

"Le peu que je sais, c'est à mon ignorance que je le dois" Sacha Guitry

Ces dernières semaines ont été riches en questionnements. Les échanges avec les gérants, le suivi de l'actualité, les réflexions du quotidien, tout contribue à alimenter autant notre curiosité que nos interrogations. Nous sommes convaincus que le contexte actuel exige précisément cette remise en question permanente. Les marchés d'aujourd'hui nous imposent plus que jamais une vigilance accrue, une capacité à douter, à progresser et à chercher à comprendre.

2026 s'inscrit pour l'instant dans la continuité de 2025. La quête de qualité reste au cœur des allocations. Les valeurs industrielles et les matières premières poursuivent leur mouvement de rattrapage, tandis que les bancaires, portées par des revalorisations déjà significatives, continuent leur progression, soutenues par des taux longs qui se maintiennent, voire progressent légèrement. Le momentum a clairement changé de camp : il délaisse les valeurs du luxe, dont le modèle, pourtant longtemps lisible, semble aujourd'hui fragilisé par le ralentissement chinois et l'évolution profonde des comportements de consommation au chemin parcouru. Souhaitons-nous donc une année 2026 pleine de vie !

Début 2026, l'environnement macroéconomique combine deux facteurs rarement réunis hors période de récession :

- Politiques budgétaires expansionnistes (déficits en hausse aux États-Unis et en Europe);
- Politiques monétaires accommodantes, avec des cycles de baisse de taux d'une ampleur inhabituelle alors que le chômage reste historiquement bas.

Cette configuration, soutien fiscal élevé sans dégradation marquée du marché de l'emploi, crée un cadre structurellement favorable aux actifs risqués.

Aux États-Unis et en Europe, la détente monétaire en cours constitue un moteur puissant pour les marchés financiers. En Asie, les banques centrales émergentes disposent à nouveau de marges de manœuvre et évoluent vers des phases d'assouplissement ou de stabilisation, renforçant le soutien global à la liquidité.

Début 2026, l'Asie confirme une dynamique boursière particulièrement robuste. L'indice Asie Pacifique hors Japon progresse de +10 % depuis le 1er janvier, après environ +30 % en 2025, un mouvement porté par des fondamentaux structurels plutôt que par une simple expansion des multiples.

Les performances sont différenciées :

- Corée du Sud (+35 %) : tirée par les semi-conducteurs et l'intelligence artificielle.
- Taïwan (+18 %) : soutenue par la technologie et les exportations liées à l'IA.
- Japon (+14 %) : effet gouvernance et poursuite des réformes.
- Chine (+2 %) : contribution plus modérée, via finance et tech domestique.

Un élément macro central soutient ce scénario : l'hypothèse d'un dollar américain plus faible en 2026. Historiquement, les phases de dépréciation du dollar favorisent les marchés émergents asiatiques en réduisant le coût de la dette en devise locale, en stimulant les flux de capitaux et en améliorant la compétitivité des exportateurs.

Sur le plan structurel, l'Asie demeure le cœur de la chaîne de valeur mondiale de l'IA, contrôlant environ 72 % de la production mondiale de semi-conducteurs. Cette position est difficilement substituable à court terme.

- TSMC : leader mondial des puces avancées, expansion de capacités aux États-Unis (Arizona).
- Corée du Sud : tensions sur les mémoires HBM, budgets IA en forte hausse depuis fin 2025.
- Chine : montée en puissance sur les applications IA (robotique, data centers) et progression vers davantage d'autosuffisance technologique.

En synthèse, la combinaison momentum bénéficiaire, positionnement stratégique dans l'IA et contexte dollar constitue un socle cohérent pour la surperformance régionale, sous réserve que le scénario de devise se matérialise. Pour 2026, le consensus anticipe une croissance chinoise autour de 4,5 %, avec un biais potentiellement haussier. Le principal moteur reste le commerce extérieur. En 2025, l'excédent commercial a atteint un record d'environ 1 200 Md\$, soutenu par des gains de parts de marché dans les véhicules électriques (+20 % sur 12 mois), la chimie et les plastiques. La Chine poursuit sa montée en gamme tout en conservant un avantage compétitif en prix.

IMMOBILIER : un frein en voie d'atténuation. Le secteur immobilier a amputé la croissance d'environ 2 points de PIB en 2025 et devrait encore retrancher 1,5 point en 2026. Les prix continuent de reculer, mais à un rythme plus modéré. Ce facteur négatif est désormais largement intégré dans les valorisations, ce qui limite le risque de surprise baissière supplémentaire.

GOUVERNANCE : catalyseur structurel sous-estimé à l'image des réformes engagées au Japon entre 2013 et 2023, la Chine amorce une évolution notable de la gouvernance de ses sociétés cotées :

- Accélération des programmes de rachat d'actions (niveau désormais comparable au Japon).
- Réduction des émissions nettes d'actions, donc moindre dilution.
Amélioration du ROE et discipline accrue dans l'allocation du capital.

Si cette trajectoire se confirme, une revalorisation progressive des multiples est plausible à moyen terme.

Points de vigilance

- Tensions géopolitiques et restrictions à l'exportation : impact réel mais partiellement compensé par la diversification des chaînes d'approvisionnement.
- Risque de surcapacité dans l'IA : 650 Md\$ de capex attendus en 2026 pourraient peser sur les marges si la demande finale déçoit.
- Démographie : division par deux des naissances en dix ans (16 M en 2015 - 8 M en 2025), frein structurel à long terme.
- Chômage des jeunes : niveau élevé, pression sur la consommation.
- Confiance des ménages : toujours inférieure aux niveaux pré-COVID, ce qui limite la contribution de la demande intérieure.

En synthèse, le scénario 2026 repose sur un pilier externe solide et une amélioration progressive de la gouvernance, mais la dynamique domestique reste le principal facteur de fragilité.

Ce que l'on a fait

Depuis plus d'un an maintenant, nous avons fait le choix de réduire significativement notre exposition aux marchés américains. Une décision motivée par deux convictions : éviter la pression exercée sur le dollar et nous écarter d'un marché dont les valorisations nous semblaient excessives.

Nous évoquions dans notre précédente lettre notre réserve à l'égard des ETF. Ces véhicules, par leur construction même, surpondèrent les grandes capitalisations et en particulier les valeurs américaines au détriment d'opportunités souvent plus intéressantes sur le plan des valorisations. D'autres marchés, moins représentés dans les indices, nous paraissent aujourd'hui offrir un potentiel supérieur. C'est le cas en Europe, mais également en Asie. C'est dans cette logique que nous avons initié dès début 2025 des positions sur les marchés émergents, et notamment sur la Chine. Nous avons l'intention de renforcer ces positions dans les prochaines semaines.

Toujours dans une logique de gestion mesurée du risque, nous avons également fait le choix de surpondérer l'Europe, avec une conviction particulière sur les valeurs industrielles, les matières premières et les financières. Des positions que nous maintenons à ce jour et avons même renforcées.

Ce que l'on va faire dans les prochains jours

Nous avons ainsi décidé de renforcer nos positions en Europe et en Asie, tout en restant attentifs aux opportunités que pourraient offrir les épisodes de volatilité.

Dans cette perspective, nous sommes en cours d'initiation d'une position sur un fonds à vocation de couverture, destiné à amortir les à-coups que pourraient générer de futurs regains de volatilité. Dans un environnement où les marchés mondiaux affichent des valorisations plus tendues, le moindre doute sur la trajectoire de croissance pourrait suffire à déclencher des corrections, fussent-elles temporaires. Ce fonds a vocation à renforcer la résilience de nos portefeuilles face à ces scénarios. Sur le volet asiatique, l'exposition a été renforcée via deux fonds orientés prioritairement sur la Chine.

Nos réflexions autour d'un thème : Véhicules Autonomes

La Prochaine Grande Révolution de la Mobilité

Le 27 juin 2025, une Tesla Model Y quittait seule l'usine de Tesla à Austin, Texas, pour livrer son propriétaire, sans conducteur humain. Ce moment marque un tournant analogue à celui du ChatGPT pour l'IA générative.

Les véhicules autonomes (VA) représentent bien plus qu'une innovation technologique : ils constituent un thème d'investissement multi-sectoriel majeur, susceptible de reconfigurer profondément des pans entiers de l'économie mondiale. Nous vous proposons une lecture structurée de ce thème, pour en identifier les opportunités les plus pertinentes dans une logique d'allocation d'actifs sur mesure.

1 Un spectre de maturité technologique à bien comprendre

Les VA ne se résument pas à un produit unique. Ils s'inscrivent dans une gradation allant du Niveau 0 (conduite entièrement humaine) au Niveau 5 (autonomie totale dans toutes les conditions). Le marché se trouve aujourd'hui principalement en Niveau 2 pour les véhicules grand public, et en Niveau 4 pour les flottes commerciales de robotaxis.

Cette distinction est fondamentale pour l'investisseur : le passage du Niveau 2 au Niveau 4 multiplie par 7 la puissance de calcul nécessaire et par 2 les systèmes radar embarqués. Cela se traduit par un contenu électronique par véhicule passant de ~1 900 \$ à plus de 30 000 \$, ouvrant un marché pour les équipementiers et les fabricants de semi-conducteurs.

2 L'IA générative comme catalyseur d'accélération

Longtemps freiné par des défis de passage à l'échelle, le secteur bénéficie aujourd'hui de l'émergence de l'IA générative, qui réduit significativement les coûts de déploiement initiaux. Cette convergence entre l'IA agentique (logiciel) et l'IA physique (hardware, portée par des data centers de plus en plus puissants, permet des améliorations continues des capacités d'apprentissage et de décision des véhicules.

Un point de vigilance : les VA alimentés par l'IA générative nécessitent 10x plus de puissance de calcul (GPU) et 17x plus de stockage de données que les modèles précédents. Une flotte de seulement 50 véhicules génère ~100 pétaoctets de données en 3 ans.

3 Des marchés en forte croissance : plusieurs segments à considérer

Robotaxis & Ride-hailing

Avec plus de 1 500 robotaxis actifs aujourd'hui aux États-Unis (San Francisco, Phoenix, Austin) et des projections à 35 000 d'ici 2030, le marché nord-américain du ride-sharing autonome pourrait atteindre 7,3 milliards de dollars en 2030, contre seulement 300 millions en 2025. Waymo (Alphabet), Tesla, Zoox (Amazon), Baidu, WeRide et Pony.ai se positionnent comme les acteurs dominants.

Les plateformes de ride-hailing comme Uber et Lyft jouent un rôle d'agrégateurs de demande, en intégrant les flottes autonomes à leur réseau existant, ce qui accélère l'adoption sans nécessiter d'infrastructure propre.

Transport longue distance (Trucking)

Segment potentiellement plus transformateur encore : les camions autonomes peuvent opérer 24h/24, sans contraintes réglementaires liées aux temps de conduite. Goldman Sachs projette un marché nord-américain du trucking autonome à 17,8 milliards de dollars d'ici 2030, contre 100 millions aujourd'hui.

Agriculture, mines et défense

Les industries lourdes sont déjà des adoptants précoces de la technologie VA. Les tracteurs autonomes pourraient réduire les coûts de main-d'œuvre agricole de 50%, les camions de mine opèrent déjà en continu dans des environnements dangereux, et les budgets de défense allouent des montants croissants aux systèmes autonomes de reconnaissance et de logistique.

4 La chaîne de valeur : où se concentrent les opportunités ?

L'écosystème VA implique plusieurs couches d'intervenants, chacune avec un profil risque/rendement distinct :

- Semi-conducteurs & capteurs : fournisseurs des 'briques fondamentales' de l'autonomie (LiDAR, radar millimétrique, caméras, unités de contrôle). Marché estimé à ~200 milliards \$ d'ici 2030, potentiellement doublé d'ici 2040. Profil : exposition pure, volatilité élevée.
- Développeurs & opérateurs de VA : Alphabet (Waymo), Tesla, Amazon (Zoox), Pony.ai. Capex très élevé mais potentiel de leadership de marché.
- Plateformes de distribution (ride-hailing) : Uber, Lyft, Grab. Bénéficiaires indirects via la réduction de leurs coûts de main-d'œuvre.
- Constructeurs automobiles : GM, Rivian, Li Auto, rôle d'assembleur dans un écosystème qui se réoriente vers le logiciel.
- Équipementiers lourds : Caterpillar, Deere & Company, AGCO, adoptants industriels précoces avec des flux de revenus plus stables.
- Défense & drones militaires : AeroVironment, L3Harris, Kratos, segment de niche avec visibilité budgétaire.

5 Risques & facteurs de vigilance

Malgré l'enthousiasme, plusieurs freins méritent attention :

- Acceptation du public : plus de 60% des conducteurs américains expriment encore une méfiance vis-à-vis des VA. L'adoption grand public sera graduelle.
- Cadre réglementaire : l'absence de standards unifiés ralentit les déploiements, notamment au-delà du Niveau 3.
- Responsabilité & assurance : le transfert de responsabilité du conducteur vers le système automatisé remet en question les modèles actuels d'assurance automobile, un risque systémique pour le secteur financier.
- Concurrence géopolitique USA-Chine : Baidu, WeRide et d'autres acteurs chinois bénéficient d'un soutien étatique fort et d'un terrain de déploiement massif. La compétition s'étend aux normes internationales et aux chaînes d'approvisionnement.
- Intensité capitalistique : le développement et l'exploitation de flottes VA mobilisent des montants très importants, avec des délais de rentabilité longs.

6 Nos réflexions en termes d'allocation

L'écosystème VA devrait atteindre 1 200 milliards de dollars d'ici 2040 selon Bank of America. C'est un thème de long terme, à intégrer avec discipline dans une logique de conviction graduelle.

Notre approche sur mesure nous invite à distinguer trois niveaux d'exposition selon le profil de chaque famille :

- Exposition 'infrastructure' (faible risque relatif) : équipementiers semi-conducteurs établis (NXP Semiconductors, TE Connectivity), constructeurs d'équipements lourds (Caterpillar, Deere). Ces acteurs bénéficient du thème sans dépendre de l'adoption finale grand public.
- Exposition 'plateforme' (risque modéré) : Alphabet (via Waymo), Amazon, Uber. Acteurs diversifiés où le VA représente une option de valeur dans un portefeuille plus large.
- Exposition 'pure play' (risque élevé, potentiel fort) : Aurora Innovation, Mobileye, Pony.ai, Rivian. À dimensionner avec prudence dans des allocations satellites.

Le thème VA s'intègre naturellement dans une allocation thématique 'Intelligence Artificielle & Automatisation', en complément d'une exposition aux data centers et aux semi-conducteurs des thèmes que nous suivons activement pour nos familles.

Quelques graphiques pour comprendre : Le changement de leadership peut-il continuer ?

Les valeurs technologiques qui tiraient le marché sont sous pression :

Les investisseurs commencent à douter de la rentabilité des dépenses massives liées à l'IA.

Même des résultats supérieurs aux attentes, comme ceux de Microsoft, ont été sanctionnés en raison d'un capex jugé excessif. Cette inflexion pourrait accélérer les introductions en bourse de sociétés liées à l'IA avant un éventuel reflux d'enthousiasme.

En parallèle, des montants considérables de dette sont levés pour financer la construction de data centers, tout est de plus en plus imbriqué...

Hors technologie, avec des valorisations plus raisonnables et des soutiens budgétaires et réglementaires toujours présents, les secteurs « Old Economy » pourraient reprendre le leadership, notamment les petites et moyennes entreprises américaines.

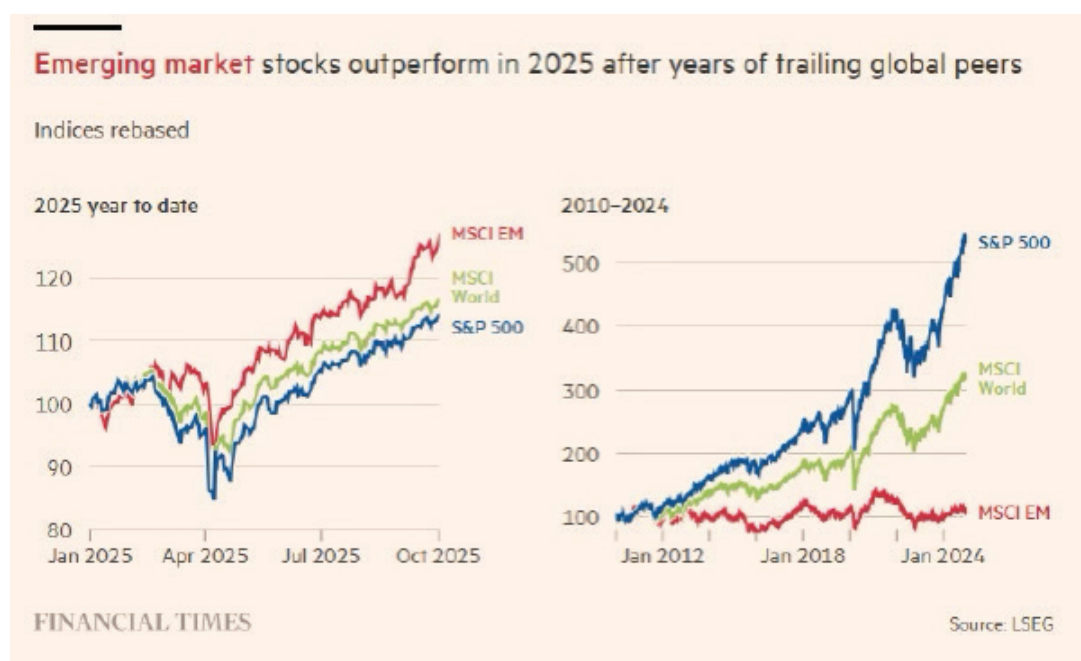
Évolution des principales valeurs technologiques depuis octobre 2025



Source: Bloomberg; Minack Advisors

Les marchés émergents ont largement sous performé depuis 2010...mais cela a changé depuis 2025.

Performance des marchés mondiaux en 2025 et de 2010 à 2024

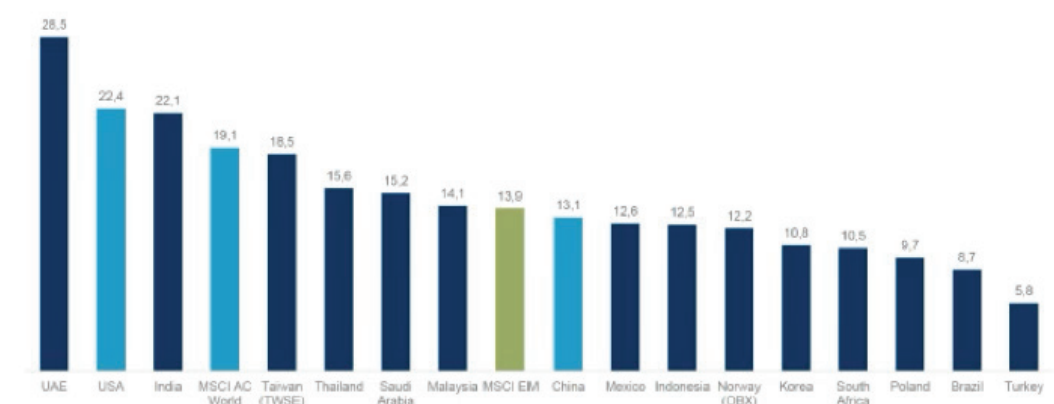


Où investissons-nous pour demain ?

Nous privilégions les marchés émergents, dont les niveaux de valorisation demeurent attractifs au regard de leur potentiel de croissance structurelle.

Valuation snapshot of select markets

- 12m fwd P/E (x)



9

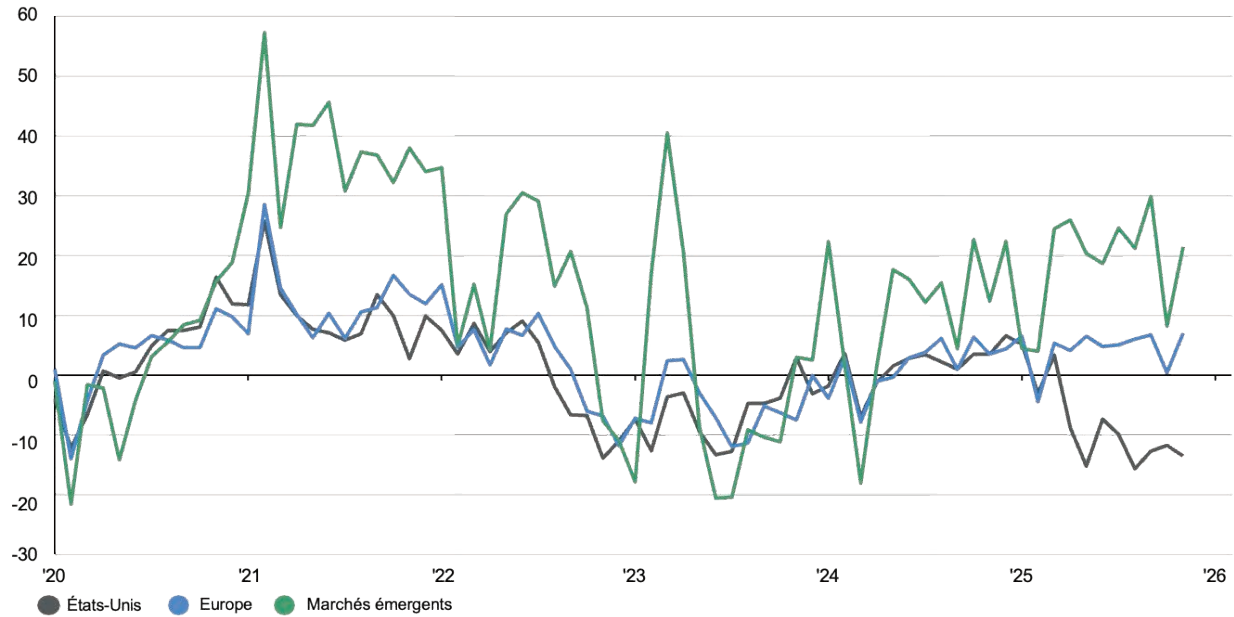
Bloomberg as at 30 September 2025

SKAGI

Les droits de douane n'ont pas stoppé les exportations chinoises :

Exportations de la Chine par destination

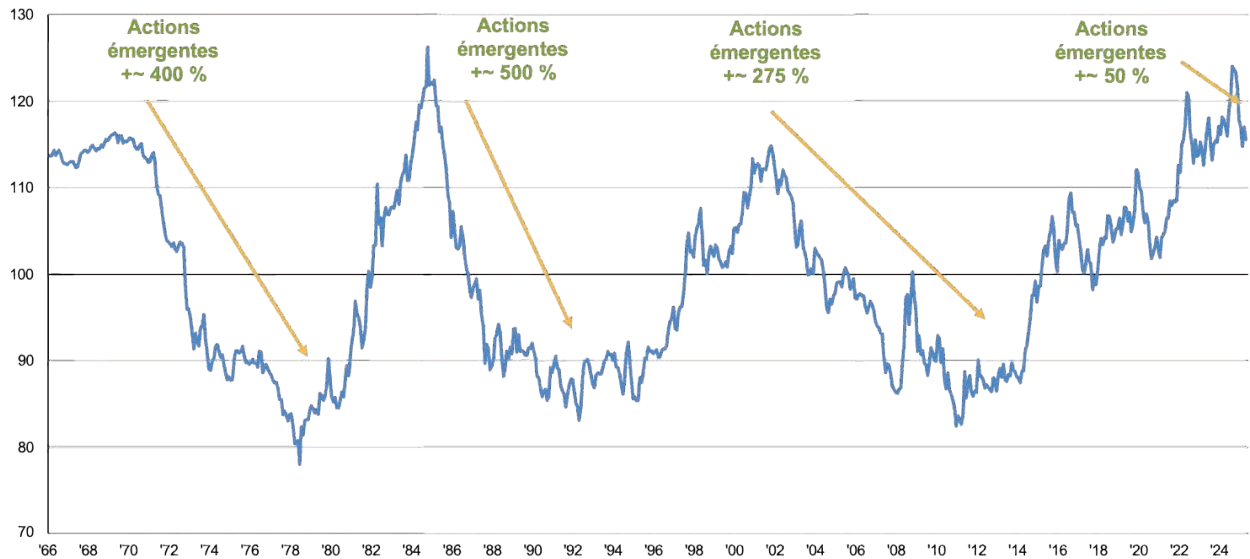
En milliards d'USD, évolution réelle en glissement annuel



Source : China Customs, LSEG Datastream, National Bureau of Statistics of China, J.P. Morgan Asset Management. Les marchés émergents comprennent l'Amérique latine, l'Afrique, l'Asie hors Japon et la Russie. *Guide des marchés - EMEA*. Données au 5 janvier 2026.

Les actions des pays émergents se portent mieux lorsque le dollar se déprécie

Taux de change effectif réel du dollar US.

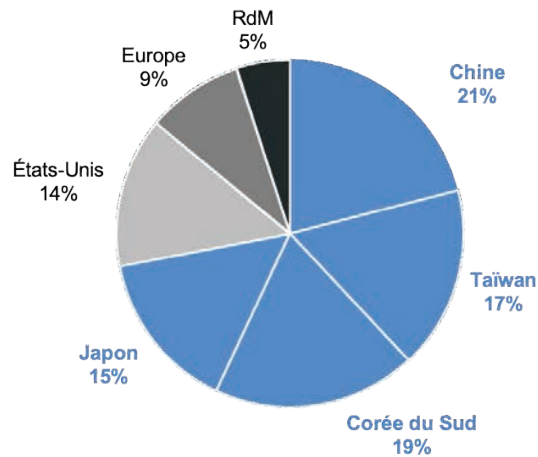


Source : Bloomberg, J.P. Morgan Securities, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Le TCER est le taux de change effectif réel, un indice du dollar américain pondéré en fonction des échanges commerciaux et ajusté de l'inflation. Les données relatives au TCER proviennent de la BRI et de JP Morgan Securities. Actions ME = Japon, Hong Kong et Singapour avant 1980 ; Hong Kong, Singapour et autres pays d'Asie après 1987, indice MSCI EM par la suite

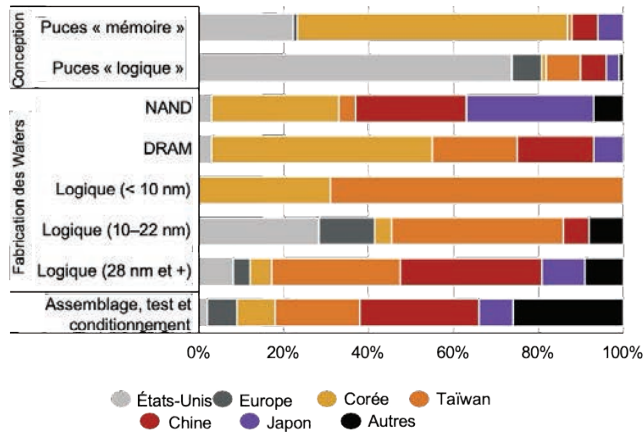
L'Asie contrôle 72 % de la chaîne d'approvisionnement en semi-conducteurs :

Les entreprises américaines dominent les dépenses, mais l'Asie contrôle 72 % de la chaîne d'approvisionnement et capte près de 40 % des investissements dans l'IA

Production de semi-conducteurs par région, en % de la production mondiale (Asie-Pacifique en bleu)



Part de marché du secteur des semi-conducteurs par activité et par région (% de la valeur ajoutée et de la capacité de production*)



Source : (à gauche) Semiconductor Industry Association, J.P. Morgan Asset Management. RdM = Reste du monde. Données à fin août 2025. Les sociétés/valeurs ci-dessus sont fournies uniquement à titre d'illustration. Leur inclusion ne saurait être interprétée comme une recommandation d'achat ou de vente. (à droite) Source : Données reposant sur l'analyse de BCG en 2025 pour la capacité de production et en 2024 pour la valeur ajoutée du secteur. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances actuelles ou futures. Guide des Marchés - Asie. Les données sont les plus récentes disponibles, en date du 31/12/2025. *Part de marché reposant sur la capacité de production des plaquettes (wafers) et la valeur ajoutée du secteur pour les autres.

TREE FAMILY
TAILORED WEALTH MANAGEMENT

BRUNO ZARAYA

BZARAYA@TREEFAMILY.PARIS 174 BOULEVARD SAINT-GERMAIN
(0) 33 642 787 930 75006 PARIS