

Perspectives & Convictions

Asset Management | 1^{er} semestre 2026



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Perspectives & Convictions

Asset Management | 1^{er} semestre 2026

SOMMAIRE



Allocations d'actifs	6
par Benjamin Melman	
Investir au milieu d'une bulle	
Obligations	12
par Alain Krief	
L'année 2026 s'annonce favorable aux marchés de crédit !	
Actions européennes	16
par Caroline Gauthier	
Actions européennes : la valse à 3 temps	
Actions internationales et thématiques	20
par Jacques-Aurélien Marcireau	
2026, une année structurante pour les actions, « la fin du prologue »	
Souveraineté européenne	22
par Anthony Penel	
Défense européenne : un investissement décorrélant	

Investir au milieu d'une bulle



Benjamin Melman
Global Chief Investment Officer

Un manque évident de repères outre-Atlantique

La visibilité sur l'économie américaine est aujourd'hui particulièrement réduite. Nous n'avions, par le passé, jamais observé un tassement des créations d'emplois sans ralentissement concomitant de la croissance, ce qui soulève de nombreuses interrogations. Le *shutdown* le plus long de l'histoire a, de surcroît, interrompu la publication d'indicateurs clés, tout en générant une série d'effets techniques ponctuels - d'abord négatifs, puis positifs - qui invitent à interpréter les prochaines statistiques avec davantage de prudence.

Par ailleurs, si les tarifs douaniers ont eu des effets récessifs nettement moins marqués qu'anticipé, leur diffusion dans l'économie a été plus lente que prévu. Il convient donc d'attendre encore avant de se prononcer de manière définitive. D'autant que la Cour constitutionnelle pourrait prochainement décider d'annuler ces tarifs. En revanche, le relâchement budgétaire prévu pour l'an prochain demeure à l'ordre du jour, mais son ampleur reste incertaine : au-delà du *Big & Beautiful Bill*, M. Trump évoque la possibilité de restituer aux ménages une partie des recettes douanières au moyen d'un chèque de 2 000 dollars, ce qui représenterait entre 1% du PIB (si la mesure est réservée aux ménages gagnant moins de 100 000 dollars par an) et 2 %.



Malgré ce brouillard, l'environnement américain n'apparaît pas plus inquiétant que d'habitude : ni les bilans des agents privés ni la dynamique des marges des entreprises ne signalent de risque de récession. Le principal danger réside plutôt dans un éventuel retournement des investissements massifs dans l'intelligence artificielle - investissements dont les effets sur la croissance sont estimés à environ 1 point de PIB - qui provoquerait sans doute un repli marqué des marchés actions, des effets richesse négatifs et une consommation plus faible.

L'IA et la bulle

Les analogies entre la flambée actuelle des valeurs liées à l'IA et la bulle internet ne manquent pas : rôle central du momentum, valorisations excessives, participation élevée des particuliers dans les flux boursiers, apparition de méga-deals circulaires entre OpenAI, Nvidia et Oracle, où le fournisseur prête à son client pour qu'il passe commande (ce qui n'est pas sans rappeler la fin des années 90 où Cisco, Lucent et Nortel avaient prêté à leurs clients telecoms, ce qui avait conduit à des infrastructures surdimensionnées). La principale question est donc la capacité des acteurs américains à monétiser leurs investissements, alors que la concurrence est rude entre *hyperscalers*¹ américains et avec les acteurs chinois, d'autant plus que de nombreuses enquêtes auprès d'utilisateurs d'IA soulignent fréquemment l'absence de résultats tangibles de leurs investissements.

Deux obstacles supplémentaires émergent quant au développement de l'IA aux États-Unis : une insuffisance de l'offre d'énergie face à une demande en forte hausse, provoquant une flambée des prix de l'électricité, et **l'apparition d'incidents dans la sphère du private credit**, dont l'essor a été explosif ces dernières années. Rappelons que selon certaines projections, le *private credit* est supposé financer autour de la moitié de la création des *data centers* d'ici 2030.

Aucun élément ne permet de prévoir quand cette bulle éclatera. Certains indicateurs suggèrent même que les excès de 2000 n'ont pas encore été atteints. Si la bulle a été nourrie par l'excès de liquidités, l'annonce de la fin du *quantitative tightening* par la Fed ne constitue pas pour autant une menace. On notera toutefois que certains grands acteurs (SoftBank ou encore Macro LLC de Peter Thiel) ayant accompagné cette bulle IA ont récemment vendu leurs actions Nvidia. L'investisseur de long terme est toutefois averti du caractère hautement spéculatif de ce segment de marché. Dans ce contexte, nous restons très sous-pondérés sur les *Magnificent 7* (MAG7). Les résultats du troisième trimestre des entreprises américaines montrent d'ailleurs une inflexion intéressante : la croissance bénéficiaire n'est plus tirée principalement par les MAG7, ce qui renforce l'intérêt d'une diversification des thématiques au-delà de l'IA.

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.

Évolution des indices S&P 500 et S&P 500 Momentum² depuis 1997



Source : Factset. Données au 27/11/2025.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change.

Les performances indiquées ne prennent pas en compte les coûts et commissions supportés lors de l'émission et du rachat des parts, mais incluent les frais courants, les frais d'intermédiation ainsi que les éventuelles commissions de performance prélevées.

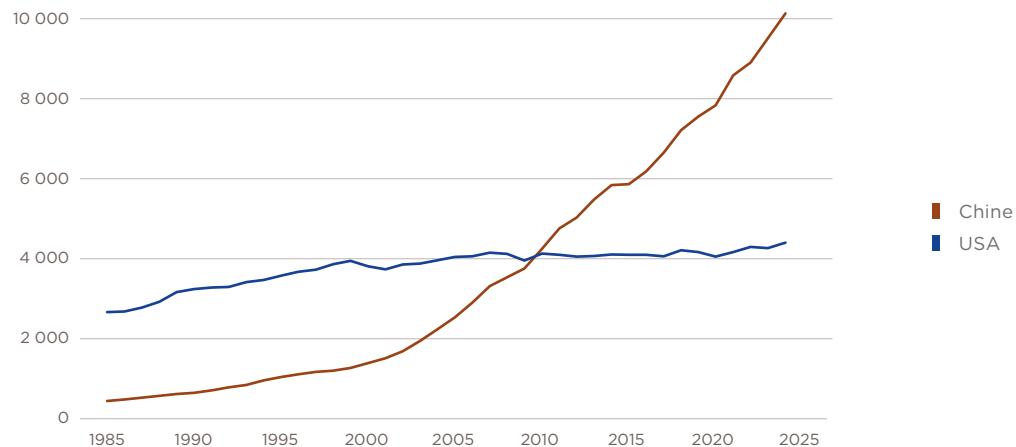
La Chine : un modèle d'IA différent, plus pragmatique et moins risqué

La Chine a développé un modèle d'IA très différent de celui des États-Unis et, sur certains aspects, plus pragmatique et moins risqué. Déjà, les LLM sont en architecture ouverte et non en modèles propriétaires, ce qui facilite leur diffusion. Par ailleurs, **les investissements des hyperscalers ont été bien plus mesurés (de l'ordre d'un dixième du montant américain), limitant a priori drastiquement le risque de surinvestissement**. Ensuite, l'adoption de la technologie est favorisée par les autorités, notamment dans l'industrie, dans le cadre d'une vision plus globale de la politique industrielle, ce qui réduit l'incertitude quant à son utilisation. Enfin, la Chine dispose d'une capacité de production électrique massive à coûts très bas, un atout majeur dans un contexte de hausse des coûts de l'énergie. Les valeurs liées à l'IA en Chine se négocient à des niveaux nettement inférieurs à ceux observés aux États-Unis. Autrement dit, même en tenant compte des faiblesses structurelles du marché chinois (pressions déflationnistes, faiblesse de la gouvernance, etc.) qui ont conduit de nombreux investisseurs à s'en détourner, il apparaît difficile d'ignorer totalement ce marché dans une allocation.

² Le S&P 500® Momentum est un indice conçu pour mesurer la performance des titres de l'univers S&P 500 qui affichent une certaine constance dans leur performance relative.



Évolution de la production électrique sur 40 ans (en terawattheures)



Source : Ember (2025); Energy Institute - Statistical Review of World Energy (2025). Données au 27/11/2025.
Les chiffres concernent les années passées et ne préjugent pas des résultats futurs.

L'Europe peut encore surprendre

La France demeure dans une situation fragile sur les plans budgétaire et politique, mais le risque de crise reste pour l'instant contenu. L'Europe du Sud demeure relativement dynamique, portée par le plan NextGen EU et par le regain de compétitivité de ces pays. **C'est toutefois l'Allemagne qui opère un changement de doctrine significatif, susceptible d'entraîner toute l'Europe : plan de relance dont les effets se matérialiseront en 2026, volonté de M. Merz de lancer l'Union des marchés de capitaux (que l'Allemagne bloquait jusqu'ici), soutien aux mesures protectionnistes européennes contre le *dumping* chinois sur l'acier.** Il s'agit d'une véritable rupture, destinée à relancer l'offre comme la demande en Europe.

Selon le *think tank* EPIC, seulement 11,2 % des mesures du rapport Draghi ont été mises en œuvre un an après sa publication, et 20,1 % partiellement. Il reste donc beaucoup à faire, mais la volonté politique est désormais présente. Tant que M. Merz est au pouvoir, et dans l'attente d'autres relais politiques, il y a des raisons d'être optimistes.

Changement à la Fed

En mai 2026, le mandat de Jerome Powell prendra fin. Si le nom de son successeur n'est pas encore connu, la tentative d'éviction de Lisa Cook et les attaques répétées de M. Trump à l'encontre de Jerome Powell laissent clairement transparaître la volonté de la Maison Blanche d'influer davantage sur la politique monétaire. Nul ne sait dans quelle mesure l'indépendance de la Fed sera préservée, mais il paraît raisonnable d'envisager une banque centrale plus accommodante, ne serait-ce qu'en raison des rotations internes au *Board* déjà planifiées après le départ de Powell.

“The only thing Scott is blowing it on is the Fed because the Fed, the rates are too high, Scott. If you don’t get it fixed fast, I’m going to fire your ass”

President Donald Trump, CNN (20/11)

Compte tenu de la perte de compétitivité européenne, prise en étau entre *dumping* chinois et tarifs américains, la BCE pourrait être contrainte d'assouplir sa politique si la Fed engage une nouvelle baisse de taux, afin de contenir l'appréciation de l'euro. Alors que les politiques budgétaires seront expansionnistes l'an prochain dans les trois plus grands pays du G7 (États-Unis, Japon, Allemagne), et que les déficits publics se creuseront, nous ne privilégions pas les obligations à maturité longue : la reconstitution de la prime de terme semble incomplète au regard de l'historique, surtout si la Fed devait devenir trop laxiste sous pression politique.

Politique d'investissement

Au total, les marchés restent chers, tandis que la probabilité d'un éclatement de la bulle IA augmente : plus les investissements flambent, plus les doutes sur leur monétisation s'intensifient. Toutefois, **nous n'identifions pas dans l'environnement économique actuel de raisons fondamentales justifiant un retournement des marchés**. Nous abordons donc l'année avec une allocation relativement équilibrée entre actions et obligations, tout en conservant un biais prudent au début, dans l'attente d'une meilleure visibilité concernant les évolutions à la Fed, et sans préférence géographique marquée sur les actions.

Sur les marchés actions, nous restons prudents sur les grandes capitalisations liées à l'IA (notamment les MAG7) et privilégions plutôt le thème du Big Data (en particulier les entreprises utilisatrices, qui pourront le mieux tirer parti de l'IA). **Nous privilégions également les entreprises qui bénéficieront du thème de la résilience et de la souveraineté**, aussi bien au niveau mondial qu'europeen, la mise en œuvre du rapport Draghi étant l'un des objectifs prioritaires de la Commission européenne.



Au regard de la puissance du *momentum* ces deux dernières années, la meilleure manière de se préparer à un changement de régime de marché tout en investissant à long terme est d'augmenter le poids des actifs sous-détenus par les investisseurs, décotés et de préférence déjà engagés dans un mouvement de reprise, notamment les petites capitalisations européennes, qui devraient bénéficier du recentrage vers une croissance plus domestique, de l'union des marchés de capitaux mais aussi d'éventuelles baisses de taux de la BCE. Le secteur de la santé répond également à ces caractéristiques. Longtemps pénalisé par des obstacles d'ordre politique, il voit désormais son horizon s'éclaircir et commence à reprendre des couleurs. Il pourrait même bénéficier d'un redressement significatif en cas de ralentissement économique plus marqué. Parallèlement, les valeurs américaines *Value* ont également leur place dans cette recherche de diversification. Elles pourraient tirer parti d'un possible retour à une politique économique très expansionniste aux États-Unis (si le Congrès adopte les chèques aux ménages et/ou si la Fed devient plus accommodante). Enfin, les valeurs aurifères, qui ont déjà largement progressé, pourraient à nouveau tirer leur épingle du jeu si la recomposition au sein de la Réserve Fédérale devait se traduire par une empreinte politique plus marquée.

Dans l'univers obligataire, il devient difficile d'envisager davantage de resserrement des *spreads* tant ils se sont contractés mais cela reste possible, puisque les signatures des États se dégradent. Nous privilégions ainsi les dettes hybrides financières et d'entreprises, essentiellement dans un univers d'émetteurs *Investment Grade*, ainsi que la dette émergente, qui devrait profiter de l'assouplissement monétaire de la Fed, et enfin les stratégies de portage.

Points clés

- L'économie américaine reste incertaine, marquée essentiellement par un tassement de l'emploi sans ralentissement de la croissance ainsi qu'une bulle IA qui risque d'éclater.
 - La Chine et l'Europe offrent des opportunités différenciées : l'IA chinoise est plus pragmatique et moins chère, tandis que l'Europe bénéficie d'une relance portée par l'Allemagne et le plan NextGen EU.
 - Notre stratégie d'investissement reste prudente et équilibrée entre actions et obligations. Elle privilégie les petites valeurs européennes au détriment des grandes capitalisations américaines liées notamment à l'IA, ainsi que les thématiques de la résilience, la souveraineté européenne, la santé et le Big Data.
-

L'année 2026 s'annonce favorable aux marchés de crédit !



Alain Krief
Responsable de la Gestion
Obligataire

Les marchés évoluent rarement en ligne droite ascendante ou descendante. Sur de courtes périodes, cette impression peut sembler vraie, mais elle est souvent trompeuse.

Ainsi, au début de l'année 2025, le dollar s'est nettement déprécié : beaucoup anticipaient un taux de 1,20 puis de 1,40 contre l'euro. Il a finalement atteint 1,19 en séance, mais évolue depuis le mois de juillet autour de 1,16. Parallèlement, le pétrole, qui semblait suivre une trajectoire baissière, s'est stabilisé autour de 60 dollars le baril ces derniers mois. Quant à l'or, après un rallye exceptionnel, son cours a fléchi à la mi-octobre. Ces exemples illustrent bien la volatilité et la complexité des marchés financiers.

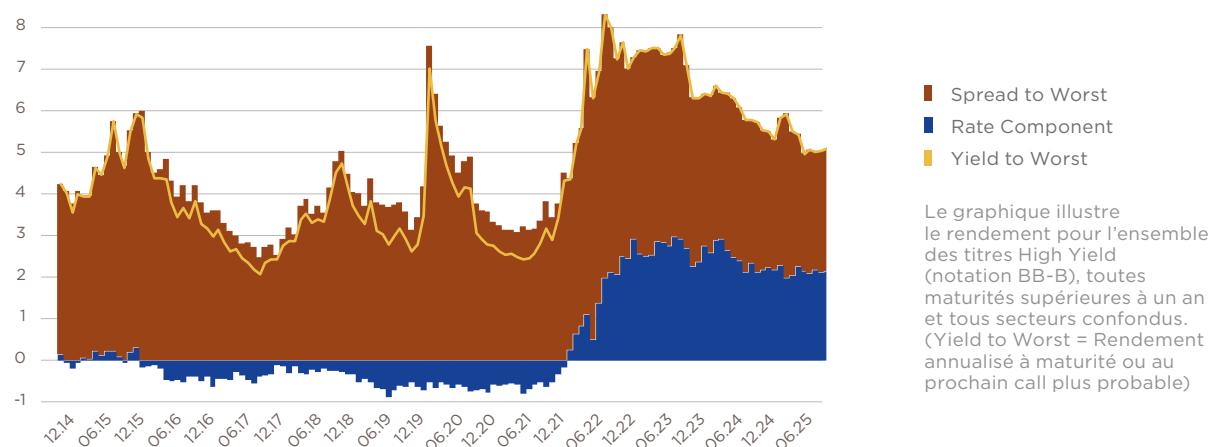
En 2026, les marchés de crédit pourraient pourtant faire figure d'exception. Le portage obligataire, c'est-à-dire le provisionnement et le paiement du coupon associé, permet de délivrer une performance qui suit une trajectoire relativement linéaire. Une tendance déjà observée au cours des trois dernières années sur ces marchés, malgré quelques épisodes de volatilité, comme en avril dernier lors des annonces de droits de douane par Donald Trump.

Concrètement, la dynamique du crédit s'explique les éléments qui le composent et les facteurs qui agissent sur chacun d'eux.



Prenons l'exemple du marché *High Yield* européen : son rendement annualisé correspond simplement à la somme du taux d'État moyen et de la prime de risque crédit moyenne (les *spreads*) des émetteurs qui le composent.

Évolution du « Yield to Worst » sur 10 ans



Source : Factset, données au 31/10/2025.

Pour pouvoir se projeter en 2026, il est donc essentiel d'analyser à la fois les taux souverains (partie bleue de la courbe) et les primes de risque de crédit (partie jaune), sans oublier la corrélation entre les deux.

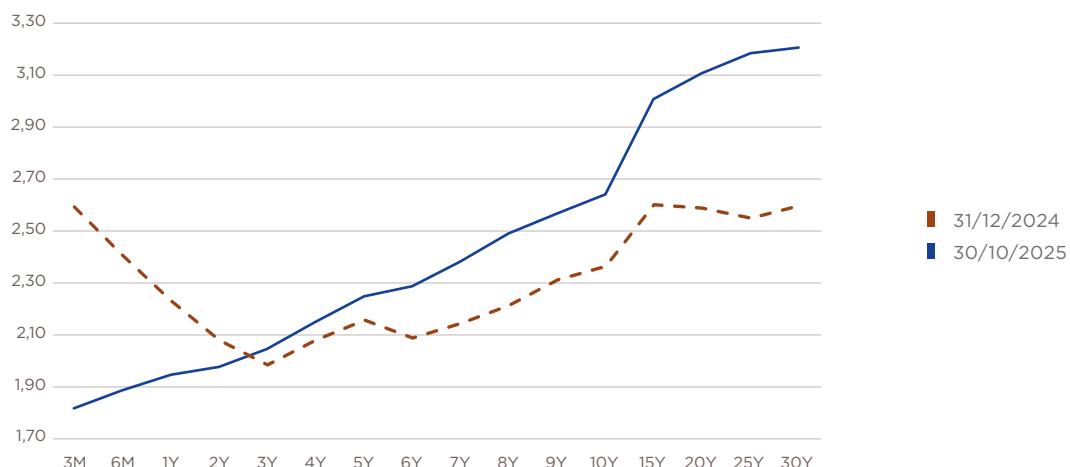
En zone euro, après une forte augmentation des taux souverains en 2022 visant à lutter contre l'inflation, la BCE a progressivement assoupli sa politique monétaire, l'inflation atteignant désormais l'objectif de 2 %. Il ne reste probablement qu'une ou deux baisses à venir avant d'atteindre le « *terminal rate* » (taux d'équilibre). Cette situation a conduit à une normalisation de la courbe des taux, soutenue également par les récentes politiques fiscales (baisse des taux courts et hausse des taux longs). Seule la partie 3-5 ans est restée stable (voir graphique page suivante).

Les *spreads* de crédit suivent une logique comparable pour un même émetteur.

Cette pentification de la courbe permet non seulement de dégager davantage de rendement (avec plus de risque) sur les maturités longues, mais également de changer le profil de performance d'un titre grâce au phénomène de « descente dans la courbe » (« *rolldown* »), délivrant plus de performance en début de vie du titre, et moins à l'approche de la maturité.

OBLIGATIONS

Courbe de taux EUR



Source : Factset, données au 31/10/2025.

Quand on analyse le profil de performance de l'indice *High Yield BB-B* sur plusieurs années, on observe que celui-ci dépend essentiellement du portage lorsque les taux souverains varient peu. Le resserrement des primes de risque de crédit vient éventuellement rajouter ou enlever de la performance. Cette logique s'applique aussi à d'autres segments obligataires à spreads élevés à l'instar de la dette subordonnée financière (AT1, Tier 2), la dette corporate hybride ou encore les marchés émergents souverains et crédit. Tous affichent des spreads élevés par rapport aux taux sans risque. À l'inverse, le segment *Investment Grade*, doté d'un spread plus faible, reste très sensible aux mouvements des taux souverains, qui peuvent rapidement effacer les gains liés au portage.

En pratique, même dans un environnement technique favorable (portage important, flux positifs sur la classe d'actifs...), il est indispensable de prendre en compte la santé financière des entreprises et son évolution potentielle en 2026 car les mouvements de spreads au nom à nom peuvent être très importants. Et les disparités au sein du segment *High Yield* sont actuellement nombreuses, selon les secteurs et les notations. Les émetteurs « single B » ont vu leurs spreads s'écartez ces derniers mois, mais cette tendance devrait progressivement se normaliser dans un contexte de bonne tenue de la croissance mondiale.

Selon nous, l'économie évolue en « K », illustrant une phase de transition entre le milieu et la fin du cycle : la croissance est atone et incertaine aux États-Unis, tandis que l'Europe, plus en amont du cycle, devrait bénéficier des dépenses budgétaires allemandes en 2026. Cette divergence se reflète notamment dans les performances des différents secteurs : certains sont encore en début de cycle, tandis que d'autres approchent de la fin.



Les entreprises au sein des secteurs liés à l'IA, tels que les *hyperscalers* et les entreprises de services publics, semblent en effet en fin de cycle. Au cours du dernier trimestre, les *hyperscalers* (Meta, Oracle, Alphabet, etc.) ont émis, à eux seuls, près de 118 milliards de dollars. Si ce rythme continue, ces acteurs pourraient se réendetter significativement, exerçant une pression sur les *spreads* de la catégorie *Investment Grade* car ces émetteurs encore au début de leurs appels à la dette sont très bien notés, ce qui limite le risque immédiat de défaut et de propagation à d'autres segments du marché du crédit.

Sur les autres secteurs, certes plus sensibles aux taux d'intérêt, tels que les ressources de base, les matériaux de construction, les prêts automobiles, l'immobilier commercial (CRE), la construction résidentielle et les consommateurs à faible revenu, évoluent dans un environnement plus contraignant. Leur demande dépend fortement du crédit, des investissements et de la construction. Ils ont également été affectés par les droits de douane, entraînant le marché de l'emploi le plus faible depuis cinq ans. Malgré ces difficultés, leur position dans le milieu du cycle leur permet encore de générer des rendements positifs.

C'est dans ce contexte que le segment *High Yield* se révèle particulièrement attractif. Il regroupe de nombreux secteurs cycliques tout en étant moins exposé aux secteurs capitalistiques et aux *hyperscalers*. Nous identifions sur ce marché de nombreuses opportunités et privilégions le risque de notation au risque de duration. De plus, le portage élevé du *High Yield* et sa courte duration offrent une marge de sécurité intéressante, même face à une peu probable vague de défauts, qui, selon nous, ne devrait pas se matérialiser en 2026.

C'est pourquoi, en examinant de près ces disparités au sein des marchés de crédit, il apparaît que les segments à forts spreads, et notamment le *High Yield*, ont le potentiel de délivrer « une performance en ligne droite », proche de ce que la théorie suggère, offrant ainsi un terrain favorable aux investisseurs à la recherche de rendements.

Points clés

- Depuis fin 2022, les marchés de crédit évoluent dans une tendance haussière. Leur dynamique s'explique principalement par un portage élevé et des facteurs positifs qui agissent sur sa composition : taux et spreads.
 - La performance d'un indice *High Yield BB-B* repose essentiellement sur le « *total yield* » et pour 2026, nous privilégions le risque de crédit au risque de duration.
 - Le segment *High Yield* se révèle attractif car il comprend de nombreux secteurs cycliques corrélés à la croissance tout en étant moins exposé aux secteurs capitalistiques et aux *hyperscalers*.
-

Actions européennes : la valse à 3 temps



Caroline Gauthier
Co-Responsable de la Gestion
Actions

L'année 2025 aura été l'illustration parfaite d'un marché capable de changer de régime bien plus vite que la réalité économique. C'est ce qu'on appelle la phase d'Espoir du cycle, celle qui précède la phase d'Expansion et qui est traditionnellement propice à une hausse des marchés actions. **C'est le moment où les investisseurs peuvent saisir les meilleures opportunités : les marchés restent abordables, les valorisations repartent et les marges de progression demeurent importantes, les profits devant encore se redresser.** Tant que cette anticipation de reprise perdure, nous estimons que les actions européennes conservent un potentiel de hausse important. Il faut toutefois rester patient car une reprise suit rarement une trajectoire linéaire. En l'occurrence, celle que nous vivons se déroule en trois temps.

Le temps boursier et le temps politique

Les annonces quasi simultanées d'un plan de réarmement européen et du « Bazooka » budgétaire allemand ont fait naître un vent puissant d'optimisme sur l'Europe début 2025. **La bourse a réagi instantanément : en quelques semaines, les actions de la zone euro se sont envolées de près de 20 %, soutenues par des flux entrants à un plus haut de dix ans.** Or le temps boursier n'est pas celui du politique.

Après ce temps des annonces, une forme d'essoufflement s'est installée. Le contraste entre l'enthousiasme des investisseurs et le rythme réel de l'économie s'est fait sentir. Reconnaissant que les



résultats des entreprises ne croîtraient pas en 2025 impactés par le dollar faible et les perturbations liées aux droits de douane, les marchés ont continué de progresser mais en montrant des signes d'impatience face aux effets encore limités des plans pluriannuels annoncés.

Nous entrons désormais dans le temps long du politique. Si nous ne pouvons maîtriser l'agenda, chaque nouvelle étape d'implémentation sera accueillie positivement.

Les premières avancées de la reprise en main de l'Europe sont déjà visibles. La réduction de 50 % des quotas d'importation d'acier, assortie de droits de douane additionnels, devrait soutenir la sidérurgie européenne dès 2026. Les discussions sur le report de la fin du moteur thermique allègeraient la pression sur l'industrie automobile. Les travaux sur le SIU¹ pourraient devenir un catalyseur puissant pour l'écosystème financier européen.

En Allemagne, le plan budgétaire de près de 1000 Mds€ dans la défense et les infrastructures constitue un changement de paradigme. Mais après des décennies de sous-investissement, les administrations sont sous-dimensionnées : les premiers effets viendront en 2026 pour la défense mais sans doute pas avant 2027 pour les infrastructures.

En attendant, le plan de relance de l'offre pourra aussi compter sur le secteur privé : dans le mouvement « Made for Germany », 105 sociétés ont annoncé 735 Mds€ d'investissement sur 3 ans profitant du « boost » fiscal annoncé par le gouvernement (amortissements accélérés déjà en place et baisse d'impôts à partir de 2028).

Il était donc logique que 2025 ne reflète pas encore ce renouveau. La performance des marchés actions zone euro de l'ordre de +20 % en 2025 (après +30 % en cumulé sur 2023 et 2024) reposait avant tout sur le *rerating*. Celle de 2026 dépendra du redémarrage des profits.

2026 : le temps de l'entrepreneur

La hausse des bénéfices, combinée à un retour aux actionnaires (dividendes et rachats d'actions) autour de 4/5 % devrait permettre aux marchés actions de poursuivre leur progression en 2026. Plusieurs moteurs nourriront le redressement des profits.

Le moteur budgétaire (essentiellement allemand) ne sera pas selon nous le premier contributeur mais pourrait redevenir un catalyseur en cas de nouvelles réformes. Certains secteurs comme la défense, les services informatiques (qui bénéficient de budgets publics pour la digitalisation) ou l'acier, devraient déjà profiter des mesures de soutien en 2026, mais l'essentiel des effets est attendu à partir de 2027.

Le moteur macroéconomique sera plus déterminant en zone euro. Les surprises économiques sont positives, les PMI se rapprochent

¹ Savings and Investments Union

ACTIONS EUROPÉENNES

de la zone d'expansion et les conditions financières s'assouplissent avec la transmission progressive des baisses de taux de la BCE. À ce titre, plusieurs marchés européens de la construction montrent déjà un début d'inflexion.

Après trois ans de stagnation des bénéfices, le consensus anticipe +11% de croissance des résultats en Europe et +14% dans la zone euro. Même si l'ampleur de la hausse sera in fine sans doute plus modérée, ce scénario de croissance nous paraît réaliste tant les leviers sont nombreux. Tous les secteurs devraient voir leurs profits progresser, ce qui est peu commun.

Les secteurs liés à l'électrification (industrielles, utilities, services et ingénierie) conserveront leur dynamique portée par le besoin de modernisation des réseaux. La hausse des dépenses de défense profitera non seulement aux acteurs spécialisés mais aussi à leurs sous-traitants plus diversifiés (acier, moteurs, infrastructures).

Plusieurs secteurs verront un rebond des volumes grâce à des bases de comparaison plus favorables et/ou à la fin du déstockage lié à la reprise post-Covid (santé, semi-conducteurs). L'effet de levier opérationnel sera significatif, notamment dans l'industrie, la construction et les matériaux. Par ailleurs, l'impact négatif de la baisse du dollar et des droits de douane devrait progressivement s'atténuer et aider les valeurs exportatrices.

Enfin, les profits du secteur financier resteront bien orientés dans un environnement de taux stabilisés et de volumes de crédit en hausse.

Un tempo décalé à mettre à profit

La zone euro bénéficie aujourd'hui d'un double soutien monétaire et budgétaire, mais l'implémentation progressive des plans crée un décalage temporel que les investisseurs doivent exploiter par une sélection rigoureuse. Sous la surface des indices, la dispersion est importante et il s'agira i/ d'identifier des valeurs aux perspectives solides et aux valorisations raisonnables (l'aéronautique dispose par exemple de carnets très longs, de chaînes d'approvisionnement en amélioration et ne prévoit pas de nouveaux programmes lourds d'investissements), ii/ de tirer parti des vagues d'accélération des volumes quand elles se présenteront dans les secteurs cycliques et iii/ de repérer les anomalies actuelles de valorisation.

Nous identifions des excès flagrants de sous-valorisation sur les valeurs de qualité, délaissées au profit des valeurs value à fort beta. Leur valorisation relative au marché est désormais au plus bas depuis 15 ans et dépasse même le seuil des deux écarts-types sous la tendance historique (souvent un signal de retour à la moyenne). Parmi elles figurent des titres dans la santé ou bien dans les logiciels, les services informatiques ou les agences de publicité, souvent présentés de manière indiscriminée comme les perdants de l'IA.



À mesure que leurs résultats confirmeront leur solidité, une revalorisation est probable.

Les *Small Caps* de la zone euro restent enfin un réservoir d'opportunités majeur : leurs résultats progressent plus vite que ceux des grandes valeurs, leur décote relative atteint 15% (contre une prime historique de 22%) et elles sont les premières bénéficiaires d'une reprise domestique. Historiquement, les phases de redémarrage de l'économie européenne riment avec surperformance des *Small Caps*. Par ailleurs, la diversité sectorielle de cet univers d'acteurs de niche, permet de s'exposer à des thématiques domestiques et souveraines soutenues par des vents porteurs, ainsi qu'à des acteurs innovants à portée internationale.

Conclusion

Après le temps des annonces puis celui de la lassitude, nous entrons dans le temps long de l'exécution. Quel que soit son rythme, la trajectoire vers une reprise économique est déjà en marche et devrait se refléter dans les résultats des entreprises dès 2026 avant d'accélérer en 2027.

Un scénario encore plus optimiste émergerait en cas de résolution de la guerre en Ukraine (baisse des prix de l'énergie et de la prime de risque, plan de reconstruction). Toutefois, des incertitudes demeurent : échéances politiques (États-Unis, France...), dynamique chinoise, dollar, droits de douane et bien sûr poursuite du cycle IA aux États-Unis. Un éventuel retournement de ce dernier conduirait à une dépolarisation et un rééquilibrage des allocations globales qui jouerait aussi en faveur de l'Europe, dont les fondamentaux se renforcent et dont la valorisation relative reste attractive.

En synthèse, l'Europe s'est mise en mouvement et il serait dommage de ne pas rester dans la danse avant que le tempo ne s'accélère.

Points clés

- Après le temps des annonces, puis celui du doute, nous sommes entrés dans le temps de l'implémentation.
 - En 2026 les marchés seront portés par le retour à la croissance des résultats.
 - Des poches de sous valorisation comme sur les valeurs de qualité ou les *Small Caps* doivent être exploitées.
-

2026, une année structurante pour les actions, « La fin du prologue »



Jacques-Aurélien Marcireau
Co-Responsable de la Gestion
Actions

2025 restera dans les annales comme une année incroyable au sens littérale. L'action anti-immigration de l'administration Trump, l'érection de barrières douanières sans précédent ou encore les progrès de Deepseek - « algorithme chinois » - n'ont pas eu les effets escomptés : Ni inflation, ni récession, ni décélération des dépenses d'investissement en IA. Les marchés ont quant à eux surmonté les obstacles pour afficher de franches hausses, (presque) toutes géographies confondues.

En parlant de géographie, 2026 promet d'être une année où de nouvelles tendances séculaires s'enclencheront, ce qui devrait permettre aux investisseurs de se positionner avec conviction pour la fin de la décennie.

En effet, concernant les États-Unis, post *mid-terms* le rapport de force politique sera clarifié, l'impact des tarifs sera définitivement annualisé et quant à la thématique de l'IA, principale force motrice de la première puissance mondiale, elle aura donné suffisamment d'indications sur sa monétisation pour calibrer le niveau soutenable d'investissement de manière plus fine.

En Europe, les effets du plan de relance allemand seront plus tangibles, tout comme la capacité du bloc à s'unir ou se disloquer face aux coups de boutoirs de la Chine et des États-Unis. Les attentes restent faibles, mais si l'Europe gagne en vitesse et en capacité à



défendre son espace économique et ses intérêts, alors elle sera une grande gagnante non seulement politiquement, mais boursièrement. Récompense à la clé : un retour continu des flux d'investissement sur la zone, qui à bien des égards pourrait être une nouvelle Florence, que ce soit pour les chercheurs, les entrepreneurs ou les investisseurs.

Quant à la Chine, les intentions vis-à-vis de Taiwan auront gagné en clarté fin 2026, tout comme sa façon d'être au monde : lancera-t-elle une stratégie d'isolement des États-Unis et de conciliation avec le reste du monde ou s'enfoncera-t-elle dans une confrontation (presque) seule contre tous. Une nouvelle fois, la destinée des marchés est entre les mains de son leader Xi Jinping, ce qui continue de conférer à la Chine un statut unique parmi les grandes zones d'investissement. Son risque est d'une nature idiosyncratique et politique, car du côté de la qualité de l'entrepreneuriat chinois et de ses champions technologiques, il n'y a plus de débat depuis longtemps sur la scène mondiale.

Les autres pays émergents, à l'exception peut-être de l'Inde qui dispose d'une dynamique unique et attractive, sont dans une fonction de réaction aux blocs évoqués précédemment.

Pour ces trois grandes zones, le résultat sera binaire : un contrepied à l'un de ces tournants se traduira dans la zone concernée par une contreperformance significative et durable. Plutôt que de prendre un risque difficile à contrôler, cela peut donner envie d'équipondérer ses investissements.

Une autre solution peut simplement être de trouver une position d'attente pour 2026 et au-delà sur laquelle on pourrait bénéficier d'un *risk reward* asymétrique. C'est dans ce contexte que des approches thématiques ou de spécialité prennent tout leur sens. Nous restons convaincus de l'asymétrie sur le secteur de la santé, ou encore sur la thématique de la résilience au niveau global. La seule constante est que le changement et la préparation de l'avenir seront des sujets structurants et des thématiques porteuses.

Points clés

- Malgré de nombreux obstacles, les marchés actions ont affiché de franches hausses en 2025 (presque) toutes géographies confondues.
 - Les États-Unis, l'Europe, et la Chine sont à des points de bascule stratégiques, chacun avec des enjeux pouvant affecter leurs perspectives économiques et présenter des opportunités (ou des risques) pour les investisseurs.
 - Plutôt que de prendre un risque difficile à contrôler, les investisseurs peuvent équipondérer leurs investissements et se concentrer sur des thématiques porteuses comme la santé et la résilience, qui offrent des opportunités de *risk reward* asymétrique.
-

Défense européenne : un investissement décorrélant



Anthony Penel
Gérant actions européennes

Dans un marché européen dominé par des secteurs sensibles au cycle économique, la construction de portefeuille repose non seulement sur la recherche de performance, mais aussi sur la diversification. **La corrélation entre actifs devient alors un paramètre clé pour mieux répartir le risque et préserver la stabilité du portefeuille dans des environnements macroéconomiques changeants.**

Selon la théorie moderne du portefeuille de Harry Markowitz (Prix de la Banque de Suède 1990), la performance ne dépend pas seulement des rendements individuels, mais surtout de la corrélation entre les actifs. Ajouter des titres faiblement corrélés permet de réduire la volatilité globale grâce à la diversification des sources de risque. Même si un actif est plus volatile isolément, son comportement différencié lisse les variations du portefeuille et améliore le couple rendement-risque pour l'investisseur.

Depuis l'invasion de l'Ukraine, le secteur de la défense en Europe s'est progressivement découplé du comportement global des marchés actions. Contrairement aux secteurs classiques du MSCI Europe, tributaires des anticipations de croissance, des taux et de la consommation, les valeurs de défense répondent à des moteurs propres : hausse des budgets militaires nationaux, réarmement stratégique, renouvellement des capacités industrielles et commandes pluriannuelles étatiques. Ces dynamiques sont davantage liées à la géopolitique, aux alliances internationales et à l'évolution des doctrines de sécurité



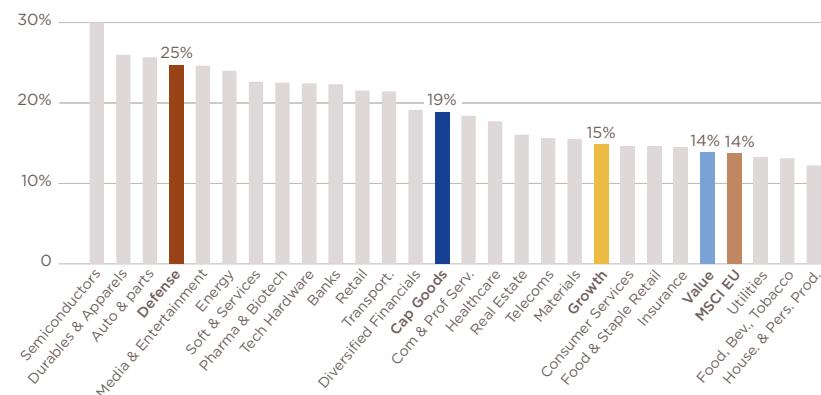
qu'aux cycles économiques traditionnels. De plus, la remise en cause du paradigme "dividende de la paix" a entraîné une revalorisation structurelle du secteur après plusieurs décennies d'atonie. Résultat : les fluctuations du secteur reflètent davantage les tensions géopolitiques et les annonces gouvernementales que les mouvements liés à la macroéconomie, et à la valorisation des marchés (discussions sur la bulle IA, choix de politique monétaire, ...). Même la soutenabilité de certaines dettes souveraines européennes n'a, à ce stade, pas de prise sur la trajectoire des valeurs de défense.

Sans surprise, depuis l'été 2025, de nombreux fonds de souveraineté européenne sont apparus, mettant souvent en œuvre les recommandations du rapport de Mario Draghi publié en Septembre 2024 (« *The Future of European Competitiveness* »), parmi lesquelles le renforcement de la capacité de défense de l'UE.

Nous pouvons tirer les premiers enseignements statistiques de ce thème désormais incontournable dans une gestion actions active. Nous utiliserons les données de l'indice Bloomberg Europe Defense Select Net Return (BSHIELDN Index), et les comparerons avec l'indice général MSCI Europe Net Return (M7EU Index) ou ses composantes sectorielles GICS de niveau 2, notamment le secteur des Biens d'Équipement (« *Capital Goods* ») auquel la plupart des valeurs de défense appartiennent.

Sur 52 semaines, depuis novembre 2024, les volatilités montrent que la défense européenne se situe parmi les secteurs les plus volatils de l'indice, au même niveau que les secteurs les plus cycliques, comme l'automobile, et bien au-dessus des Capital Goods.

Volatilité - hebdomadaire nov 24/nov 25

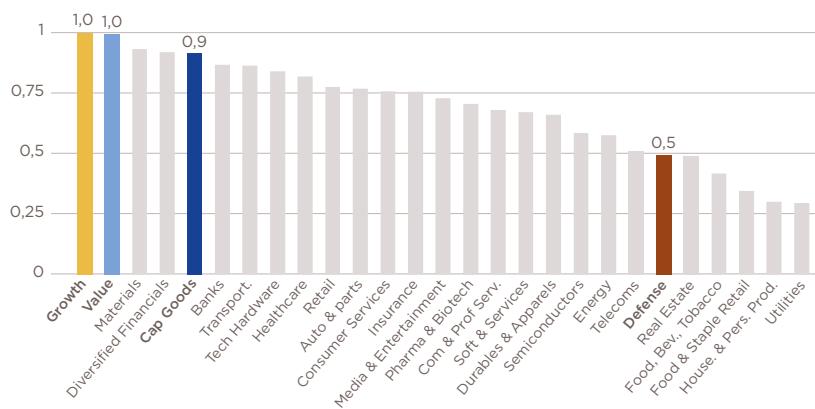


Source : Calculs d'Edmond de Rothschild AM (France), basés sur des données de Bloomberg à fin novembre 2025. Les performances et la volatilité passées ne sont pas indicatives des performances et de la volatilité futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être affectées indépendamment par les variations des taux de change.

SOUVERAINETÉ EUROPÉENNE

Si la volatilité tend à repousser l'investisseur, il doit pourtant considérer l'effet décorrélant d'un secteur dans son allocation : ainsi, un secteur volatil, mais peu corrélé, permettra de réduire la volatilité globale d'un portefeuille.

Corrélation (ρ)* avec MSCI Europe - hebdomadaire nov 24/nov 25



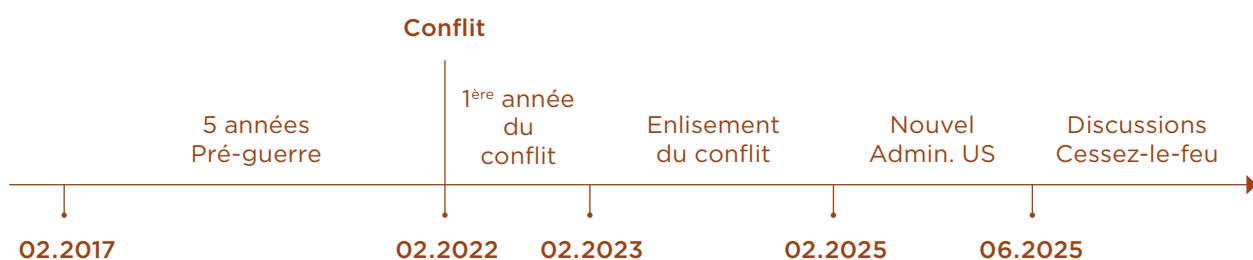
*La corrélation (ρ) est la mesure non paramétrique qui évalue dans quelle mesure la relation entre deux variables peut être décrite par une fonction monotone.

Source : Calculs d'Edmond de Rothschild AM (France), basés sur des données de Bloomberg à fin novembre 2025.
Les performances et la volatilité passées ne sont pas indicatives des performances et de la volatilité futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être affectées indépendamment par les variations des taux de change.

La défense s'affiche comme l'un des secteurs les moins corrélés, au même niveau que l'immobilier ou les télécoms, et le secteur le plus décorrélé parmi les secteurs industriels/volatils.

Pour autant, les conditions de marché sont désormais très différentes, et l'invasion russe en Ukraine, le 22 février 2022, a créé un environnement distinct de la période pré-guerre.

En définissant plusieurs périodes d'observation, on remarque une évolution significative du comportement statistique de la défense :



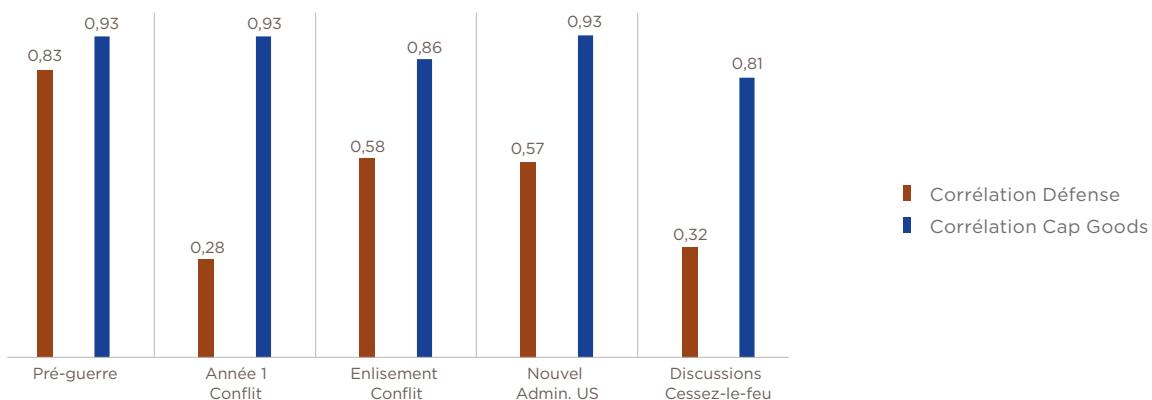


La volatilité du secteur est à comparer à celle de l'indice général sur chaque période, et pour comparaison, établira également le rapport de volatilité entre les *Capital Goods* et l'indice général.

Si la volatilité relative des biens d'équipement à l'indice général est toujours restée assez stable, on note que la défense a vu sa volatilité relative augmenter, sans pour autant « exploser ».

L'analyse du coefficient de corrélation sur les mêmes périodes est bien plus intéressante :

Corrélation (ρ) avec MSCI Europe - hebdomadaire nov 24/nov 25



Source : Calculs d'Edmond de Rothschild AM (France), basés sur des données de Bloomberg à fin novembre 2025.
Les performances et la volatilité passées ne sont pas indicatives des performances et de la volatilité futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être affectées indépendamment par les variations des taux de change.

Les valeurs de défense, dans les années précédant la guerre en Ukraine, présentaient une bonne corrélation avec le MSCI Europe, proche de celle de leur indice d'appartenance, les *Capital Goods*.

Le déclenchement du conflit a totalement modifié le comportement sectoriel, l'amenant à des niveaux de décorrélation extrême (0,28, soit un R^2 de 8%). Après une remontée du coefficient durant 2 ans, la période récente, dominée par les discussions autour d'un cessez-le-feu, montre une décorrélation à nouveau très forte de la défense avec l'indice général, au prix d'une volatilité relative plus élevée.

En observant une liste de 7 fonds « souveraineté », investis en zone euro, Union Européenne, ou Europe, depuis le lancement du plus

R^2 : en statistique, le coefficient de détermination linéaire de Pearson est une mesure de la qualité de la prédiction d'une régression linéaire.

récent d'entre eux, le 1^{er} août dernier, on peut analyser les coefficients de corrélation basés sur les valeurs liquidatives quotidiennes.

La corrélation à l'indice MSCI Europe général est d'autant plus faible, que la corrélation au thème défense (approximation du poids de la défense dans le fonds) est élevée.

Bien entendu, la volatilité des fonds sera liée à ce poids de la défense, mais les niveaux résultants restent très acceptables, entre 10 % et 15 % de volatilité annualisée.

Intégrer une poche Défense, dont les moteurs sont davantage géopolitiques qu'économiques, peut permettre de réduire la corrélation du portefeuille avec le marché. Malgré une volatilité plus élevée, ce compartiment thématique renforce la stabilité globale, amortit les phases de stress et améliore le couple rendement-risque. Pour l'investisseur, cela constitue une source complémentaire de performance et de résilience dans la durée.

Points clés

- Depuis l'invasion de l'Ukraine, le secteur de la défense en Europe s'est découplé des mouvements traditionnels des marchés actions, influencé par des facteurs géopolitiques plutôt que par des cycles économiques classiques. Cette décorrélation en fait une option stratégique pour diversifier les risques de portefeuille et amortir les fluctuations du marché.
 - Bien que le secteur de la défense soit parmi les plus volatils, sa faible corrélation avec les autres secteurs permet de réduire la volatilité globale d'un portefeuille.
 - Intégrer des actifs de défense dans un portefeuille pourrait contribuer à renforcer la stabilité globale, amortir les phases de stress et améliorer le couple rendement-risque.
-



Avertissement

Communication publicitaire : Ceci est une communication marketing.

Décembre 2025. Le présent support est émis par le groupe Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information.

Les informations sur les sociétés ne sauraient être assimilées à une opinion d'Edmond de Rothschild Asset Management (France) sur l'évolution prévisible desdites valeurs et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent. Ces informations ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter ou de vendre des actions de ces sociétés.

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, contreviendrait 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 du groupe 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 du groupe 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.

Le groupe 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 du groupe 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 du groupe Edmond de Rothschild.

Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild.

Copyright © groupe Edmond de Rothschild - Tous droits réservés.

Edmond de Rothschild Asset Management (France)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 euros - Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

www.edmond-de-rothschild.com

