

« Se donner du mal pour les petites choses, c'est parvenir aux grandes avec le temps » - Samuel Beckett

Avant toute chose, permettez-moi de vous adresser, ainsi qu'à vos proches, mes meilleurs vœux pour l'année 2026. Je vous souhaite une année riche, vivante, faite de moments qui, lorsqu'on sait les saisir pleinement, deviennent de véritables opportunités et constituent un socle durable de satisfaction. Bien sûr, cette trajectoire repose sur de nombreux éléments, émotions, surprises, sérénité, santé mais c'est précisément cela qui donne toute sa valeur au chemin parcouru. Souhaitons-nous donc une année 2026 pleine de vie !

Lettre Marchés

Édition Janvier

2026

L'année 2025 aura été à la fois surprenante... et finalement assez lisible.

Surprenante, car à la suite de l'élection de Donald Trump, une large majorité des investisseurs ont massivement renforcé leur exposition aux États-Unis, allant jusqu'à céder une grande partie de leurs actifs européens. L'année 2025 aura largement démenti ce consensus. Les marchés européens ont surperformé en euro, avec des performances particulièrement marquées, l'Espagne atteignant près de 50 % sur l'année.

Prévisible néanmoins, car les marchés européens étaient depuis longtemps sous-investis. La guerre en Ukraine, combinée aux fragilités politiques, a accentué ce désintérêt et comprimé les valorisations à des niveaux intégrant des scénarios très pessimistes. Malgré une morosité légitime, un scénario moins dégradé s'est imposé, entraînant une revalorisation rapide et significative des actifs européens.

Nos choix d'allocation ont pleinement bénéficié de ce contexte. Notre faible exposition aux États-Unis dans un marché porté par un nombre limité de titres et pénalisé par la baisse du dollar, ainsi que notre forte surpondération de l'Europe, notamment via des valeurs cycliques (industrielles et financières), ont contribué positivement à la performance. En conservant une exposition au risque maîtrisée, nous avons capté une part importante de la hausse des marchés, tout en maintenant une allocation significative en fonds en euros, dont les performances seront encore « boostées » en 2025 et 2026.

Principaux enseignements de l'année 2025

Retour marqué des politiques budgétaires

L'Allemagne opère un tournant historique avec un programme de 500 milliards d'euros de dépenses publiques sur dix ans, rompant avec l'orthodoxie du frein à l'endettement. Ce soutien pourrait ajouter entre 0,5 et 1 point de croissance annuelle au PIB européen.

Montée du protectionnisme américain

Les États-Unis relèvent fortement leurs droits de douane (+12,5 % en moyenne), un niveau inédit depuis près de 90 ans, introduisant davantage d'incertitudes économiques et accentuant les déséquilibres de croissance.

Troisième année exceptionnelle pour les actions

Les marchés actions mondiaux enregistrent une troisième année consécutive de hausse supérieure à 20 %, portée par la croissance des bénéfices et l'expansion des multiples. Les marchés émergents, européens et japonais surperforment les États-Unis.

Affaiblissement du dollar et remise en question de l'exceptionnalisme américain

Le dollar recule de près de 10 %, dans un contexte rare où actions, obligations et devise américaines baissent simultanément, traduisant une remise en cause progressive de la domination financière américaine.

L'intelligence artificielle comme moteur boursier

Nvidia devient la première entreprise cotée à franchir les 5 000 milliards de dollars de capitalisation, illustrant la transformation des investissements massifs en IA en profits tangibles, malgré une amorce de normalisation liée au coût du capital.

L'or comme valeur refuge centrale

L'or progresse de 60 %, signant l'une de ses meilleures performances des cinquante dernières années, soutenu par la défiance envers les monnaies fiduciaires, les tensions géopolitiques et les anticipations de baisse des taux.

Pentification des courbes de taux

Les taux longs augmentent sensiblement (écart de 70 points de base entre les maturités 2 ans et 30 ans aux États-Unis), pénalisant les obligations longues dans un contexte de déficits persistants et d'incertitudes inflationnistes.

Crédit porté essentiellement par le rendement

La performance du crédit repose exclusivement sur le portage, dans un environnement de valorisations élevées et de fragilités latentes, rendant la sélection des émetteurs plus déterminante que jamais.

Chute des prix du pétrole

Le pétrole passe sous les 60 dollars, un niveau rare hors période de récession, soutenant le pouvoir d'achat et renforçant la dynamique désinflationniste, malgré un contexte géopolitique toujours tendu.

Instabilité politique persistante en France

Malgré une légère amélioration, l'instabilité politique continue de peser sur les actifs français, avec une sous-performance du CAC 40 et une préférence marquée des investisseurs pour le crédit privé plutôt que la dette souveraine.

J'ai volontairement ouvert cette lettre par une citation de Samuel Beckett, car je crois profondément à l'importance du travail de fond et des détails. Nous ferons nécessairement des choix moins judicieux, l'objectif est qu'ils soient limités, mais c'est la rigueur et la constance dans l'analyse qui permettent, sur la durée, d'atteindre ses objectifs.

L'année 2026 s'annonce plus volatile, plus incertaine. Rarement les réponses aux grandes questions économiques et financières n'auront été aussi ouvertes, oscillant entre des scénarios opposés mais crédibles. Les discours que l'on entend, qui reviennent tous les 1ans, rappellent ceux des phases de marché tendues : « cette fois, c'est différent », « une bulle peut durer encore », « il faut faire toujours plus de performance ». Face à ces excès, nous continuerons à appliquer une discipline stricte : investir dans ce que nous comprenons, accepter parfois de renoncer à certaines performances plutôt que de prendre des risques excessifs, et avancer ensemble avec méthode et discernement.

À l'approche de 2026, année historiquement plus volatile en raison des élections de mi-mandat aux États-Unis, la diversification redevient un pilier central de la gestion. Dans un environnement alternant phases de tension et rebonds rapides, l'équilibre entre actifs financiers et actifs réels, entre recherche de croissance et protection du capital, est plus que jamais essentiel.

Nous resterons attentifs à maintenir une diversification robuste, tout en acceptant d'être absents de certains segments encore trop chers, en nous appuyant sur plusieurs constats structurants :

- Les perspectives de croissance européenne et française ont été révisées à la hausse, malgré des vents contraires persistants.
- Les indicateurs économiques, tant industriels que dans les services, témoignent d'une réelle résilience.
- Le plan budgétaire allemand voté début 2025 devrait commencer à produire ses effets en 2026 (début de son déploiement).
- La conjoncture chinoise montre des signaux encourageants, que nous exploitons progressivement depuis avril 2025.
- Les États-Unis bénéficient d'un cocktail potentiellement risqué, baisse des taux et relance économique, favorable à court terme, mais nécessitant une surveillance étroite en 2026 compte tenu d'une inflation encore imparfaitement maîtrisée.

Nous serons particulièrement vigilants dès la fin du premier trimestre sur les indicateurs avancés d'activité et les perspectives des entreprises, afin d'identifier les relais de croissance issus des différentes politiques de relance. Leur absence constituerait un signal négatif pour les marchés. Nous souhaitons enfin attirer votre attention sur plusieurs facteurs spécifiques susceptibles d'influencer les marchés en 2026, et face auxquels nos stratégies visent à offrir un niveau de protection adapté.

1 Le poids des indices et leur construction

En 2025, les marchés actions américains ont de nouveau affiché une performance solide, avec une progression de plus de 17 % pour le S&P 500. Cette hausse masque toutefois une réalité plus contrastée : elle repose sur un nombre très restreint de grandes capitalisations, principalement exposées au thème de l'intelligence artificielle.

Un marché en apparence large, mais en réalité très concentré

Bien que le S&P 500 regroupe 500 sociétés, les dix premières capitalisations représentent à elles seules près de 40 % de l'indice. Une part significative de ces entreprises est directement liée à l'IA (Nvidia, Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta).

Conséquence directe : même un investissement via des fonds indiciels ou des ETF peut offrir une diversification plus faible qu'il n'y paraît.

L'intelligence artificielle : un levier structurel, mais source de volatilité

L'IA demeure un moteur de croissance de long terme incontestable. Néanmoins, les grandes valeurs technologiques ont déjà largement contribué à l'augmentation des bénéfices ces dernières années, et cette dynamique montre aujourd'hui des signes de normalisation. Les corrections observées en 2025 ont rappelé qu'une surexposition à un thème unique peut accroître sensiblement la volatilité des portefeuilles.

Pourquoi la diversification redevient un enjeu central

Historiquement, lors de précédents cycles haussiers, par exemple en 2005, les principales capitalisations américaines étaient réparties sur plusieurs secteurs (finance, énergie, santé, industrie). La situation actuelle est très différente : la concentration sectorielle est nettement plus marquée, augmentant mécaniquement le risque en cas de retournement de marché. C'est dans ce contexte que nous avons fait le choix, à ce stade, de ne pas recourir aux fonds indiciels. Leur forte concentration sectorielle limite notre capacité d'arbitrage actif et réduit la diversification effective des portefeuilles. Les comparaisons présentées dans les tableaux ci-dessous illustrent clairement cette évolution : l'écart entre 2005 et 2025 met en évidence une exposition aujourd'hui largement dominée par l'intelligence artificielle, souvent subie plus que réellement maîtrisée. Notre approche vise au contraire à conserver une allocation sélective, équilibrée et cohérente avec notre objectif de maîtrise du risque sur le long terme.

Let's look at the top 10 holdings of the S&P 500 as of November month-end.

S&P 500 Top Weights 2025				
Company	Ticker	% Weight	GICS Sector	AI Exposure
NVIDIA	NVDA	7.4%	Information Tech.	High
Apple	AAPL	7.1%	Information Tech.	High
Microsoft	MSFT	6.2%	Information Tech.	High
Alphabet	GOOGL/GOOG	5.7%	Comm. Services	High
Amazon.com	AMZN	3.9%	Consumer Disc.	High
Broadcom	AVGO	3.2%	Information Tech.	High
Meta Platforms	META	2.4%	Information Tech.	High
Tesla	TSLA	2.1%	Consumer Disc.	High
Berkshire Hathaway	BRK.B	1.6%	Financials	Indirect
JPMorgan Chase	JPM	1.5%	Financials	Low
Total		41.0%		

Source: As of 11/30/2025, Standard & Poor's

S&P 500 Top Weight 2005			
Company	Ticker	% Weight	GICS Sector
Exxon Mobil	XOM	3.1%	Energy Information
Microsoft	MSFT	2.5%	Information Tech.
Citigroup	C	2.2%	Financials
General Electric	GE	2.0%	Industrials
Walmart	WMT	1.7%	Consumer Staples
Bank of America	BAC	1.6%	Financials
Johnson & Johnson	JNJ	1.6%	Healthcare
Pfizer	PFE	1.4%	Healthcare
Intel	INTC	1.3%	Information Tech.
AIG	AIG	1.3%	Financials
Total		18.7%	

2 Des valorisations sur l'IA qui font de plus en plus peur

Il ne fait aucun doute que l'intelligence artificielle constitue et continuera de constituer un moteur majeur de croissance et de transformations profondes de l'économie mondiale. Toutefois, il est essentiel de distinguer le thème d'investissement des entreprises qui en bénéficient aujourd'hui, et de celles qui en seront les véritables gagnantes demain. L'histoire récente nous rappelle que la justesse d'un thème ne garantit pas le succès des valeurs qui l'incarnent à un instant donné. Au début des années 2000, la technologie devait structurer les vingt années suivantes, ce qui s'est avéré exact. Pourtant, des acteurs emblématiques de l'époque, tels que Yahoo ou Nokia, ont disparu du paysage boursier. Autre exemple, un investisseur positionné sur Microsoft en 2000 a dû attendre près de seize ans avant de retrouver son niveau d'investissement initial. Cette distinction entre tendance structurelle et valorisation des leaders du moment est aujourd'hui centrale dans notre réflexion.

Des valorisations élevées et un positionnement excessif

Le marché technologique américain affiche actuellement des niveaux de valorisation historiquement élevés, comparables à ceux observés à la veille de l'éclatement de la bulle Internet en 2000. Les investisseurs sont très largement concentrés sur ces valeurs, ce qui accroît mécaniquement le risque de correction en cas de déception, même marginale, sur la croissance ou les résultats.

Une course à l'investissement de plus en plus coûteuse

Parallèlement, les grandes entreprises exposées à l'intelligence artificielle engagent des montants considérables pour conserver leur avance technologique : Leurs dépenses d'investissement atteignent des niveaux rarement observés à l'échelle de l'économie américaine. Une part significative de leur trésorerie est absorbée par ces investissements.

Certaines d'entre elles recourent davantage à l'endettement, ce qui pèse sur les flux de trésorerie futurs (notamment chez Amazon ou Meta).

La combinaison d'un endettement en hausse et d'une rentabilité sous pression rappelle des configurations déjà observées avant plusieurs grandes phases de correction boursière.

Des valorisations élevées et un positionnement excessif

Le marché technologique américain affiche actuellement des niveaux de valorisation historiquement élevés, comparables à ceux observés à la veille de l'éclatement de la bulle Internet en 2000. Les investisseurs sont très largement concentrés sur ces valeurs, ce qui accroît mécaniquement le risque de correction en cas de déception, même marginale, sur la croissance ou les résultats.

Une course à l'investissement de plus en plus coûteuse

Parallèlement, les grandes entreprises exposées à l'intelligence artificielle engagent des montants considérables pour conserver leur avance technologique :

Leurs dépenses d'investissement atteignent des niveaux rarement observés à l'échelle de l'économie américaine.

Une part significative de leur trésorerie est absorbée par ces investissements.

Une démarche de protection des portefeuilles

Dans ce contexte, j'ai engagé une réflexion approfondie sur la création d'un véhicule dédié permettant de se protéger en cas de correction du Nasdaq. L'objectif est double :

Introduire un actif réellement décorrélé des expositions actuelles.

Mettre en place une protection partielle et progressive des portefeuilles pour les années à venir, sans renoncer aux opportunités de long terme.

3 Des taux d'intérêt qui pourraient rester élevés, voire remonter

Enfin, l'évolution des politiques économiques, tant en Europe qu'aux États-Unis, pourrait raviver les pressions inflationnistes. Aux États-Unis, la combinaison d'une baisse des taux courts et de politiques de relance budgétaire laisse entrevoir des tensions potentielles sur les taux longs.

Dans ce cadre, une réflexion est également en cours sur l'opportunité et la structuration de certaines expositions obligataires, afin d'adapter au mieux les portefeuilles à un environnement de taux durablement plus incertain.

Notre approche reste guidée par la prudence, la sélectivité et la recherche d'un équilibre entre participation à la croissance et maîtrise des risques sur le long terme.

4 Géopolitique : une source structurelle de volatilité

L'environnement géopolitique demeure un facteur majeur d'incertitude. Des décisions politiques parfois imprévisibles peuvent générer des épisodes de volatilité significatifs sur les marchés. À l'image de certaines prises de position récentes de Donald Trump concernant le Venezuela, plusieurs dossiers sensibles pourraient revenir au premier plan en 2026 : Taïwan, la Russie, l'Iran, ainsi que dans une moindre mesure, la situation française, où toute tension politique se traduirait rapidement par des pressions sur les taux d'intérêt.

Une leçon clé de 2025 : le rôle des anticipations

L'année 2025 nous a confortés dans une conviction essentielle : les marchés financiers ne réagissent pas uniquement aux risques eux-mêmes, mais surtout à l'écart entre ce qui est anticipé et ce qui se matérialise réellement.

Autrement dit, les marchés ont progressé parce que la situation économique s'est révélée moins dégradée que ce qui était initialement redouté.

Un potentiel encore présent, mais une dynamique qui évolue

Même si les niveaux de marché sont aujourd'hui élevés, le potentiel de progression n'est pas épuisé. En revanche, la nature des opportunités évolue :

Moins d'opportunités sur le secteur bancaire qu'au début de l'année 2025, après un rattrapage significatif.

Davantage de potentiel sur les valeurs industrielles, soutenues par les perspectives de croissance pour 2025–2026 et par les programmes d'investissement publics et privés.

Une stratégie d'accompagnement du cycle

Notre approche consiste à accompagner le cycle économique, sans chercher à anticiper de manière brutale un retournement de marché. Nous privilégions une gestion progressive et sélective, visant à tirer parti de la résilience, voire de l'amélioration observée dans certaines zones géographiques clés : l'Europe, les États-Unis et une partie de l'Asie.

Cette discipline nous permet de rester investis là où la visibilité est suffisante, tout en conservant la flexibilité nécessaire pour adapter les allocations si l'environnement venait à se dégrader.

Positionnement en ce début d'année 2026

Pour ce début d'année, nous avons choisi de nous appuyer sur les convictions qui ont porté nos allocations en fin d'année 2025, en conservant une approche prudente et sélective.

Notre positionnement repose sur les axes suivants :

- Surpondération de l'Europe, où les valorisations demeurent attractives et les perspectives de croissance s'améliorent progressivement.
- Exposition limitée aux valeurs de croissance, au profit de valeurs industrielles encore partiellement délaissées par les investisseurs et bénéficiant de la reprise du cycle économique.
- Réduction de l'exposition aux fonds obligataires de portage, dans un environnement de valorisations élevées et de risques asymétriques.
- Absence volontaire de la dette privée, compte tenu des incertitudes croissantes sur la qualité du crédit et le couple rendement/risque.
- Rééquilibrage progressif de certaines expositions asiatiques, en particulier en Chine, où des signaux macroéconomiques plus favorables commencent à émerger et où les valorisations sont très basses.
- Préférence pour une allocation combinant liquidités et actions, offrant à la fois flexibilité et capacité d'intervention en cas de volatilité.
- Poursuite de la réflexion sur une stratégie de couverture du Nasdaq, afin de renforcer la résilience des portefeuilles face à un scénario de correction.
- Réflexions sur l'intégration d'un fonds Small & Mid Cap Europe et/ou USA

Une vigilance accrue sur les premiers mois de l'année

Nous serons particulièrement attentifs aux mouvements de marché au cours des deux premiers mois de l'année. L'exercice 2026 devrait être ponctué de phases de volatilité, alimentées par les interrogations sur l'efficacité réelle des politiques économiques mises en œuvre.

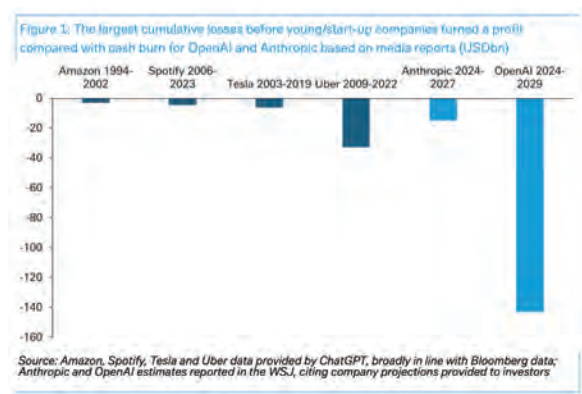
Les réponses à ces questions pourraient n'émerger que plus tard dans l'année, possiblement à l'automne. La trajectoire de la croissance, maintien ou accélération, le comportement de l'inflation, ainsi que la capacité de l'Allemagne à jouer pleinement son rôle de locomotive européenne seront autant de sujets sensibles pour les marchés.

Nous suivrons avec attention l'ensemble de ces indicateurs, afin d'ajuster les allocations de manière progressive et cohérente, sans céder aux mouvements émotionnels de court terme.

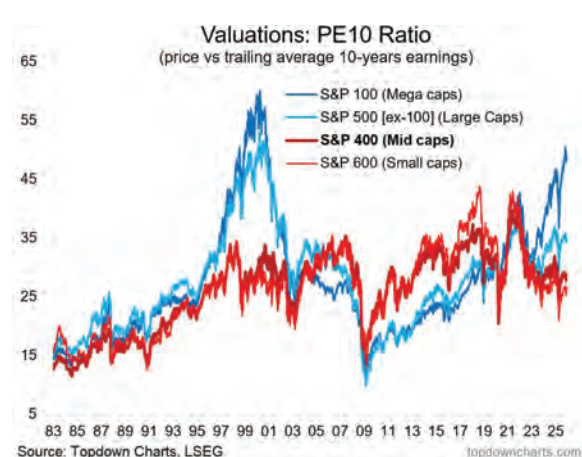
Quelques points pour souligner nos propos :

Selon les projections actuellement disponibles, OpenAI, via ChatGPT, pourrait consommer près de 140 milliards de dollars avant d'atteindre la rentabilité. Un montant qui dépasserait largement les records historiques de consommation de cash, y compris ceux d'Uber, longtemps considérée comme l'archétype du cash burner.

La question centrale demeure toutefois entière : OpenAI parviendra-t-elle réellement à devenir durablement rentable, et à quel horizon ? Un concurrent (Chine) ou Anthropic, pourrait changer la donne ?



Pour les investisseurs qui fondent leurs décisions avant tout sur les valorisations, les small caps et mid caps méritent une attention particulière. Aux États-Unis notamment, il s'agit aujourd'hui du segment de capitalisation le moins cher du marché, avec des niveaux de valorisation proches de plus bas observés sur plusieurs décennies.



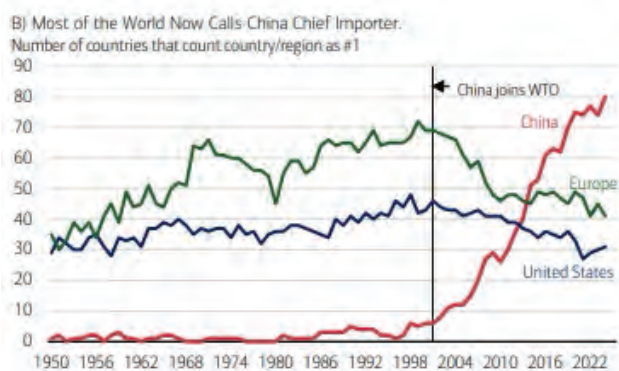
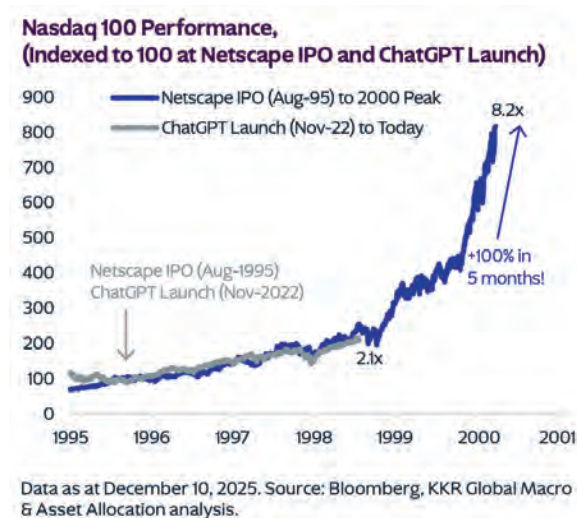
Ce positionnement peut s'avérer pertinent, en particulier dans un scénario où la Federal Reserve poursuit son cycle de baisse des taux, ce qui serait historiquement favorable à ce segment. Il convient toutefois de garder à l'esprit que ces entreprises présentent, en moyenne, une rentabilité plus faible et une sensibilité accrue au cycle économique, ce qui impose une sélection rigoureuse et une gestion du risque renforcée.

La « stratégie du précipice »

Le principal piège des bulles spéculatives réside dans leur phase finale : c'est souvent dans les derniers instants qu'elles offrent les performances les plus spectaculaires, juste avant un dégonflement brutal.

L'exemple du Nasdaq à la fin des années 1990 est emblématique. Déjà largement considéré comme survalorisé en 1999, l'indice a pourtant été multiplié par près de quatre avant d'atteindre le sommet de la bulle, quelques trimestres plus tard.

Pour les investisseurs sortis dès 1999, ou même avant, l'expérience a sans doute été éprouvante : observer les marchés continuer à s'envoler tout en restant à l'écart peut rapidement se transformer en véritable chemin de croix. C'est précisément cette dynamique psychologique qui rend les phases de fin de cycle particulièrement complexes à gérer.



Où en est réellement la transition de la Chine d'un modèle tiré par les exportations vers un modèle centré sur la demande intérieure ?

Annoncée depuis plusieurs années comme un axe stratégique majeur, cette évolution peine à se matérialiser pleinement. À l'inverse, on observe aujourd'hui un appareil exportateur chinois toujours plus offensif, gagnant des parts de marché à l'international et renforçant sa présence dans de nombreux secteurs clés.

