



S1 2026 | PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT

Dynamiques de fin de cycle, dispersion accrue

January 1, 2026

Résumé Exécutif

Le contexte macroéconomique mondial demeure fragile, marqué par des dynamiques de croissance globalement faibles, malgré des poches de résilience relative et temporaire, notamment dans certaines régions d'Europe. Dans cet environnement, les banques centrales mondiales devraient maintenir une posture de politique monétaire agile et fortement dépendante des données, afin de préserver une flexibilité suffisante en cas de dégradation significative des perspectives économiques. Parallèlement, les préoccupations liées à la discipline budgétaire et à la soutenabilité des trajectoires d'endettement devraient continuer de peser sur les dettes souveraines des marchés développés, influençant durablement les primes de terme et la rémunération du risque. Sur le plan géopolitique, les risques pourraient s'atténuer à mesure que se dessine la perspective d'une résolution négociée du conflit entre l'Ukraine et la Russie, et que le calendrier politique américain s'oriente vers les élections de mi-mandat — une phase au cours de laquelle l'administration Trump serait incitée à privilégier une inflation plus contenue et des conditions financières plus accommodantes, ce qui serait favorable aux marchés actions. Dans ce contexte, le positionnement des portefeuilles est structuré autour de la recherche de résilience et du contrôle de l'asymétrie. Les niveaux de valorisation historiquement élevés des actions et du crédit sont susceptibles de générer des épisodes de volatilité accrue, que les investisseurs devront savoir exploiter.

Sur les actions, le positionnement demeure neutre. Des valorisations à des sommets historiques suggèrent des rendements futurs plus modérés. Toutefois, d'un point de vue technique, aucun signal clair de correction imminente n'est à ce stade identifié. Notre stratégie vise à diversifier nos expositions : 1) nous renforçons les valeurs mid caps américaines afin de capter une surperformance du marché domestique en relatif aux méga-capitalisations, 2) nous maintenons une surpondération à l'Europe et aux marchés émergents, et 3) nous ajoutons une poche dédiée aux petites capitalisations européennes en complément d'une exposition existante aux grandes capitalisations. L'allocation sectorielle demeure largement diversifiée.

Sur le segment obligataire, la posture est défensive : nous surpondérons les obligations souveraines, sous-pondérons le crédit d'entreprise et adoptons une duration neutre, reflétant des rendements sans tendance directionnelle et des spreads jugées trop faibles.

Sur le marché des changes, notre cadre d'analyse suggère un dollar américain sans direction évoluant dans une fourchette, avec un léger biais à la baisse, tout en reconnaissant que l'USD conserve un rôle défensif en cas de scénario récessif ou de regain d'aversion au risque. Au sein des devises du G10, le GBP, le NOK et l'AUD apparaissent comme des expressions à plus forte conviction d'un affaiblissement du dollar et d'une revalorisation des anticipations de croissance américaine, tandis que le potentiel haussier de l'euro semble relativement plafonné au-delà de 1,20.

Sur les matières premières, le positionnement est constructif : nous surpondérons l'agriculture, et sommes modérément positifs sur l'énergie et les métaux précieux.

INVESTMENT STRATEGY VIEWS									
		Bearish	Neutral	Bullish			Bearish	Neutral	Bullish
Global Asset Allocation				Fixed Income					
Equities		○	●	○	Governments		○	○	●
Fixed Income		○	●	○	Corporates		○	●	○
Commo/Special Opp.		○	○	●	Investment Grade		○	●	○
Alternatives		○	○	●	High Yield		●	○	○
Cash		●	○	○	Duration		○	●	○
Equities				Regions					
Regions					DM		○	●	○
US		○	●	○	EM		○	●	○
Europe		○	●	○	Currencies				
APAC		○	●	○	USD		●	○	○
EM		○	○	●	EUR		○	●	○
Sectors					JPY		○	●	○
Communication Services		○	●	○	GBP		○	○	●
Consumer Discretionary		●	○	○	CHF		○	●	○
Consumer Staples		○	●	○	SEK		○	●	○
Energy		○	●	○	Other		○	●	○
Financials		●	○	○	<u>Legend</u>				
Health Care		○	●	○	■ - Current View				
Industrials		○	●	○					
Information Technology		○	○	●					
Materials		○	●	○					
Real Estate		○	○	●					
Utilities		○	○	●					

Macroéconomie Mondiale

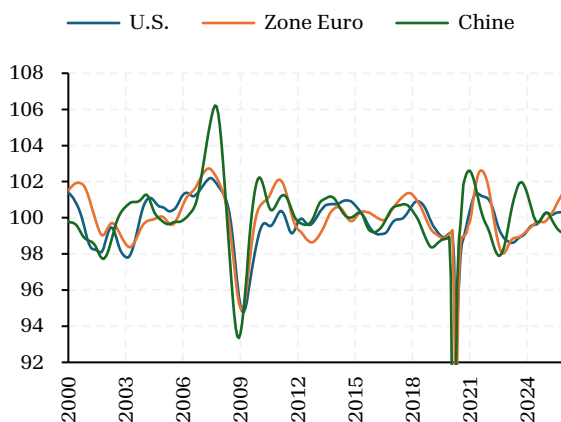
Faible cadence, forte dispersion

L'économie mondiale aborde le premier semestre 2026 à un rythme très modéré. Aux États-Unis, l'activité ralentit à mesure que le marché du travail se normalise. En Chine, le ralentissement se poursuit, principalement via le canal immobilier. L'Europe montre des signes d'amélioration, mais ceux-ci relèvent davantage d'un rattrapage après une phase de faiblesse que du démarrage d'un nouveau cycle économique. Avec une inflation revenue vers les objectifs des banques centrales et une croissance proche de la stagnation, le risque d'un régime de « japonisation » dans les économies développées s'accroît : croissance tendancielle faible, inflation durablement contenue et recours plus fréquent à des baisses de taux directeurs. L'année 2026 constitue ainsi un point d'inflexion : la trajectoire à court terme apparaît plus molle, l'assouplissement des politiques économiques s'exerçant de façon progressive et différée.

Amélioration graduelle des économies développées

Les indicateurs avancés de l'OCDE convergent vers un scénario de stabilisation, plutôt que d'accélération de l'activité. Aux États-Unis, l'indicateur avancé composite (CLI) évolue autour de sa tendance de long terme, signalant une croissance proche de son potentiel plutôt que l'entrée dans un nouveau cycle haussier. La zone euro affiche une amélioration plus marquée, cohérente avec une phase de rattrapage. La Chine demeure en dessous de sa tendance, ce qui renforce l'idée que l'impulsion mondiale provient essentiellement d'une amélioration marginale en Europe, plutôt que d'une réaccélération de l'économie chinoise (Figure 1).

Figure 1 : Indicateurs avancés composites de l'OCDE

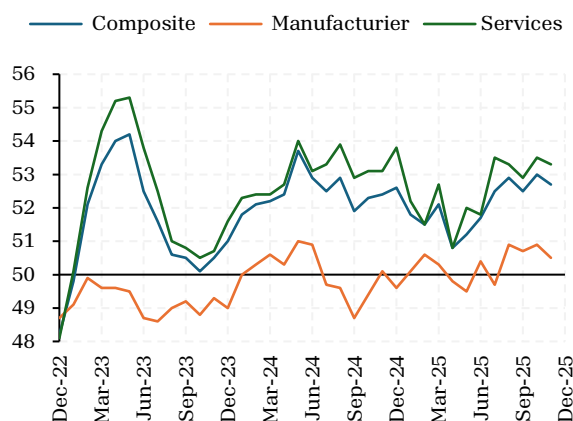


Sources. MAM, OCDE.

Stabilisation du secteur manufacturier mondial, services atones

Les indices PMI mondiaux suggèrent une économie en expansion, mais à un rythme modéré. La production manufacturière n'évolue que légèrement au-dessus du seuil de 50, tandis que les services demeurent relativement plus solides, maintenant l'indice composite en zone d'expansion (Figure 2). Le rebond reste toutefois étroit et peu intensif en investissements : le cycle actuel ne s'accompagne pas d'un véritable « redémarrage industriel ». Les signaux en provenance des coûts demeurent contrastés : les coûts des intrants augmentent, mais le pouvoir de fixation des prix reste limité. L'environnement demeure donc peu porteur.

Figure 2 : PMI composite mondial (JPMorgan)

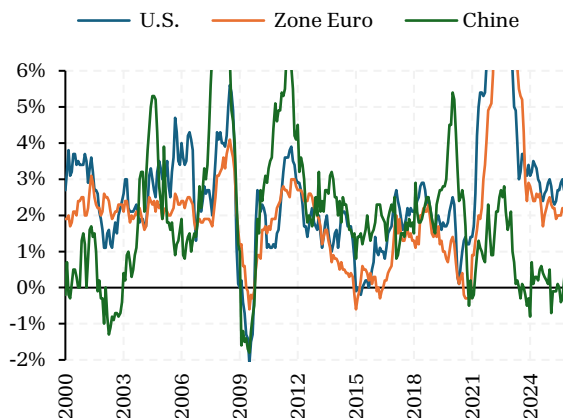


Sources. MAM, S&P Global.

La désinflation se poursuit, mais ralentit

La désinflation continue, mais sa phase finale progresse lentement. L'inflation américaine demeure plus persistante, la zone euro se rapproche davantage de sa cible, tandis que la Chine continue de jouer un rôle d'ancrage désinflationniste au niveau mondial (Figure 3). Dans l'ensemble, l'inflation des économies développées apparaît plus susceptible de se stabiliser que de reculer rapidement, ce qui plaide en faveur d'un assouplissement monétaire graduel, tout en maintenant le débat de politique monétaire focalisé sur l'ampleur des ajustements, plutôt que sur leur nécessité.

Figure 3 : Dispersion mondiale de l'inflation

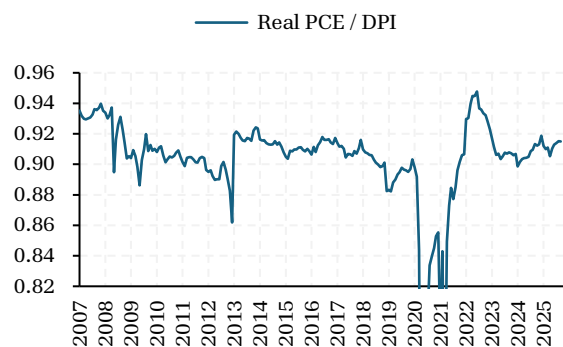


Sources. MAM, St Louis FRED, Eurostat, NBS.

Le consommateur américain n'est plus un moteur d'accélération de la croissance

La consommation réelle des ménages, mesurée par les dépenses de consommation personnelle (PCE) rapportées au revenu personnel disponible (DPI), s'est stabilisée, indiquant que la consommation est de nouveau principalement adossée aux revenus, plutôt qu'alimentée par l'utilisation d'une épargne excédentaire ou par le désendettement (Figure 4). Cette évolution est plus saine d'un point de vue structurel, mais elle implique que les ménages sont désormais peu susceptibles d'apporter un surplus de croissance : à mesure que les revenus du travail ralentissent, la dynamique de la consommation devrait s'essouffler en parallèle, renforçant un scénario mondial de croissance à faible régime.

Figure 4 : Demande américaine – Consommation réelle vs revenu personnel disponible (DPI)



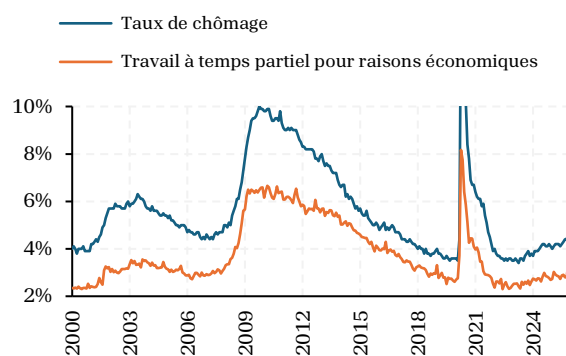
Sources. MAM, St Louis Fed.

Refroidissement du marché du travail américain

Les conditions sur le marché du travail se sont assouplies. Sans entrer dans une phase désordonnée de destructions d'emplois, la trajectoire s'est désormais clairement orientée à la modération. Le taux de chômage a progressivement augmenté et le sous-emploi — notamment le travail à temps partiel pour raisons

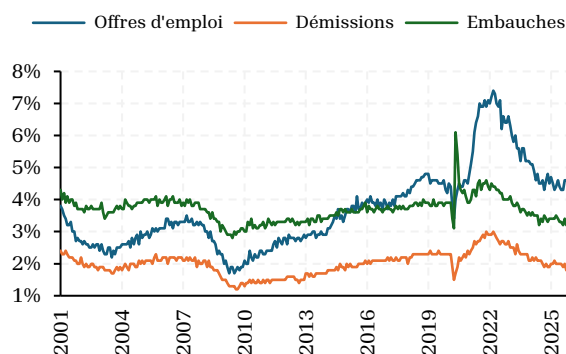
économiques — s'est accru, ce qui est cohérent avec une phase de rééquilibrage de fin de cycle (Figure 5). La demande de travail s'est normalisée : les offres d'emploi, les taux de démission et les embauches ont reculé, traduisant un affaiblissement du pouvoir de négociation des salariés et une baisse de la mobilité professionnelle (Figure 6). La croissance des salaires a nettement ralenti (Figure 7), réduisant le risque d'une spirale prix-salaires tout en confirmant que l'économie évolue à un rythme proche de la stagnation, plutôt que dans une phase de réaccélération.

Figure 5 : Excédent de capacités sur le marché du travail américain



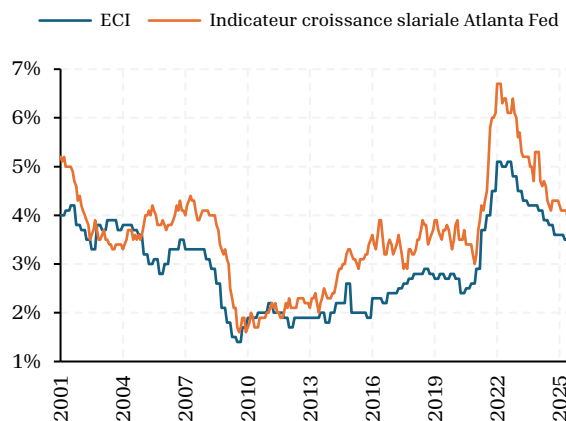
Sources. MAM, Bureau of Labor Statistics.

Figure 6 : JOLTS



Sources. MAM, Bureau of Labor Statistics.

Figure 7 : Tendances salariales aux États-Unis

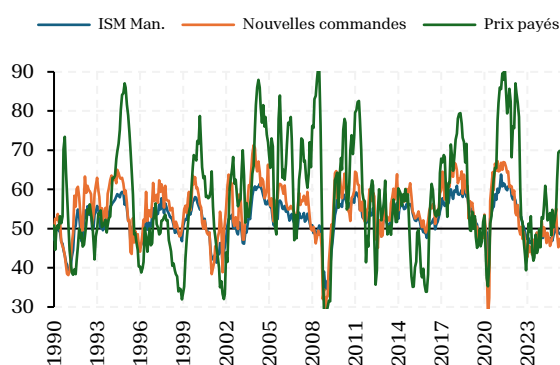


Sources. MAM, Bureau of Labor Statistics, Atlanta Fed.

Industrie américaine en difficulté, services résilients

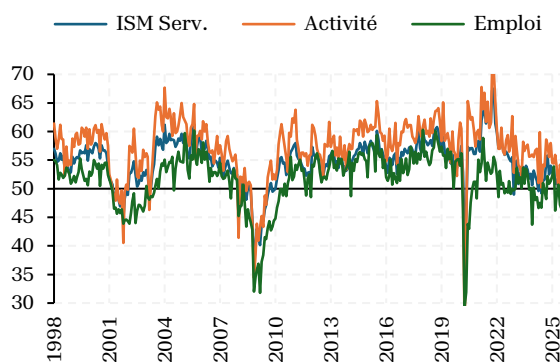
Le secteur manufacturier demeure en contraction et les composantes internes signalent une demande faible : les nouvelles commandes et les carnets de commandes restent faibles, tandis que l'emploi demeure en zone de contraction, même si la production a mieux résisté (**Figure 8**). Les services restent en zone d'expansion, mais la composition est typique d'une phase de fin de cycle : l'activité des entreprises reste solide, les nouvelles commandes ralentissent, l'emploi évolue sous le seuil de 50 et les prix payés demeurent élevés (**Figure 9**). L'ensemble est cohérent avec un ralentissement de la croissance et une inflation des services persistante, plutôt qu'avec une réaccélération franche de l'activité.

Figure 8 : Enquête ISM – Industrie manufacturière



Sources. MAM, Institute for Supply Management.

Figure 9 : Enquête ISM – Services



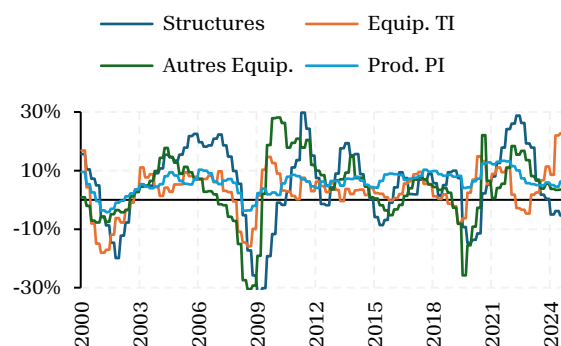
Sources. MAM, Institute for Supply Management.

L'IA porte l'essentiel de l'investissement

L'investissement reste étroit mais puissant. Le cycle est principalement soutenu par les équipements de traitement de l'information (notamment les infrastructures liées à l'IA), qui sont passés d'une phase de contraction fin 2023 (-4,7 % en glissement annuel) à une forte accélération en 2025. Cela étant, les marchés questionnent de plus en plus la capacité de ces dépenses à générer une valeur économique durable, avec une prise de conscience croissante du fait que l'allocation du capital sera hétérogène et que le cycle fera émerger des gagnants et des perdants à mesure qu'il mûrit. Cette problématique est déjà visible dans les débats autour

des investissements à grande échelle dans le cloud et l'IA (comme en témoigne la stratégie d'Oracle), et devrait s'intensifier à l'horizon 2026. À l'inverse, l'investissement en infrastructures continue de peser sur la dynamique globale, évoluant dans une contraction modérée mais persistante (-4 à -5 % en glissement annuel), qui ressemble davantage à un plateau qu'à une nouvelle phase de repli marqué. Le reste est plus contrasté : les autres catégories d'équipements ont ralenti vers des rythmes de 1 à 2 % en glissement annuel (GA), tandis que les produits de propriété intellectuelle (IP) demeurent en croissance stable autour des 5% en GA (**Figure 10**). In fine, la dynamique de l'investissement est de plus en plus tirée par le calcul informatique et les logiciels — un soutien à l'activité économique, mais moins diversifié et potentiellement plus fragile.

Figure 10 : Investissement fixe réel non résidentiel – GA (%)

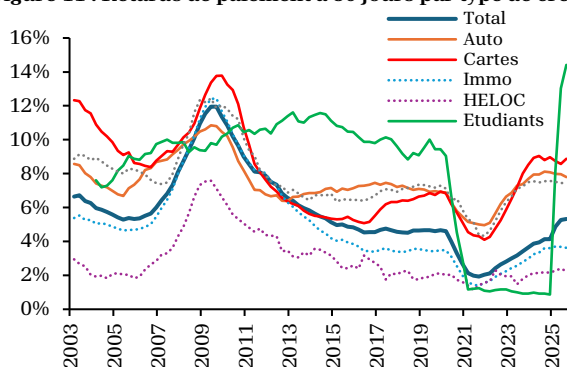


Sources. MAM, Bureau of Economic Analysis.

Un crédit à la consommation américain sous tension

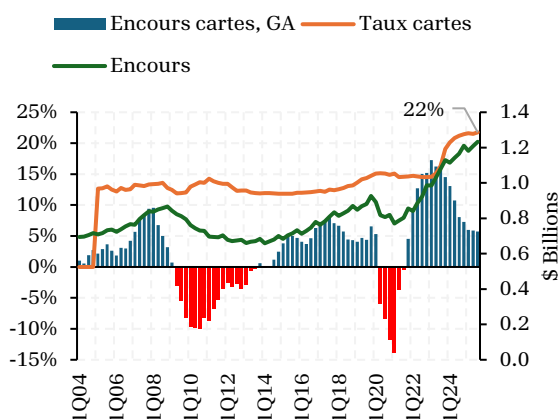
Les tensions sur le crédit ne sont pas généralisées, mais elles progressent là où l'impact sur la demande marginale est le plus sensible. Les taux de retard de paiement (delinquencies) ont augmenté sur les cartes de crédit et les prêts automobiles, tandis que les prêts étudiants constituent désormais le principal point de tension depuis la reprise des remboursements (**Figure 11**). Parallèlement, le coût du crédit renouvelable demeure extrêmement élevé — avec des taux annuels effectifs (APR) autour des 20 % — tandis que la croissance du crédit renouvelable s'est retournée. Cela suggère que les ménages se désendettent à la marge plutôt que de recourir au crédit pour soutenir leur consommation (**Figure 12**). L'ensemble est cohérent avec un comportement des ménages de plus en plus défensif.

Figure 11 : Retards de paiement à 30 jours par type de crédit



Sources. MAM, Fed/FRED.

Figure 12 : Encours de cartes de crédit

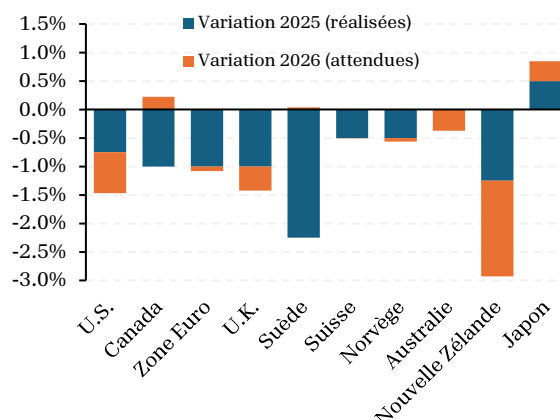


Sources. MAM, NY Fed.

Cycle de baisse des taux avancé, mais divergeant

Le cycle de baisse des taux arrive à maturité et les divergences persistent. Le Japon poursuit sa normalisation tandis que la majorité des banques centrales des économies développées évoluent dans une phase d'assouplissement monétaire (Figure 13). Le ralentissement de la croissance devrait amener les banques centrales à être plus actives que ne le laisse entrevoir l'assouplissement « sélectif » actuel. Le soutien à l'activité lié à l'assouplissement monétaire devrait se matérialiser avec un décalage dans le temps, de manière plus significative au second semestre 2026 et en 2027, plutôt que de façon immédiate.

Figure 13 : Politiques monétaires des banques centrales

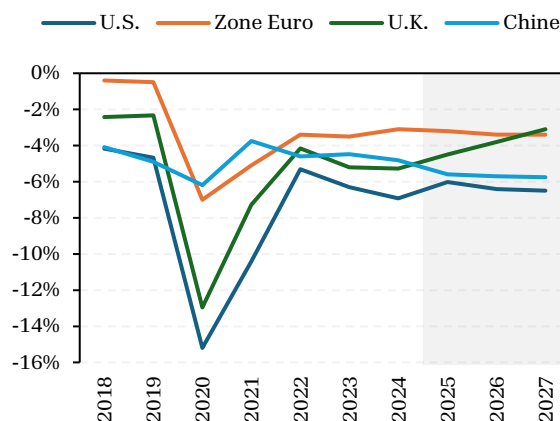


Sources. MAM, Bloomberg.

Des déficits budgétaires susceptibles d'auto-alimenter des taux plus élevés

Les déficits budgétaires demeurent structurellement élevés dans les principales économies (Figure 14). L'attention se concentre désormais sur la charge d'intérêts et l'offre nette de dette : des besoins de financement durables, conjugués au retrait des banques centrales, maintiennent un plancher sous la prime de terme, malgré la baisse des taux directeurs. La politique budgétaire peut soutenir marginalement la croissance, mais accroît la sensibilité des taux longs à l'offre de dette et à la prime de terme dans un contexte de faible croissance.

Figure 14 : Solde budgétaire des administrations publiques (en % du PIB)



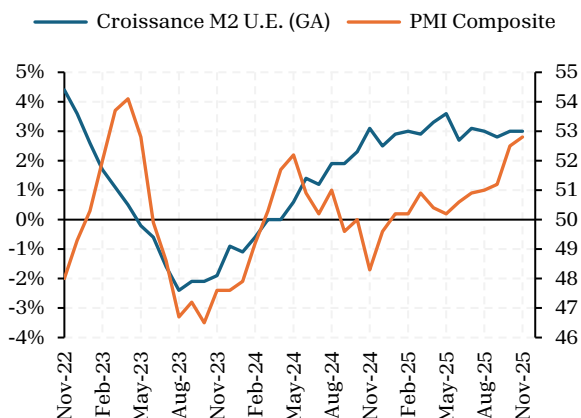
Sources. MAM, Bloomberg.

Europe – Renforcement marginal

L'Europe montre des signes d'amélioration à la marge, soutenue par un assouplissement des conditions financières et une dynamique domestique plus ferme. La croissance de la masse monétaire M2 est repartie à la hausse et l'indice PMI composite s'est stabilisé en zone d'expansion (Figure 15). Cette amélioration s'apparente davantage à un rattrapage qu'à l'amorce d'un nouveau

cycle : l'industrie manufacturière demeure le maillon faible et les contraintes externes persistent. En définitive, l'Europe constitue une poche de relative résilience, bien que le régime global de croissance reste à faible vitesse.

Figure 15 : Croissance de M2 en zone euro et PMI composite

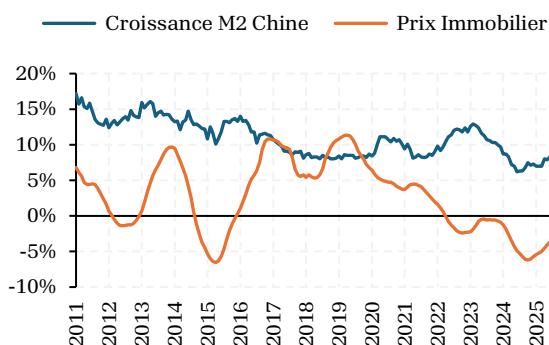


Sources. MAM, BCE, S&P Global.

Chine – Stabilisation dépendante de l'immobilier

La Chine bénéficie d'un soutien des politiques économiques, mais la dynamique n'est pas auto-entretenue. La croissance de la masse monétaire M2 en GA améliore les conditions de liquidité, mais les prix de l'immobilier résidentiel demeurent déprimés, pesant à la fois sur la confiance et sur la demande privée (Figure 16). Tant que le secteur immobilier ne se stabilisera pas de manière durable, la Chine devrait rester un contributeur à faible croissance et faible inflation — favorable à la désinflation mondiale, mais sans constituer un moteur fiable de la croissance globale.

Figure 16 : Croissance M2 en Chine et prix de l'immobilier résidentiel



Sources. MAM, Banque populaire de Chine, Bloomberg.

Géopolitique moins centrale qu'en 2025

Nous considérons que la géopolitique devrait jouer un rôle moins dominant sur les marchés qu'en 2025, l'attention politique se recentrant davantage sur les

priorités domestiques à l'approche des élections de mi-mandat américaines de 2026. Nous anticipons moins de nouveaux chocs de politique externe et une légère compression de la prime de risque géopolitique. Un cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine demeure un scénario asymétrique favorable : il soutiendrait le sentiment de marché et réduirait les primes de risque sur l'énergie, sans pour autant remettre en cause le régime de croissance mondiale à faible vitesse.

Grands thèmes à l'horizon S1 2026

IA – Capex concentré, conséquences étendues

L'IA demeure le moteur micro-macro central, mais avec un degré élevé de concentration. L'impulsion d'investissement reste forte, mais concentrée sur les équipements de traitement de l'information et la propriété intellectuelle, tandis que le capex industriel demeure hésitant. Dans une économie mondiale à faible cadence, cette dynamique soutient l'activité, mais accroît la fragilité macroéconomique : si le capex lié à l'IA ralentit, aucun cycle manufacturier généralisé n'est prêt à prendre le relais. En définitive, l'IA soutient l'activité, mais renforce aussi la concentration. Cela pèse sur la dispersion des bénéfices et l'arbitrage entre valeurs de qualité et valeurs cycliques.

Agriculture – Un gisement d'opportunités

L'agriculture s'inscrit bien dans l'environnement du S1 2026, car elle fait partie des rares actifs réels dont la performance peut être tirée par des chocs d'offre, même en contexte de croissance molle. Conditions climatiques, maladies des cultures, restrictions à l'exportation ou tensions sur les stocks peuvent primer sur la dynamique du PIB. Dans un scénario de « japonisation », l'agriculture offre ainsi une protection inflationniste idiosyncratique et une diversification, alors que les matières premières cycliques restent étroitement liées à la croissance mondiale. L'agriculture doit être abordée comme une poche sélective offrant un potentiel asymétrique, plutôt que comme une simple exposition aux matières premières.

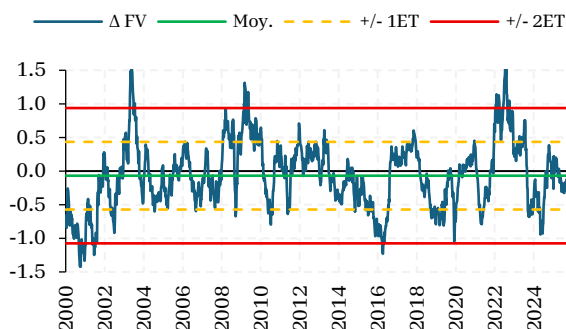
Vues par Classe d'Actif

Obligations | Favorable aux souverains

Nous abordons 2026 avec une posture défensive : surpondération des obligations souveraines, sous-pondération du crédit et duration neutre sur les États-Unis et l'Europe. Le cadre macroéconomique plaide pour des rendements évoluant de façon latérale, plutôt que pour un rallye directionnel marqué. Les taux réels demeurent élevés et la prime de terme reste positive, en lien avec les incertitudes d'offre et de politique économique. Dans ce contexte, nous favorisons une gestion dynamique de la duration.

Aux États-Unis, les taux restent plafonnés par la dynamique d'offre et l'incertitude macroéconomique, qui maintiennent un plancher sous les rendements et rendent les positions directionnelles sur la duration moins attractives. En l'absence d'un net ralentissement de la croissance d'ici la fin du S1 2026, un Treasury à 10 ans autour de 4,15 % apparaît proche de sa valeur d'équilibre. (**Figure 17**). La rémunération du risque d'inflation n'est pas excessive (breakeven d'inflation à 10 ans autour de 2,25 %), ce qui suggère qu'un rallye durable nécessiterait soit un net ralentissement de la croissance (via une baisse des taux réels), soit une compression significative de la prime de terme. Nous maintenons ainsi une duration neutre, dans l'attente de signaux directionnels plus clairs.

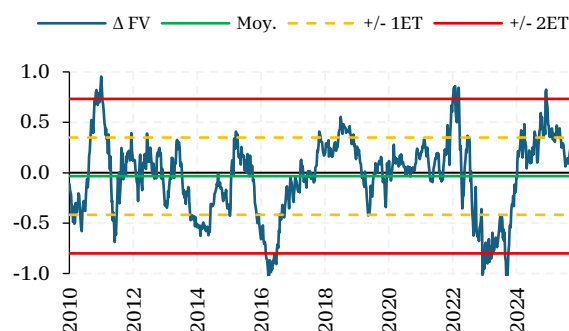
Figure 17 : Modèle de juste valeur du Treasury américain à 10 ans



Sources. MAM, Bloomberg.

En Europe, nous adoptons une approche plus prudente sur la partie longue de la courbe, compte tenu des risques liés à l'offre, même si les valorisations demeurent raisonnables. Le rendement du Bund à 10 ans évolue autour de 2,9 %, et notre modèle l'identifie comme décoté d'environ 0,7 écart-type (**Figure 18**), ce qui ne suffit pas à justifier un positionnement négatif sur la duration pour des motifs uniquement budgétaires.

Figure 18 : Modèle de valeur d'équilibre du Bund allemand à 10 ans



Sources. MAM, Bloomberg.

La partie longue reste exposée à un risque de hausse marquée si les investisseurs exigent des primes de terme plus élevées face à une offre accrue sur les maturités longues. Pour financer dernières mesures budgétaires (défense et infrastructures), les émissions de Bunds ont fortement augmenté : 128 Md€ de maturités ≥ 10 ans émises depuis le début de l'année (niveau le plus élevé depuis 2015). La part des émissions à longue maturité a également augmenté (**Figure 19**). Les ratios de couverture se sont également dégradés, signalant une demande marginale plus faible. Dans ce contexte, nous maintenons une duration neutre et attendons des signaux baissiers plus clairs avant d'envisager une sous-pondération franche. Par ailleurs, nous restons prêts à renforcer nos expositions aux souverains australien ou norvégien en cas de repli, compte tenu de leurs valorisations attractives et d'un portage de change favorable.

Figure 19 : Émissions de Bunds allemands de maturité ≥ 10 ans (en M€)

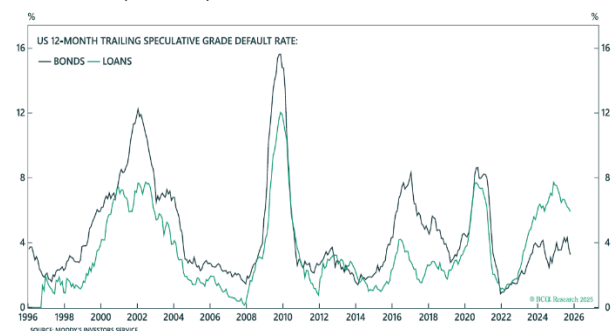
	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
2015	19,000	14,000	17,000	11,500	61,500
2016	19,000	17,500	18,000	12,000	66,500
2017	19,000	17,000	18,000	14,500	68,500
2018	21,000	13,500	17,500	11,500	63,500
2019	19,000	13,950	18,750	12,500	64,200
2020	19,000	23,000	29,250	11,250	82,500
2021	29,700	25,700	24,300	16,500	96,200
2022	25,700	23,550	26,600	16,900	92,750
2023	34,200	26,200	30,600	21,100	112,100
2024	31,000	28,000	33,500	24,000	116,500
2025	34,500	32,500	39,000	22,250	128,250

Sources. MAM, German Finance Agency.

Le crédit constitue une sous-pondération claire dans notre cadre d'allocation et offre une couverture asymétrique en cas de scénario « risk-off ». La rémunération des spreads est limitée : IG US ~78 pb, HY US ~275 pb, IG EUR ~78 pb et HY EUR ~280 pb, tous au plus bas depuis 10 ans. Les fondamentaux se sont également dégradés : les ratios de couverture des intérêts de l'IG américain et européen sont proches de leurs points bas post-2010, tandis que le levier et les indicateurs de génération de cash-flow sont dégradés en

dehors du secteur financier. Les marges constituent le principal facteur de soutien, mais elles restent vulnérables en cas de réaccélération des coûts des intrants. Nous anticipons une hausse graduelle des défauts à mesure que les refinancements s'opèrent à des coupons plus élevés, en particulier pour les émetteurs ayant verrouillé des taux exceptionnellement bas en 2020–2021 (Figure 20).

Figure 20 : Taux de défaut des émetteurs spéculatifs aux États-Unis (12 mois)



Sources. MAM, BCA Research.

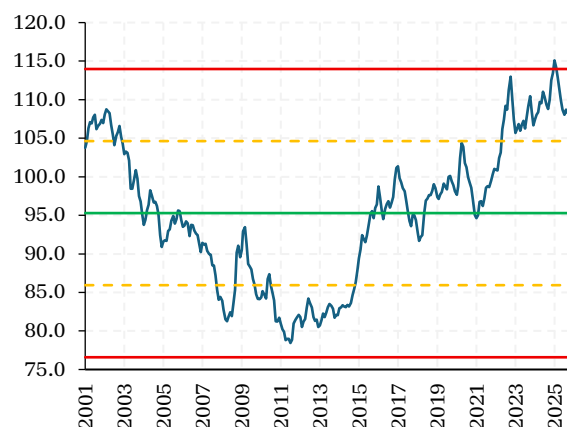
Au niveau des indices, la combinaison de spreads comprimés et de fondamentaux en dégradation se traduit par un profil risque/rendement peu attractif. Nous privilégions des expositions crédit ciblées et idiosyncratiques, via des obligations en direct, des véhicules privés sélectifs (Ares European Strategic Income Fund, Warehouse Fund) ou des stratégies actives sur les marchés émergents (BlueBay EM Unconstrained). Nous restons surpondérés sur les marchés émergents, avec une préférence pour les taux locaux. Malgré des cycles d'assouplissement déjà avancés, nous privilégions toujours le portage, la diversification et l'optionnalité de change, en particulier en cas de baisse des anticipations de croissance américaine.

Devises | USD sans tendance marquée à court terme

Nous estimons que le dollar américain devrait évoluer sans tendance directionnelle marquée au S1 2026, bien qu'avec un léger biais baissier. Malgré le repli observé en 2025, le dollar demeure surévalué d'environ 1,5 écart-type sur la base du taux de change effectif réel (REER) (Figure 21). Les discours sur la « dédollarisation » sont souvent exagérés : le dollar reste impliqué dans près de 89 % des transactions de change. En revanche, le seuil justifiant sa surévaluation s'est abaissé à mesure que les piliers de l'exceptionnalisme du dollar se sont érodés. Déficits jumeaux persistants, volatilité accrue des politiques publiques et recours récurrent aux droits de douane et aux sanctions favorisent une diversification graduelle hors USD. L'incertitude entourant la transition de la direction de la Federal Reserve en 2026 constitue un frein supplémentaire. La prime de valorisation du dollar reste à justifier. Le positionnement ne constitue plus un soutien, les positions spéculatives sur l'USD étant déjà nettement

vendeuses. Notre scénario central reste donc celui d'un affaiblissement modéré du dollar au S1 2026, bien que d'ampleur inférieure à celui de 2025. Nous conservons une approche bilatérale : le dollar reste défensif et joue un rôle de couverture en cas de choc macroéconomique.

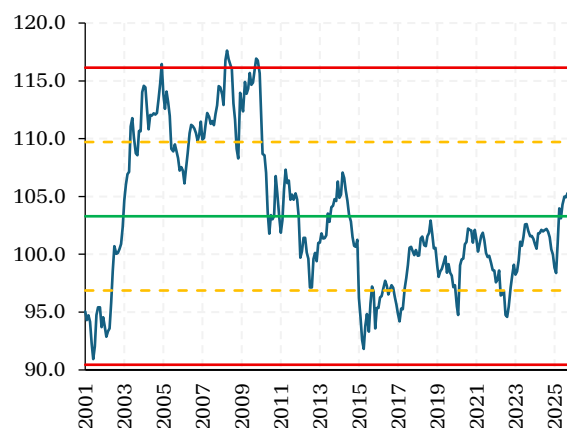
Figure 21 : Z-score du taux de change effectif réel (REER) de l'USD



Sources. MAM, Bloomberg.

Nous restons prudemment constructifs sur l'euro, même s'il n'apparaît plus bon marché. D'un point de vue de valorisation, l'EUR évolue légèrement au-dessus de sa valeur d'équilibre (Figure 22). Le soutien à l'euro devrait provenir du resserrement des différentiels de taux, à mesure que le cycle d'assouplissement de la Fed se poursuit tandis que la BCE reste en pause. Au total, nous voyons un potentiel de renforcement modéré de l'euro début 2026, mais avec un potentiel haussier limité au-delà de 1,20.

Figure 22 : Z-score du taux de change effectif réel (REER) de l'EUR

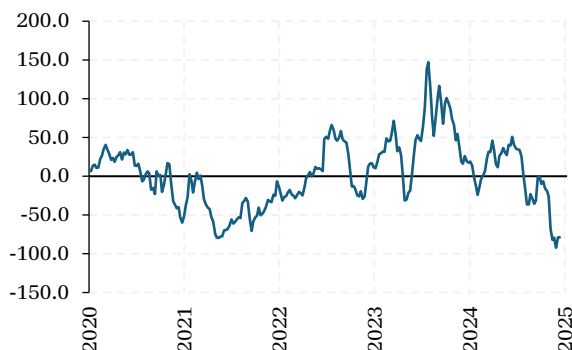


Sources. MAM, Bloomberg.

Nous recommandons de détenir la livre sterling (GBP) comme expression à forte conviction de notre vue selon laquelle les anticipations de croissance américaine sont trop élevées. Dans un scénario de ralentissement modéré, la réponse de politique monétaire et de la courbe des taux devrait être défavorable au dollar : la Fed a déjà abaissé ses taux à 3,75 %, tandis que la Bank of England demeure à 4,00 %. Le portage évolue ainsi en

faveur de la GBP, avec des gilts britanniques à 10 ans autour de 4,5 %, contre 4,2 % pour les Treasuries américains. Le positionnement renforce l'asymétrie : les spéculateurs restent net short sur la GBP, laissant un potentiel de rachat forcé en cas de nouvel affaiblissement du dollar (Figure 23).

Figure 23 : Positions spéculatives nettes sur la GBP (CFTC, en milliers)



Sources. MAM, Bloomberg.

Le contexte court terme autour de l'AUD s'est amélioré, les marchés intégrant une trajectoire de politique monétaire plus restrictive de la RBA, ce qui soutient la devise. L'AUD se rapproche de sa valeur d'équilibre de long terme et les indicateurs techniques sont constructifs, la paire étant proche d'une cassure de sa tendance baissière long-terme. La NOK demeure bon marché (sous-évaluée d'environ 1,7 écart-type) et offre un potentiel haussier si les prix du pétrole se maintiennent. Ensemble, l'AUD et la NOK offrent une exposition à bêta élevé aux matières premières, avec des valorisations encore favorables.

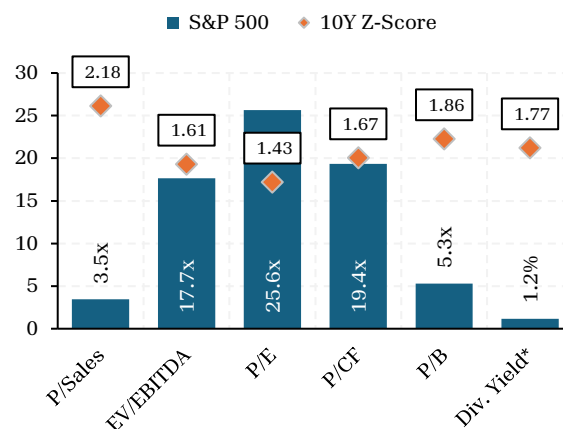
Actions | Neutre

Nous restons sous-pondérés sur les États-Unis et surpondérés sur l'Europe et les marchés émergents. Il s'agit avant tout d'un choix d'allocation, plutôt que d'un pari sur une correction imminente. Les grandes capitalisations américaines abordent 2026 avec des valorisations élevées et une forte concentration, tandis que l'Europe et les marchés émergents offrent des points d'entrée plus attractifs et un potentiel supplémentaire en cas d'élargissement du marché.

En 2025, la hausse des actions mondiales a été portée par l'expansion des multiples et la croissance des bénéfices. Les indications des entreprises sont restées prudentes. À partir d'ici, le capex devrait s'accélérer, tandis que les guidances d'entreprises sont globalement positives, et que le sentiment n'est pas encore euphorique. La liquidité reste abondante, mais la dynamique devrait être moins expansionniste à l'avenir (moins de rachats d'actions, plus de capex, moins de baisses de taux des banques centrales, et une Fed n'assouplissant que si la croissance faiblit). L'étroitesse du marché et des multiples élevés rappelle 1999–2000 (Figure 24), mais avec des IPO de moindre ampleur et

une spéculation moins extrême. Dans un contexte où le momentum demeure relativement intact, une position neutre sur les actions américaines reste appropriée.

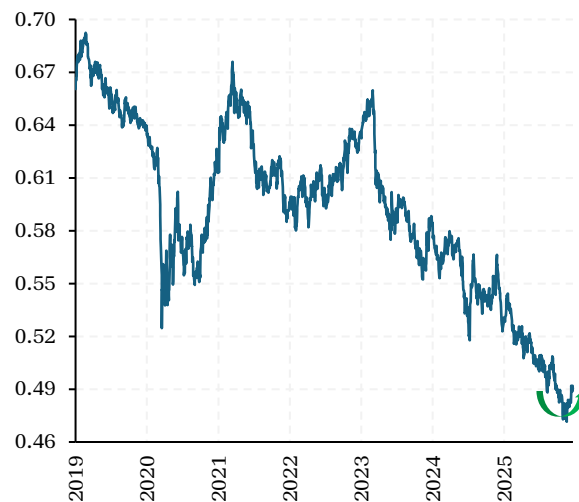
Figure 24 : Valorisations du S&P 500



Sources. MAM, Bloomberg. *Z-Score Inversé

Pour capter un rallye d'élargissement de fin de cycle sur les actions, dans un contexte d'assouplissement progressif de la Fed et de soutien budgétaire persistant, les mid caps américaines apparaissent comme une exposition attractive après plusieurs années de sous-performance relative (Figure 25). Elles occupent une position intermédiaire favorable : davantage orientées vers le marché domestique, plus cycliques que les méga-capitalisations, tout en affichant en moyenne une qualité supérieure à celle des small caps (rentabilité plus élevée et meilleure discipline bilanciale). Dans l'ensemble, les mid caps constituent un bénéficiaire naturel du cadre macroéconomique décrit — croissance proche du potentiel, désinflation progressive, cycle de baisse des taux arrivant à maturité mais restant marginalement favorable — tout en offrant une diversification bienvenue face à la concentration extrême sur un nombre restreint de méga-capitalisations américaines.

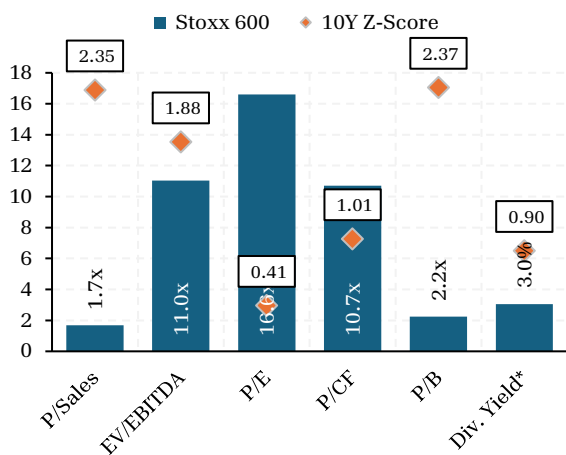
Figure 25 : Actions US - Mid caps vs large caps



Sources. MAM, Bloomberg

Après une nouvelle année de recul des bénéfices en zone euro, le contexte s'améliore à l'approche de 2026. Les vents contraires liés aux droits de douane et à l'incertitude politique en France ont été en grande partie intégrés par les marchés et semblent désormais derrière nous. À l'inverse, le stimulus budgétaire allemand devrait monter en puissance, la probabilité d'un cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine pourrait de nouveau s'accroître, et l'impulsion du crédit en zone euro est redevenue positive. La région devrait également bénéficier d'une amélioration de la conjoncture chinoise. Le scepticisme des investisseurs à l'égard des perspectives européennes demeure élevé, ce que nous considérons comme un point de départ favorable. Des anticipations prudentes et des valorisations relativement faibles offrent un potentiel de surprise haussière (Figure 26).

Figure 26 : Valorisations de l'Euro Stoxx 600

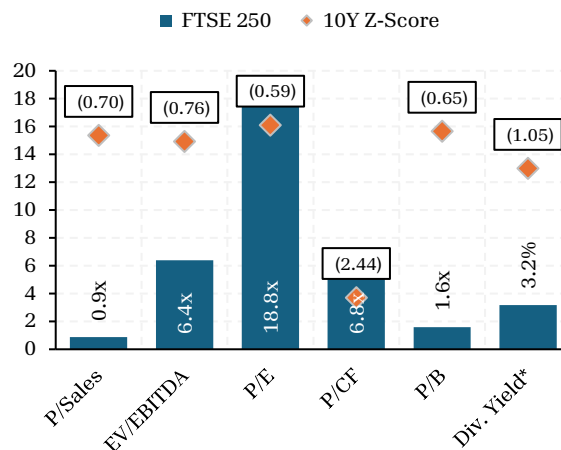


Sources. MAM, Bloomberg. *Z-Score Inversé

Nous ajoutons une allocation aux small caps européennes (MSCI Europe Small Cap) en complément de notre exposition au Stoxx 600. Le Stoxx 600 se concentre sur les grandes et moyennes capitalisations européennes. La poche small caps accroît l'exposition à une reprise domestique. Plus sensibles aux taux, au crédit et à la demande locale, elles bénéficieraient davantage de l'assouplissement de la BCE et du soutien budgétaire. Ensemble, ces positions préservent la surpondération européenne tout en orientant la composition actions vers une participation plus large, plutôt que de dépendre uniquement du leadership des grandes capitalisations.

Sur le plan régional, nous apprécions également les actions britanniques. L'intérêt croissant des investisseurs (bien qu'encore faible), des valorisations attractives (Figure 27) et un bêta relativement bas à l'approche d'une phase plus risquée du cycle en font une exposition convaincante.

Figure 27 : Valorisations du FTSE 250



Sources. MAM, Bloomberg. *Z-Score Inversé

Après plusieurs années de sous-performance (Figure 28), les marchés émergents restent nettement décotés face aux marchés développés. Ils offrent en contrepartie une croissance nominale plus élevée et, dans de nombreux pays, des fondamentaux en amélioration. Le cadre macro est marginalement favorable. Un cycle d'assouplissement de la Fed arrivé à maturité et une prime de risque sur l'USD plus modérée allègent la contrainte de financement externe des émergents. Par ailleurs, toute stabilisation de l'industrie et du commerce mondiaux soutient les segments émergents les plus cycliques. L'univers d'opportunités au sein des EM reste large. Les pays affichant une désinflation crédible, des taux réels positifs et des comptes courants en amélioration peuvent générer des rendements attractifs, même dans un environnement global simplement correct. Le compromis est clair : les EM restent exposés à des épisodes de risk-off et à des chocs idiosyncratiques, mais à partir de niveaux de valorisation et d'anticipations faibles, le profil risque/rendement apparaît attractif.

Figure 28 : Actions émergentes vs actions mondiales



Sources. MAM, Bloomberg

Sur le plan sectoriel, nous restons prudemment constructifs sur la technologie. Les valorisations demeurent exigeantes sur certains segments, en particulier les méga-capitalisations américaines, mais la thématique sous-jacente (capex lié à l'IA et gains de productivité) reste intacte. Notre approche est sélective plutôt que généralisée : nous privilégions les

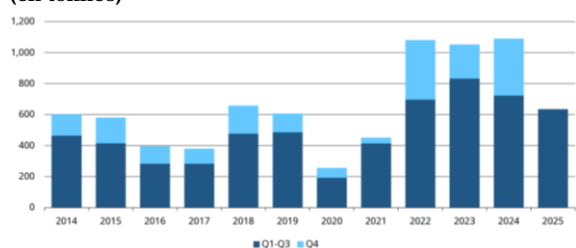
bénéficiaires d'une nouvelle phase d'adoption, plutôt que de payer n'importe quel prix pour les valeurs les plus encombrées. Nous portons également une attention accrue à la technologie chinoise, où les valorisations sont moins tendues et le sentiment encore prudent, offrant un potentiel de revalorisation plus important si les politiques économiques et la croissance venaient à se stabiliser.

Matières premières | Biais positif sur l'agriculture

Notre positionnement sur les matières premières en 2026 est constructif mais délibérément polarisé : neutre sur les métaux précieux et l'énergie, positif sur l'agriculture, et sous-pondéré sur les métaux industriels cycliques. Le contexte reste de fin de cycle. L'incertitude politique et budgétaire maintient un niveau élevé de scénarios extrêmes. Dans ce cadre, nous privilégions les segments tirés par l'offre (métaux précieux, agriculture, énergie sélective). Nous restons en revanche prudents sur les cycliques sensibles à la croissance après une année 2025 très favorable.

Sur les métaux précieux, la thèse devient de plus en plus structurelle. La demande d'or au T3 2025 a atteint 1,313 tonnes, portée par une reprise marquée des achats des investisseurs, conjuguée à des achats toujours élevés des banques centrales — un comportement cohérent avec une diversification des réserves plutôt qu'avec une approche opportuniste de court terme (**Figure 29**). Cela étant, les performances apparaissent tendues (or : +65 % YTD ; argent : +163 % en USD). Nous restons constructifs à long terme, mais attendons un repli pour renforcer nos positions, privilégiant à court terme d'autres opportunités.

Figure 29 : Demande annuelle d'or des banques centrales (en tonnes)

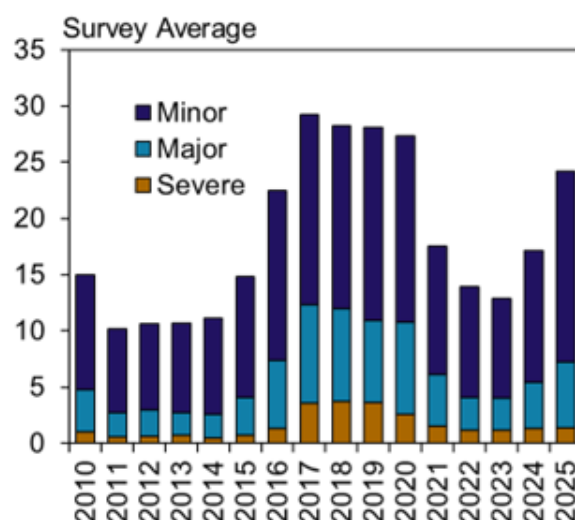


Sources. MAM, World Gold Council

L'agriculture constitue notre exposition cyclique privilégiée, compte tenu d'une offre exposée aux chocs. Le dernier rapport WASDE de l'USDA confirme un resserrement des fondamentaux du maïs : exportations en hausse, stocks de fin de campagne et stocks mondiaux en baisse. L'économie agricole absorbe ce choc avec peu de soutien public. Les enquêtes des Fed régionales signalent des revenus en baisse, un remboursement des prêts plus difficile, davantage de renouvellements et d'extensions, et un durcissement des conditions de crédit (**Figure 30**). Cette compression des marges est déterminante car elle réduit la réactivité de l'offre : lorsque les flux de trésorerie sont contraints,

les exploitations préservent leur fonds de roulement en réduisant les dépenses discrétionnaires (capex), ce qui peut ralentir la réponse de l'offre dans le temps. La météo ajoute une convexité à court terme : la mise à jour ENSO de la NOAA penche toujours vers La Niña jusqu'au début 2026, avant un retour vers la neutralité entre janvier et mars, période clé pour les cultures sud-américaines. Le Brésil ajoute une volatilité supplémentaire, avec des impayés de l'agrobusiness à 5,3 % au T3 et la CONAB révisant à la baisse ses perspectives de production de soja en 2025-26 en raison de pluies irrégulières et de replantations, maintenant un risque haussier lié à l'offre.

Figure 30 : Difficultés de remboursement des prêts agricoles aux US

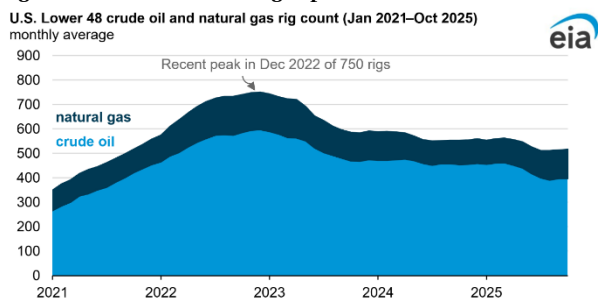


Sources. MAM, Kansas City Fed

L'énergie est le segment sur lequel nous restons modérément positifs, dans une approche contrariante, le discours de marché étant très axé sur les excédents et déjà largement intégré dans les prix. Même si les équilibres indiquent un excédent, nous pensons que les prix joueront un rôle d'ajustement en incitant l'offre à se modérer. Les dernières projections STEO de l'Energy Information Administration indiquent une production américaine de pétrole brut autour de 13,5 mb/j en 2026, soit 100 kb/j de moins qu'en 2025, ce qui marquerait le premier recul en glissement annuel depuis la pandémie et suggère un recul de la croissance du shale dans l'environnement de prix actuel. L'activité confirme ce signal : le nombre de forages pétroliers a reculé d'environ 33 % par rapport au pic de décembre 2022 (**Figure 31**), ce qui accroît la sensibilité de l'offre aux niveaux des prix. Le positionnement ajoute de la convexité, les investisseurs institutionnels étant nets vendeurs sur le WTI. La géopolitique demeure également un risque haussier asymétrique. De faibles perturbations peuvent provoquer des mouvements disproportionnés. À court terme, le contexte politique pourrait limiter le potentiel de hausse jusqu'aux élections de mi-mandat, mais nous anticipons une volatilité haussière plus marquée au S2 2026. In fine,

l'énergie constitue une couverture face à notre vue macro plus prudente, exprimée en portefeuille via des actions Harbour Energy. »

Figure 31 : Nombre de forages pétroliers aux États-Unis



Sources. MAM, Energy Information Administration

Nous restons sous-pondérés sur les métaux industriels pour des raisons de profil risque/rendement, sans remettre en cause leur thèse de long terme liée à la transition énergétique. Le cuivre illustre cette asymétrie : les prix progressent d'environ +42 % en 2025, soutenus par les investissements dans les réseaux électriques liés à l'IA, mais les tensions récentes ont été amplifiées par des distorsions de flux liées aux politiques publiques et aux droits de douane. Les États-Unis absorbent désormais une part dominante des stocks (environ 61 % sur le Comex), un facteur tactiquement porteur mais fragile. À l'inverse, la demande à court terme demeure faible : le cycle manufacturier chinois reste dégradé et la production d'acier s'oriente vers des plus bas pluriannuels, ce qui justifie une posture défensive.

En termes d'implémentation, l'augmentation de l'exposition via un ETF de matières premières diversifiées (BCI US) s'inscrit pleinement dans notre approche. L'ETF est bien diversifié tout en étant orienté vers nos segments privilégiés — agriculture (~28 %), énergie (~26 %) et métaux précieux (~25 %) — ce qui en fait un véhicule efficace pour exprimer notre vue 2026. Nous démarrons l'année avec une allocation de 3,0 % sur le BCI US, avec l'intention de basculer vers une exposition agricole plus ciblée au cours du T1 2026.

Annexes

Annexe 1 – Taux US 2 ans



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 2 – Taux US 10 ans



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 3 – Spread US 10-2 ans



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 4 – Taux allemand 2 ans



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 5 – Taux allemand 10 ans



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 6 – Dollar (USD)



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 7 – EUR vs. USD



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 8 – GBP vs. EUR



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 9 – AUD vs. USD



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 10 – NOK vs. EUR



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 11 – MSCI World



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 12 – S&P 500 (Large-Cap)



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 13 – S&P 400 (Mid-Cap)



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 14 – Russell 2000 (Small-Cap)



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 15 – EuroStoxx 600



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 16 – MSCI Emerging Markets



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 17 – Indice Broad Commodity



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 18 – Or (en USD)



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 19 – Argent (en USD)



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 20 – Platineum (en USD)



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 21 – Pétrole WTI (en USD)



Source. MAM Research, Bloomberg.

Annexe 22 – Indice Matières Premières - Agriculture



Disclaimer

Le présent document a été établi par Monaco Asset Management (MAM). Il donne un aperçu général des stratégies proposées par MAM.

Ce document est confidentiel et destiné uniquement à son destinataire. Il ne peut être ni dupliqué, distribué ou publié sous forme électronique ou autre sans le consentement écrit préalable de MAM.

Ce document n'a pas été examiné ni approuvé par une autorité réglementaire. Il ne constitue pas une recommandation personnelle. Il a été effectué à titre d'information uniquement, et ne représente pas une offre, une proposition d'offre, une publicité ou une recommandation d'achat ou de vente d'un investissement ou d'un autre produit spécifique. Son contenu a été préparé par nos collaborateurs et repose sur des sources d'information que nous considérons comme fiables. Cependant, nous ne pouvons fournir aucune garantie ou engagement quant à son exactitude, son exhaustivité, son actualisation. Les circonstances et les principes auxquels les renseignements contenus dans la présente publication peuvent changer à tout moment. Une fois publiées, les informations ne doivent donc pas être interprétées comme signifiant qu'aucun changement n'a eu lieu depuis sa publication ou qu'il est encore à jour. En outre, MAM n'est pas tenu de mettre à jour les informations contenues dans ce document.

Les informations contenues dans ce document ne constituent pas une aide à la prise de décision en matière de conseil financier, juridique, fiscal ou autre ; aucun investissement ou toute autre décision ne peut être prise sur la seule base de ces informations.

Tous les destinataires de ce document sont invités à effectuer leur propre due diligence dans toute opportunité d'investissement. Ils doivent établir leur propre évaluation et obtenir des conseils professionnels indépendants sur le bien-fondé de l'investissement et sur les conséquences juridiques, réglementaires, fiscales et de placement ainsi que sur les risques que cela comporte. Nous ne garantissons pas l'exactitude ou l'exhaustivité des informations qui sont contenues dans ce document qui peuvent avoir été obtenues de/ou basées sur des services commerciaux et statistiques ou d'autres sources tierces.

Nous déclinons sans réserve toute responsabilité pour les pertes ou dommages de quelque nature que ce soit, directs ou indirects, pouvant résulter de l'utilisation de cette publication.

Les informations ci-dessus concernent le présent document ainsi que toute documentation associée, y compris le courriel ou la lettre d'accompagnement.

MAM est enregistrée auprès du Registre du Commerce et de L'industrie de la Principauté de Monaco sous le n° 99S03612 et agréée auprès de la Commission de Contrôle des Activités Financières sous le n° SAF/99-03.