuellement des rendements inférieurs de 20 à 50 points de base à leur moyenne sur cinq ans, mais restent supérieurs à leur moyenne décennale.

Graphique 1 — Rendement actuel comparé au rendement moyen sur 10 ans pour les différents segments obligataires, en pourcentage



Edmond de Rothschild, Bloomberg au 07.11.2025

¹ Dans ce cas les écarts de crédits obligataires par rapport aux taux souverains jugés sûrs.



Ce niveau de *spreads* reflète une **stabilisation des taux de défaut à des niveaux bas** ces dernières années, sans anticipation d'augmentation notable à l'échelle mondiale. Ceci s'explique par la résilience de l'économie mondiale, la croissance des bénéfices des entreprises et la solidité relative de leurs bilans. Alors que l'inflation se rapproche des cibles des banques centrales aux États-Unis et en Europe, à la suite des resserrements monétaires engagés par la Réserve fédérale et la Banque centrale européenne (BCE) en 2024, les déficits budgétaires gouvernementaux et la hausse de la dette souveraine augmentent le **risque de pentification des courbes de taux**, facteur susceptible de provoquer de la volatilité dans cette classe d'actifs.

Segment *investment grade*

Dans ce segment, la préférence va aux entreprises de grande taille, dotées d'une position concurrentielle robuste, d'une rentabilité stable et d'une bonne capacité de génération de flux de trésorerie. En parallèle, nous réalisons des incursions sélectives dans des secteurs encore en creux de cycle économique afin de capter des *spreads* plus intéressants. Par exemple, certains secteurs offrent des rendements attractifs :

- **Les constructeurs automobiles de premier rang**, avec bilans solides, forte liquidité et plans crédibles de redressement pour retrouver de la compétitivité en termes de gamme de modèles et de structure des coûts.
- **Les entreprises chimiques** avec indicateurs de crédit solides, activités diversifiées et production partiellement localisée dans des régions à coûts énergétiques et matières premières inférieurs à ceux de l'Europe, comme aux États-Unis. Nous restons prudents sur les crédits risquant un déclassement en *high yield*.
- **Les entreprises de télécommunications** proposant une offre diversifiée à leurs clients, de vastes parts de marché et des indicateurs de crédit stables malgré des investissements élevés.
- **Les secteurs où l'endettement est élevé mais soutenable** grâce à une forte rentabilité et une bonne visibilité des bénéfices, souvent garantis par une réglementation favorable ou des contrats à long terme : **infrastructures** (concessions autoroutières, aéroports, tours de télécommunication), **immobilier**, **services aux collectivités** (distribution et transport de gaz et d'électricité), **génération d'électricité** et **énergies renouvelables**.

Les grandes banques systémiques européennes et américaines restent attractives en *investment grade*, offrant des rendements élevés malgré leur forte capitalisation. La prime de risque reflète une structure de capital complexe, associée à des obligations avec clauses *bail-in* permettant un renflouement interne sans assistance extérieure.

Marchés émergents

Les entreprises des marchés émergents suivent la tendance générale du marché obligataire, avec des ratios de crédit relativement solides, bien que les *spreads* soient historiquement bas. Ce segment peut être intégré dans les portefeuilles pour améliorer rendement et diversification, sous réserve d'une tolérance au risque plus élevée. En raison des disparités économiques et politiques parmi les marchés émergents et entre ceux-ci et les marchés développés, la sélection obligataire doit être rigoureuse. Les critères applicables aux entreprises *investment grade* dans les marchés développés sont également valables ici, avec une attention supplémentaire à certains points clés :

- **Risque de change faible ou structure de coûts principalement en monnaie locale** tendant à se déprécier, associée à des revenus élevés en devises fortes.
- **Capacité à répercuter l'inflation.**
- **Fondamentaux solides** indépendants d'un éventuel soutien étatique.
- Activités dans des **secteurs stratégiques** pour leur pays.

Les secteurs privilégiés comprennent ainsi :

- **Les entreprises publiques** monopolisant l'extraction de matières premières (**compagnies pétrolières intégrées, mines de fer, or, phosphate**) en Amérique latine, Asie centrale ou Afrique du Nord.
- **Les services aux collectivités**, notamment distribution et transport d'électricité, bénéficiant d'une réglementation favorable et de positions solides, principalement dans la péninsule arabique, mais aussi en Europe de l'Est et Amérique latine.
- Les entreprises exportatrices, sauf dans les marchés où la monnaie locale s'apprécie en termes réels (Turquie), ou grandes multinationales. Ces entreprises opèrent dans le **ciment**, l'**aérospatiale**, les **compagnies aériennes** ou les **opérateurs portuaires**.
- **Les banques systémiques à l'échelle nationale.**
- **Les sociétés immobilières** avec bilans sains dans les pays du Golfe.



OBLIGATIONS

Segment des obligations « hybrides » subordonnées

Ce segment offre également des opportunités de portage mais avec des instruments complexes. Leur rendement est supérieur aux obligations de premier rang (+60 points de base en dollar et +90 en euro), justifié par un niveau de risque plus élevé :

- Ces instruments sont subordonnés, ce qui réduit considérablement la valeur résiduelle en cas de défaut.
- Les coupons peuvent être différés.
- Leur maturité effective est incertaine, mais les émetteurs disposent de plusieurs dates de rappel possibles.

Ces obligations hybrides sont généralement émises par des entreprises au modèle d'affaires défensif, occupant des positions monopolistiques (**distribution et transport d'électricité et de gaz**), soumises à une réglementation et à des contrats à long terme garantissant le recouvrement des investissements et l'indemnisation contre la volatilité des prix des matières premières dans le midstream (**oléoducs, gazoducs**). Elles couvrent aussi les secteurs de la **génération électrique**, des **projets d'énergies renouvelables**, des **télécommunications** et des **compagnies pétrolières intégrées** aux positions dominantes dans des environnements concurrentiels rationnels.

Segment high yield

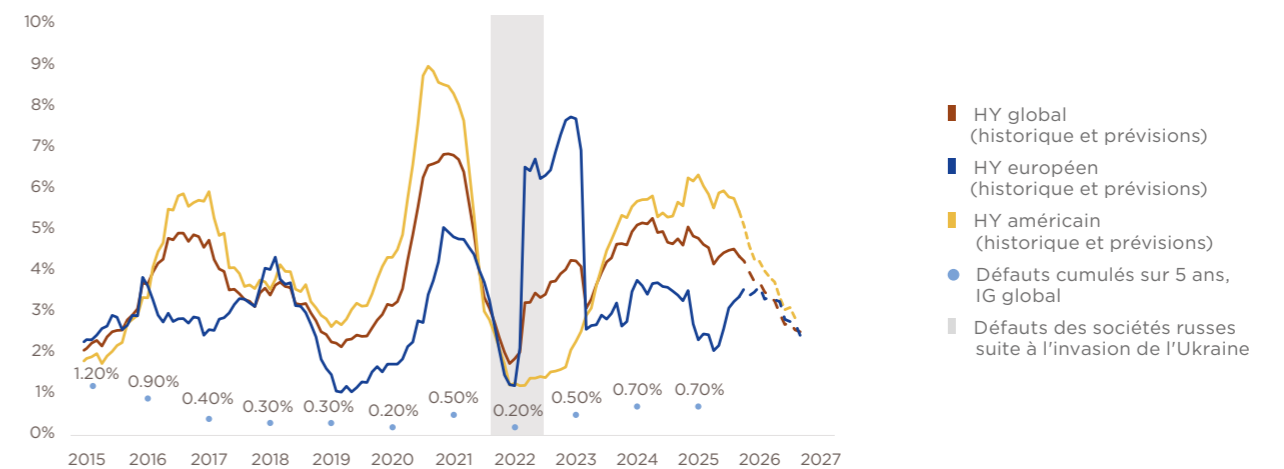
Pour les investisseurs tolérants au risque, une exposition au segment *high yield* permet d'améliorer les rendements des portefeuilles. Ici, les *spreads* sont également serrés, avec des indicateurs de crédit plus solides qu'au cours des cinq dernières années, mais la qualité des bilans et performances opérationnelles sont moins homogènes que dans l'*investment grade*, imposant une stricte sélectivité. Dans le segment européen *high yield*, les domaines d'intérêt couvrent :

- **Les équipementiers automobiles**, confrontés à des coûts énergétiques élevés, au ralentissement des ventes de voitures électriques en Europe et à la perte de parts de marché en Chine. Nous nous concentrons sur les **équipementiers français** ayant réussi à réduire leurs coûts, repositionner leurs activités et maintenir des indicateurs de crédit soutenables malgré l'absence de croissance des revenus.
- **Les télécommunications**, où l'endettement est élevé. La préférence va aux acteurs disposant d'une meilleure qualité réseau et d'une forte position concurrentielle liée à la couverture 5G et au développement de la fibre optique, tout en restant prudents envers ceux peinant à inverser la baisse du nombre d'abonnés.

- **Les entreprises leaders sur des marchés fragmentés**, permettant une croissance par acquisitions fréquentes de concurrents plus petits et des marges supérieures grâce à des synergies cumulées. Ces entreprises opèrent dans la **location d'équipements pour la construction ou la génération mobile d'électricité, le traitement des déchets, ou les services d'ingénierie**.

Les actifs obligataires contribuent aux performances grâce à un portage encore attractif. Malgré des *spreads* de crédit faibles et le risque de pentification des courbes de taux, les risques sont atténués par une prévision de taux de défaut contenus.

Graphique 2 — Taux de défaut sur 12 mois glissant pour les entreprises high yield et taux de défaut cumulé sur 5 ans glissants pour les entreprises IG global, en pourcentage du nombre d'émetteurs



Edmond de Rothschild, Moody's



Photographie de Ludovic Minet, Four Seasons Hotel, Megève, France.

Marchés privés



Situation actuelle du marché du Private Equity et ses perspectives

Matthieu George, CFA

Private Equity – Head of Portfolio Management

Pour anticiper l'évolution des marchés privés au cours du reste de la décennie, il est essentiel d'évaluer les facteurs cycliques qui les influencent actuellement. Les distributions des fonds de capital-investissement (Private Equity ou PE) versés à leurs commanditaires (*Limited Partners* ou LP) ont été faibles ces derniers temps, ce qui a réduit l'enthousiasme ou la capacité, des investisseurs à investir dans de nouveaux fonds. Cette situation contraste fortement avec l'activité observée en 2021, lorsque les mesures de relance liées à la COVID-19 étaient en vigueur.

Cependant, le rythme a considérablement ralenti à la suite du resserrement de la politique monétaire en 2022. Les flux de capitaux ont atteint des niveaux plus modérés. L'un des principaux facteurs de ce ralentissement est la difficulté rencontrée par les gestionnaires de fonds à réaliser des sorties à la hauteur de leurs attentes, compte tenu des conditions du marché. Par conséquent, les gérants choisissent de conserver leurs actifs plus longtemps plutôt que de les vendre à un prix inférieur, ce qui entraîne une réduction des sorties et un allongement de la durée des fonds.

Tandis que les performances se maintiennent, le marché du Private Equity s'est refroidi... Et 2026 devrait être une année de transition

Après trois années marquées par des sorties limitées et des distributions nettes négatives, le capital-investissement s'est réorganisé en 2025. Les montants en dollars des fusions-acquisitions ont fait bonne figure, mais le nombre de transactions raconte une autre histoire : les méga-transactions masquent un nombre total mondial au plus bas depuis 2005¹.

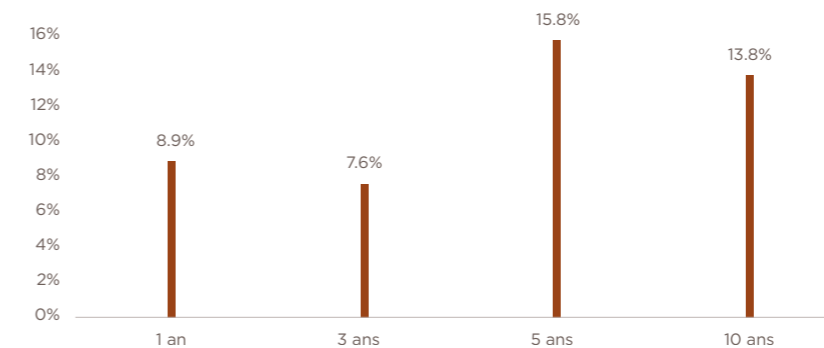
Les distributions aux investisseurs sont restées faibles, renforçant le ralentissement des levées de fonds et poussant les gestionnaires de fonds (GP) vers des outils de liquidité alternatifs. Pourtant, **les performances sous-jacentes du Private Equity sont restées solides et les valorisations des transactions « raisonnables », jetant les bases d'une normalisation progressive en 2026.**

Performance

Sur le long terme, les indices de référence continuent d'afficher des rendements nets à deux chiffres pour les stratégies de capital transmission (*buy out*) et le capital-investissement en général, avec des taux de rendement interne (TRI²) de ces classes d'actifs sur cinq et dix ans de 15,8% et 13,8% respectivement³ (graphique 1). Sur des périodes plus courtes, telles qu'un an, le Private Equity a sous-performé les marchés publics. Mais il faut premièrement rappeler que ce marché est intrinsèquement à long terme et, deuxièmement, que le capital-investissement a largement surpassé la performance des actions cotées pendant la récession de 2022 et qu'il est donc en train de lisser son profil de rendement.

Les valorisations se sont améliorées jusqu'à la mi-2025, date des dernières données disponibles, ce qui confirme ce que nous voyons : **la création de valeur opérationnelle et les fusions-acquisitions continuent de s'opérer même lorsque les sorties sont lentes.** Bien que ces chiffres ne garantissent pas les résultats à court terme, ils aident à expliquer pourquoi de **nombreux LP maintiennent leurs pondérations cibles.**

Graphique 1 – Taux de rendement interne (TRI) mondiaux pour les stratégies de capital transmission, cumulés sur la période



Edmond de Rothschild, MSCI au 30.06.2025

Levées de fonds

Preqin, un cabinet d'études spécialisé dans les marchés privés, souligne que le marché est moins contraint qu'en 2023-2024, à mesure que l'effet dénominateur s'estompe et que les distributions commencent à reprendre. Dans le Private Equity, cet effet survient lorsque la valeur totale du portefeuille coté d'un investisseur diminue à cause, par exemple, d'une chute des marchés comme en 2022, mais que la valeur des investissements non cotés reste stable.

¹ Données à fin juin 2025

² Un indicateur de performance des fonds fermés

³ D'après le rapport MSCI Private Capital Benchmarks pour les stratégies de capital transmission au second trimestre 2025



Cela fait augmenter la proportion de PE dans le portefeuille, ce qui peut nécessiter des ajustements pour respecter les cibles d'allocation. Néanmoins, les levées de fonds sont toujours relativement atones. Malgré cela, nous rencontrons certains gestionnaires qui parviennent encore à lever des fonds de plusieurs milliards de dollars sursous-crits, atteignant leur capacité maximale en quelques mois seulement et avec un seul *closing*⁴.

Les levées de fonds, au niveau mondial, devraient rester en 2026 inférieures aux pics d'avant 2022, les encours se concentrant sur les gestionnaires capables de démontrer leur connaissance approfondie du secteur, leur capacité à créer de la valeur de manière répétée et leur crédibilité en matière de liquidité. **Les canaux de gestion de fortune privée devraient continuer à élargir l'accès à cette classe d'actifs.**

Activité et valorisation des transactions

La valeur globale des fusions-acquisitions a augmenté plus rapidement que le nombre de transactions jusqu'à présent en 2025, avec la reprise des méga-transactions. **Les prix semblaient toutefois raisonnables**: au premier semestre, les multiples médians de rachat aux États-Unis se situaient près de leur moyenne décennale. Les prix dépendent toujours des coûts de financement et de la durabilité des bénéficiaires.

Sorties et liquidité

Les sorties restent le principal obstacle. Leur valeur totale en 2025 (derniers chiffres arrêtés au premier semestre) a bénéficié de quelques transactions exceptionnelles, mais le nombre d'entreprises vendues a atteint son plus bas niveau depuis plusieurs années; les ventes aux acteurs stratégiques et les transactions entre fonds d'investissement ont dominé l'activité, tandis que les introductions en bourse ont contribué de manière ponctuelle.

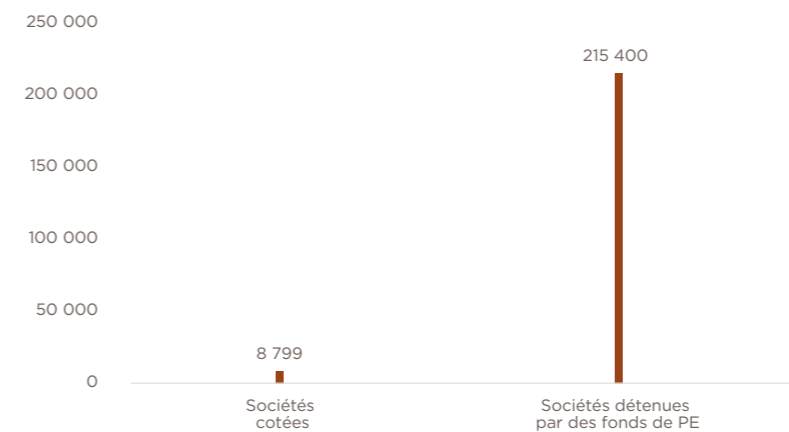
En conséquence, les GP se sont davantage appuyés sur les véhicules de continuation (CV⁵) et sur le financement au niveau du portefeuille. AlpInvest, un important allocateur d'actifs sur les marchés privés, estime que les CV représentent désormais environ 13% des sorties de transactions de capital transmission. À cet égard, les fonds de fonds de Private Equity ont été témoins de plusieurs événements de liquidité au cours des deux dernières années et nous convenons que les CV sont devenus une option importante d'obtention de liquidités. Si les réductions des écarts entre les prix acheteur et vendeur sont d'une importance capitale pour redynamiser les sorties, un contexte macroéconomique favorable n'en reste pas moins important pour que les sociétés en portefeuille atteignent leur budget, un élément clé pour les acheteurs potentiels.

⁴ En Private Equity, le closing est la dernière étape d'une opération, qu'il s'agisse d'une levée de fonds ou de la vente d'une entreprise.

⁵ Les "continuation vehicles" permettent de prolonger la détention d'un actif afin de maximiser sa valeur tout en offrant une opportunité de liquidité aux investisseurs qui souhaitent retirer leur participation. L'actif est cédé par l'ancien fonds à un nouveau véhicule créé spécifiquement, à un prix établi par un investisseur secondaire. Les investisseurs de l'ancien fonds décident s'ils veulent réinvestir dans le nouveau véhicule aux côtés du consortium formé par l'investisseur secondaire.

En 2026, ces mécanismes permettant de convertir une partie de la valeur des sociétés en portefeuille en liquidités sans obliger les GP à s'en départir devraient continuer d'avoir le vent en poupe. Leur utilisation dépendra de la confiance qu'ont les fonds dans la création de valeur future de ces actifs. L'écosystème du marché secondaire, qui est en pleine croissance, devrait donc continuer à absorber les besoins de liquidité.

Graphique 2 – Nombre de sociétés cotées versus sociétés ayant des fonds de capital investissement comme actionnaires



Edmond de Rothschild, MSCI

Quelle est la suite ?

Qualifier les marchés privés d'«alternatifs» est anachronique: ils deviennent essentiels à la construction d'un portefeuille robuste. Ces marchés ne sont plus «niches» ou «alternatifs»: ils sont le **terrain de davantage de création de valeur, car les entreprises restent privées plus longtemps et représentent une part plus importante de l'univers d'investissement** (graphique 2). Dans le même temps, les marchés publics ont vieilli, puisque de moins en moins de nouvelles sociétés sont cotées en bourse, ils se sont concentrés et sont devenus plus corrélés, ce qui a réduit les avantages de la diversification. La corrélation entre les actions et les obligations est devenue moins fiable comme outil d'absorption des chocs.

Dans ce contexte, une allocation mesurée (par exemple 20%) aux actifs privés peut améliorer la qualité d'un portefeuille: le Private Equity pour améliorer le rendement grâce à un actionariat actif et à des leviers opérationnels de création de valeur et des actifs



réels pour la diversification. Il ne s'agit pas de dire que les actifs privés surperforment toujours sur de courtes périodes, mais qu'ils possèdent la capacité d'accroître les moteurs de rendement d'une manière que les marchés publics ne parviennent plus à réaliser aussi efficacement. Par ailleurs, les rendements des stratégies de capital investissement sont davantage déterminés par la **création de valeur spécifique** que par le bêta du marché, ce qui est intéressant compte tenu de la hausse des mouvements synchronisés des actions cotées.

Si l'on se concentre spécifiquement sur l'année prochaine, **2026 s'annonce comme une «année charnière»** avec des perspectives plausibles dans les deux sens. Les éléments disponibles penchent modérément vers une issue positive.

Au cours du reste de la décennie, **nous prévoyons une reprise du volume des sorties qui devrait contribuer à lancer un nouveau cycle dans le domaine du capital investissement et des marchés privés en général.** Parmi les scénarios susceptibles de déclencher ce nouveau cycle, citons la baisse des taux d'intérêt directs, la poursuite de la convergence des valorisations des actifs entre acheteurs et vendeurs, un contexte macroéconomique plus favorable permettant aux sociétés en portefeuille de réaliser leurs budgets prévisionnels et un changement structurel continu dans les allocations des marchés publics vers les marchés privés.



Détail, salons de la banque, Genève, Suisse.

Marché des changes



Quels enjeux pour 2026 sur le marché des changes ?

Jean-Marc Guillot
Group Treasurer

L'année 2025, sur le marché des devises et des métaux précieux, aura été marquée par une incertitude élevée liée au caractère erratique de la politique menée par Donald Trump. Depuis son arrivée au pouvoir, le nouveau locataire de la Maison Blanche a en effet multiplié les effets de surprise et les revirements décisionnels, aussi bien sur le front de la guerre économique que dans son rôle rêvé de faiseur de paix dans les conflits israélo-palestinien et russo-ukrainien. Il n'a pas négligé non plus un interventionnisme assumé et une tentative de suppression d'autonomie dans ses relations avec la Réserve fédérale (Fed).

Le reste du monde n'a pas dérogé à la règle de l'incertitude. Les divers épisodes d'instabilité politique en France dans un contexte de dette aggravée ont influencé l'euro. Le Japon a fait face à une forte transformation politique dont les impacts restent à évaluer. La Suisse fait quant à elle face à une taxe douanière de 39% et à un attrait de sa devise comme valeur refuge. Cet environnement semble devoir se pérenniser en 2026, nécessitant vigilance et réactivité dans la gestion du risque de change.

États-Unis : les menaces liées à l'inflation

Aux États-Unis, la Fed a débuté en septembre un cycle d'assouplissement monétaire. À la date de rédaction de cet article, le marché anticipe des taux à 3% contre 4% à la fin du premier semestre 2026. Bien que soutenu par le ralentissement constaté du marché de l'emploi, ce scénario reste néanmoins hypothétique. En effet, l'inflation n'est jamais redescendue jusqu'au niveau d'équilibre souhaité de 2% de hausse annuelle des prix. Au contraire même, l'indice des prix à la consommation a commencé à rebondir en été 2025 de 2,6% à 2,7%, puis 2,9%. Les nombreuses barrières fiscales mises en place par l'administration Trump sur les importations de biens en provenance de pays étrangers constituent des coûts supplémentaires dont la totalité n'est absorbée ni par l'exportateur, ni par l'importateur. Le client final, le citoyen américain, se trouve également impacté. La transmission n'est pas immédiate, mais le risque de rebond de l'inflation est bien présent et pourrait conduire la Fed à reconsidérer sa politique accommodante.

Enfin, si le statut de monnaie de réserve du dollar américain fait débat, il est toutefois appelé à perdurer à moyen terme, faute d'alternatives crédibles et en liquidité suffisante pour les banques centrales étrangères et les investisseurs internationaux.

Europe : la zone euro fragilisée par le risque France

L'instabilité politique en France, la valse des premiers ministres et les éternelles concessions budgétaires financées par une dette abyssale ont conduit les agences de notation à abaisser la note du pays, augmentant les coûts d'emprunts. Le risque France pèse sur la zone euro et influence le cours de la devise commune. Si l'union affichée pour faire face à la menace russe en augmentant les dépenses militaires a permis de soutenir une hausse de l'euro, le risque budgétaire français limite l'intérêt de l'acheteur sur la devise unique. Le marché a peu d'attentes sur l'évolution de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) et prévoit des taux stables à 2% pour les 24 prochains mois, avec un léger risque d'une dernière baisse de 25 points de base si le soutien de l'économie le justifie. Cette stabilité sur les taux européens, conjuguée à un risque de révision des anticipations baissières aux États-Unis, plaide pour un EUR/USD stabilisé autour de 1,15.

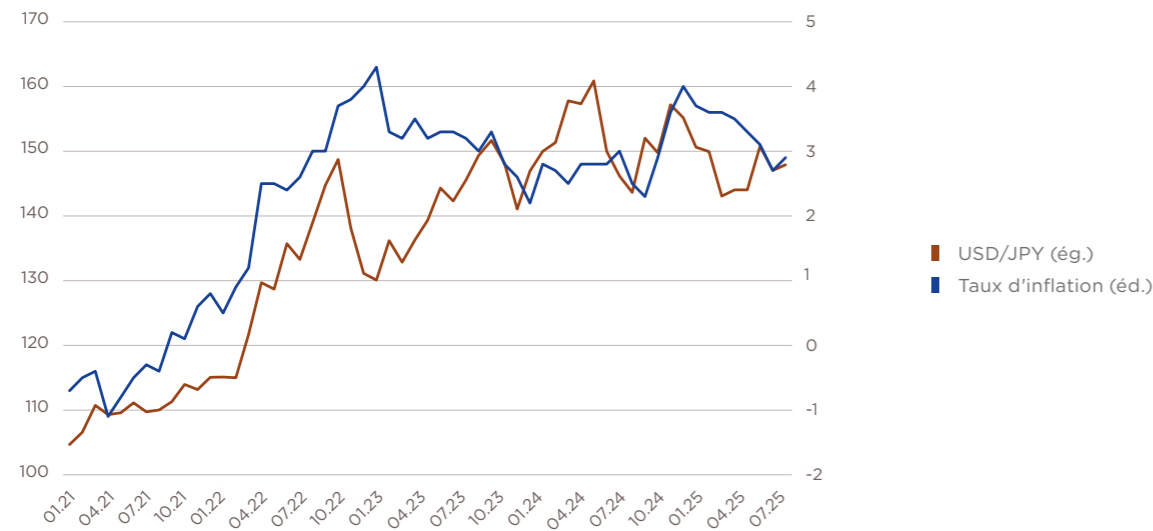
Japon : une perte de valeur du yen ?

Au Japon, la transition à la tête du Parti Libéral Démocrate a conduit Sanae Takaichi, 64 ans, à devenir la première femme à occuper le poste de premier ministre de l'archipel. Elle affiche une volonté claire de réduire la pression du coût de la vie sur ses électeurs en élaborant un nouveau plan économique et en octroyant un budget spécial. Cependant, allocations financières défiscalisées ou autres baisses d'impôt devront être financées, très probablement par un accroissement de la dette nationale au travers de nouvelles émissions de JGB, obligations d'État. Des mesures qui vont à l'encontre du durcissement monétaire progressif mené par la Banque du Japon sous la gouvernance de Kazuo Ueda, ancien premier ministre, pour lutter contre une inflation qui reste trop élevée à 2,9% en rythme annualisé.

Le risque premier pour le yen est une perte de valeur sur les décisions gouvernementales, avec une possibilité de tester à nouveau la zone de 155/160 contre dollar américain. Étant donné qu'une devise faible augmente le risque d'inflation importée, il est fort probable que le ministère des finances intervienne à nouveau dans le marché pour contenir le mouvement. Conjugué avec la poursuite de la politique monétaire restrictive actuelle, cela devrait permettre une stabilisation du yen autour de 140/145 contre dollar à moyen terme.



Graphique 1 — L'accélération de l'inflation s'est accompagnée d'une dépréciation du yen au Japon

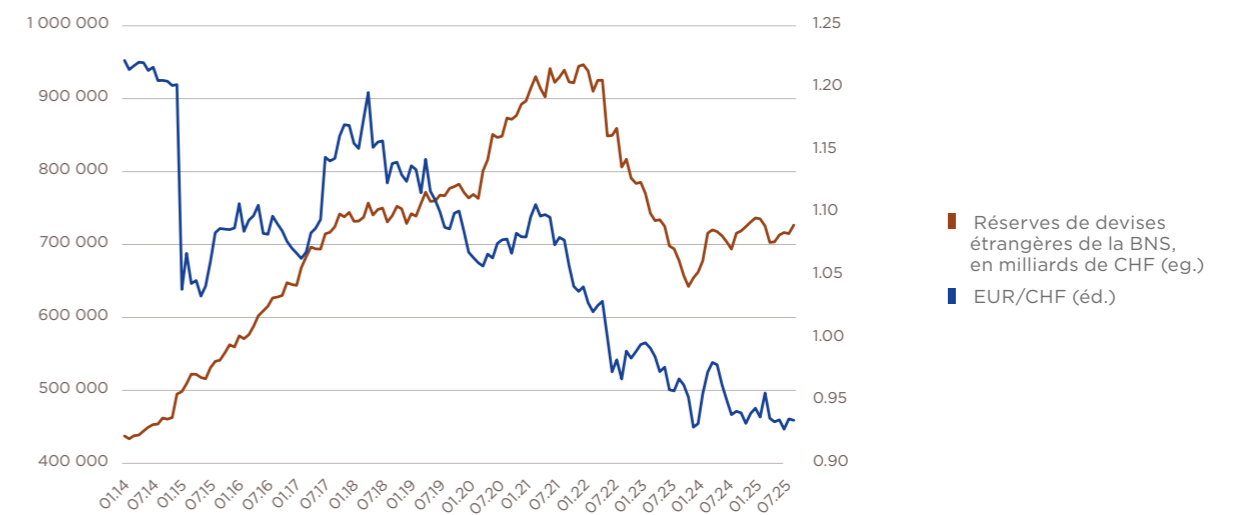


Edmond de Rothschild, Bloomberg

Suisse: une impressionnante résilience

La Suisse, pénalisée par des tarifs américains initialement fixés à 39% et par les pressions exercées sur le domaine pharmaceutique, montre toujours une impressionnante résilience et une surprenante capacité d'adaptation. La haute valeur ajoutée de ses produits d'exportation ainsi que, pour certains, l'absence de produits de substitution, continue à jouer en sa faveur. La Banque nationale suisse (BNS) a porté son taux directeur à 0% afin de dissuader les investisseurs internationaux en quête de sécurité de détenir trop de francs, mais également pour apporter un soutien à la croissance du pays. Le franc suisse traite néanmoins à des niveaux élevés. Les points de support critiques se situent à 0,92 en EUR/CHF et à 0,78 en USD/CHF. Sous ses niveaux, une intervention de la BNS paraît probable avec deux leviers différents. En premier lieu, la BNS devrait privilégier une nouvelle augmentation de ses réserves par des achats d'actifs en devises étrangères. Ensuite, elle pourrait à nouveau envisager des taux négatifs, malgré les effets préjudiciables sur le secteur de la prévoyance professionnelle et sur une partie du secteur financier. L'effet probable de ces mesures est une stabilisation, puis une baisse légère du franc vers 0,96 et 0,84 à moyen terme.

Graphique 2 — La BNS pourrait affaiblir sa devise en intervenant sur le marché des changes



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Avertissement

Le présent support est émis par Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment d'Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés. Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité d'Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses. Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment d'Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. Source d'informations : à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles d'Edmond de Rothschild. Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation d'Edmond de Rothschild.

Copyright © Edmond de Rothschild – Tous droits réservés

Directeur de la publication : Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking & CIO
Rédacteur en chef : Hervé Prettre, Head of Global Investment Research
Coordinatrice d'édition : Ariane Girouard
Achevé de rédiger le 24 novembre 2025
Design : Valentine Simonini
Images : Edmond de Rothschild

