

stratégie & thématiques

Le fleximadaire qui atteint des sommets - publication du 5 janvier 2026

"PERSPECTIVES 2026 : LE VENT SE LÈVE MAIS L'ÉQUIPAGE EST PRÊT"

- L'année dernière aura vu toutes les classes d'actifs délivrer des performances record
- L'endettement des États et la révolution technologique de l'IA y ont contribué
- Les investisseurs ont rarement été aussi enthousiastes à détenir des actifs risqués
- L'année qui débute sera nettement plus tempêteuse et exigera de la vigilance

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Et si 2026 était l'année des obligations et de la duration ?"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Comment distinguer un pessimiste perpétuel d'un stratéliste vigilant ? En période de crise, les deux s'en sortiront bien. En revanche, tout le reste du temps, lors des nombreuses séquences porteuses, seul le second parviendra à générer de bonnes performances. Là où le "perma bear" s'enferme dans une prophétie de malheur permanent et manque les opportunités, le "vigilis fox" investit en considérant les dangers encourus. Mesurer rigoureusement les risques ne l'empêche pas de s'exposer à la progression tendancielle des marchés. Nous espérons appartenir à cette seconde catégorie. Nos modélisations du cycle économique et financier mondial ont permis de soutenir des positions très dynamiques lorsque les indicateurs le permettaient, puis de privilégier des tactiques prudentes face

aux récents déséquilibres de marché. En effet, au cours des dernières années, le dogme de TINA (There Is No Alternative), favorable aux actifs risqués, a laissé place à une ère de taux d'intérêt fortement positifs et de valorisations boursières défiant les lois de la pesanteur. Les dernières crises, qu'elles aient été économiques, géopolitiques, sanitaires ou environnementales, ont été traversées aisément grâce à deux facteurs principaux : un endettement abyssal et une révolution technologique. Cette combinaison est propice à la formation de bulles.

Le stratège vigilant n'attend pas la fin du monde, mais il est prêt pour la tempête. Il ressemble au navigateur, tel que dépeint par Joseph Conrad dans *La Ligne d'ombre*. **Bien avant d'atteindre les latitudes où les tempêtes sévissent, il prépare le navire et choisit les courants porteurs.** Pour qui n'est pas familier des solitudes océaniques, le navigateur se distingue du caboteur par sa capacité à vivre avec le temps long et l'invisible. Là où le caboteur réagit aux vagues immédiates et reste dépendant de la vue des côtes, le navigateur étudie les flux, les courants de fond et les zones de convergence météorologique à l'échelle d'un hémisphère. La navigation en pleine mer est l'art de la préparation absolue et de l'anticipation calme : chaque drisse est vérifiée, chaque réserve est calculée, chaque point de passage est étudié non par peur de la mer, mais par respect pour sa puissance. Le navigateur ne cherche pas à lutter frontalement contre la tempête mais il sera capable de lui survivre sans dommage lorsque l'horizon se fermera et que la terre ne sera plus qu'un souvenir. C'est au passage de cette "ligne d'ombre", frontière impalpable entre la sérénité des alizés et le cœur de la tourmente, que la prévoyance silencieuse du navigateur fera la différence.

Entre 2023 et 2025, cette période de vents réguliers et porteurs permettant de progresser avec sérénité n'a provoqué aucune difficulté aux investisseurs vigilants, au contraire. L'ampleur de la hausse des marchés n'avait pas été prévue, mais ce décalage de trajectoire a permis de booster les performances. Grâce à la robustesse de l'architecture mise en place, l'essentiel de la performance a été capté. La réallocation tactique vers des secteurs défensifs a permis une exposition aux actions, évitant ainsi le piège d'une sortie prématurée du marché. Ce choix a offert une protection naturelle en mars et avril, alors que le marché subissait de violentes bourrasques, à un coût dérisoire. Par ailleurs, la forte pondération sur l'or s'est révélée bénéfique, tandis que la gestion rigoureuse de la dépréciation du dollar a été déterminante pour préserver la valeur réelle des performances. L'intégration de structures à capital garanti a également servi de clé de voûte à ce succès car elles ont délivré de très belles performances tout en jouant leur rôle de bouclier, limitant drastiquement le risque global du portefeuille.

Fig. 2 – Création d'emplois aux États-Unis

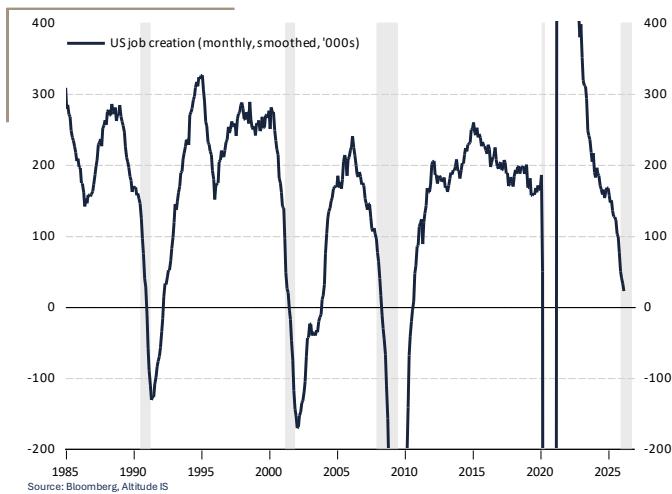
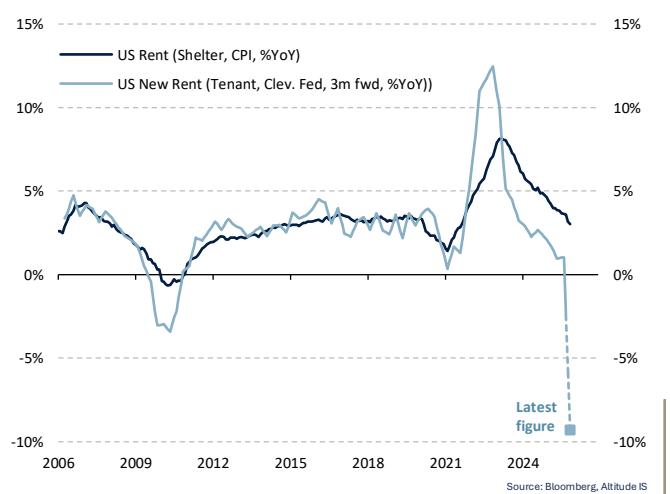


Fig. 3 – Composante "logement" de l'inflation US



Pour 2026, nous continuerons à adopter une vigilance sans faille et à préparer le navire à la tempête qui s'annonce. Le ralentissement économique, longtemps mis en doute, est désormais consensuel et il entre dans sa phase d'accélération finale. Le recul de l'emploi frôle désormais la récession technique (cf. Fig. 2). L'inflation demeurera relativement élevée à cause des tarifs douaniers, mais elle pourrait agréablement surprendre grâce à sa composante "shelter" qui reflétera la stagnation des loyers (cf. Fig. 3). Ce contexte d'emploi déprimé et d'inflation contenue permettra à la Réserve fédérale d'abaisser ses taux directeurs plus rapidement et plus fortement que prévu par le consensus. Même la BCE pourrait reprendre l'assouplissement de sa politique monétaire. Un recul marqué des taux longs est à prévoir, particulièrement si la Fed choisit d'utiliser sa puissance de création monétaire pour abaisser artificiellement le coût du crédit à long terme, une forme de répression financière nécessaire pour stabiliser les coûts de la dette publique. Et si 2026 était l'année des obligations (cf. Graphique de la semaine) et de la duration ?

Fig. 4 – Allocation et valorisation des actions

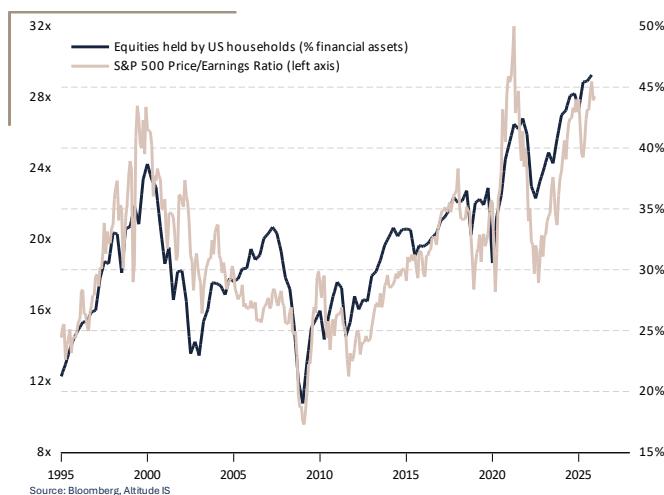
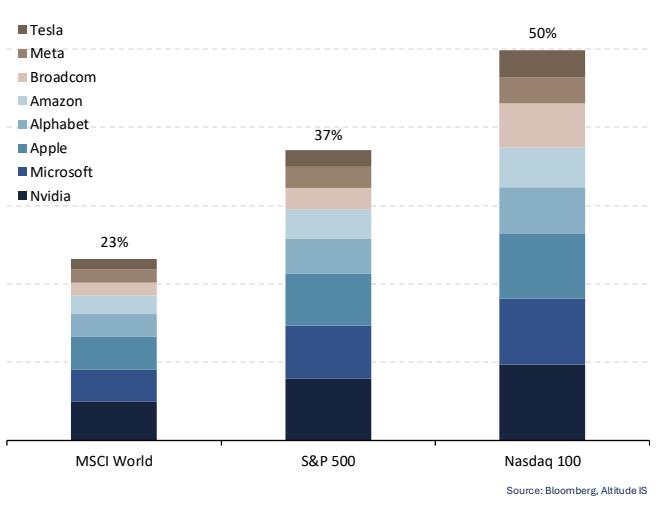


Fig. 5 – Concentration des indices



Dans cet environnement de croissance anémie, les bénéfices des sociétés progresseront peu, rendant les valorisations actuelles intenables. Cette déconnexion provoquera une correction boursière majeure, dont l'intensité sera au moins égale à celle observée en 2025, mais dont la durée sera bien plus éprouvante. La purge des excès ne se fera pas en un éclair, mais par une lente érosion des convictions et une réduction de l'allocation en actions des investisseurs privés (cf. Fig. 4). L'exagération des marchés trouve aujourd'hui son paroxysme dans la thématique de l'intelligence artificielle. Si la croissance des profits est réelle pour certains géants, contrairement au vide sidéral de la bulle internet, les similitudes avec la fin des années 1990 sont trop flagrantes pour être ignorées. La concentration extrême de la hausse sur une poignée de titans, qui pèsent désormais un poids record dans les indices mondiaux (cf. Fig. 5), dessine une fragilité systémique.

L'énorme cycle d'investissement dédié à l'IA, cette course à l'armement numérique, pourrait finir par saturer les capacités de l'économie réelle. Comme à l'époque, les marchés atteignent des sommets historiques où même les valeurs non rentables, ces entreprises "zombies" portées par l'espoir de bénéfices futurs, retrouvent une vigueur suspecte. Nous sommes dans cette phase du cycle, si familière et pourtant si périlleuse, où **les investisseurs confondent la vitesse de l'innovation technologique avec la pérennité des multiples de valorisation.** Ils oublient que l'histoire financière est un cimetière de révolutions industrielles payées trop cher. Cette année plus que jamais, la sélection sera cruciale : les secteurs défensifs, le marché suisse et les émergents sauront mieux tirer leur épingle du jeu. Parallèlement, le dollar reprendra sa dépréciation (cf. Fig. 6), notamment face au franc suisse, tandis que l'or poursuivra son ascension vers de nouveaux sommets.

Fig. 6 – Cours du dollar contre ses principales contreparties



Tout navigateur sait que l'océan peut réservé des surprises qui déjouent les modèles les plus éprouvés.

Bien que notre scénario central privilégie la prudence, deux forces majeures pourraient agir comme des vents porteurs, prolongeant artificiellement le cycle actuel. Un choc de productivité lié à l'IA, par exemple, plus rapide et profond que prévu, pourrait permettre de sauvegarder les marges bénéficiaires malgré le ralentissement de la demande. Ce gain d'efficacité réelle viendrait alors légitimer des multiples de valorisation qui nous paraissent aujourd'hui intenables. De même, un soutien budgétaire étatique massif, sous forme de plans de relance ciblés, pourrait éviter un scénario de récession. Une telle intervention offrirait une extension à l'actuelle euphorie et retarderait la purge nécessaire des excès de marché.

Conclusion :

La tempête qui s'annonce ne doit pas susciter de crainte, pas plus que l'attente qui la précède ne doit paralyser. Le cap sera franchi avec la sérénité de ceux qui ont su anticiper le changement de vent et qui ont su rester éveillés. En revanche, malheur aux investisseurs qui, par excès de confiance ou par lassitude, ne se sont pas préparés. Comme pour les sentinelles du *Désert des Tartares*, qui finirent par s'assoupir au moment précis où l'horizon s'animait enfin, le danger est d'imaginer que le calme actuel est une vérité éternelle.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2026 Year-to-Date (%)	2025 (%)	2024 (%)
Equities							
World (MSCI)	1 019.6	59.12	-0.3%	1.8%	0.5%	22.9%	18.0%
USA (S&P 500)	6 858	52.39	-1.0%	0.5%	0.2%	17.9%	25.0%
USA (Dow Jones)	48 382	56.08	-0.7%	2.0%	0.7%	14.9%	15.0%
USA (Nasdaq)	23 236	48.64	-1.5%	-0.7%	0.0%	21.2%	29.6%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	617.8	70.65	-1.7%	3.3%	0.9%	21.2%	10.2%
UK (FTSE 100)	9 951	66.70	0.9%	2.7%	0.2%	25.7%	9.6%
Switzerland (SMI)	13 267	76.39	0.2%	3.4%	n.a.	18.0%	7.5%
Japan (Nikkei)	52 015	52.56	0.0%	0.3%	n.a.	28.6%	21.3%
Emerging (MSCI)	1 429	71.03	-2.3%	4.3%	1.8%	34.3%	8.0%
Brasil (IBOVESPA)	160 539	56.97	-0.2%	-0.3%	-0.4%	34.0%	-10.4%
Mexico (IPC)	64 141	51.28	-2.3%	1.1%	-0.3%	35.1%	-11.0%
India (SENSEX)	85 752	59.50	0.8%	0.7%	0.6%	10.5%	9.6%
China (CSI)	4 717	54.57	-0.1%	2.5%	n.a.	21.0%	18.2%
Com. Services (MSCI World)	164.4	54.69	-0.1%	-0.3%	0.1%	33.0%	31.9%
Cons. Discretionary (MSCI World)	456.0	44.75	-1.8%	0.3%	-0.4%	9.8%	20.7%
Cons. Staples (MSCI World)	289.6	45.31	-0.5%	-0.6%	-0.1%	9.3%	4.7%
Energy (MSCI World)	269.0	62.46	-2.9%	2.0%	1.7%	14.8%	2.9%
Financials (MSCI World)	227.5	68.24	-0.3%	5.1%	0.6%	29.5%	25.1%
Health Care (MSCI World)	396.3	57.73	-0.4%	0.9%	0.4%	15.3%	1.5%
Industrials (MSCI World)	473.8	62.89	0.7%	4.3%	1.5%	26.1%	12.8%
Info. Tech. (MSCI World)	971.1	53.65	-0.6%	0.4%	0.5%	26.6%	31.9%
Materials (MSCI World)	398.2	67.04	-0.5%	5.8%	0.7%	32.5%	-7.6%
Real Estate (MSCI World)	986	47.33	-0.5%	-0.5%	0.1%	3.6%	-0.4%
Utilities (MSCI World)	196.2	59.58	1.2%	0.3%	1.3%	24.7%	13.0%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.55%	52.28	-0.2%	0.4%	-0.1%	8.2%	-1.7%
USA (Sovereign)	3.92%	47.30	-0.2%	-0.2%	-0.2%	6.3%	0.6%
Euro Area (Sovereign)	2.98%	41.37	-0.2%	-0.5%	-0.3%	0.6%	1.9%
Germany (Sovereign)	2.63%	37.72	-0.2%	-0.7%	-0.3%	-1.6%	0.6%
UK (Sovereign)	4.52%	49.86	-0.1%	0.0%	-0.4%	6.1%	-3.0%
Switzerland (Sovereign)	0.53%	38.95	0.1%	-1.1%	0.0%	0.3%	5.4%
Japan (Sovereign)	1.83%	27.85	-0.2%	-1.2%	0.0%	-4.6%	-2.1%
Emerging (Sovereign)	5.90%	65.68	-0.1%	0.5%	0.0%	13.1%	7.0%
USA (IG Corp.)	4.85%	48.02	-0.4%	0.0%	-0.2%	7.8%	2.1%
Euro Area (IG Corp.)	3.27%	47.11	-0.2%	-0.2%	-0.1%	3.0%	4.7%
Emerging (IG Corp.)	5.84%	69.05	0.0%	0.5%	0.0%	8.1%	7.0%
USA (HY Corp.)	6.57%	74.55	0.1%	0.4%	0.0%	8.6%	8.2%
Euro Area (HY Corp.)	5.49%	77.89	0.1%	0.3%	0.0%	5.2%	8.2%
Emerging (HY Corp.)	7.20%	77.54	0.0%	1.0%	0.0%	13.9%	14.9%
World (Convertibles)	546.5	59.79	0.6%	2.2%	1.4%	22.4%	9.4%
USA (Convertibles)	711.3	54.64	0.5%	1.3%	1.6%	16.9%	10.1%
Euro Area (Convertibles)	291.7	72.65	0.6%	1.3%	0.4%	24.8%	14.7%
Switzerland (Convertibles)	283.4	70.34	0.3%	1.7%	0.2%	17.5%	10.5%
Japan (Convertibles)	257.9	58.96	0.1%	1.7%	0.0%	13.8%	6.4%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 789	89.89	n.a.	0.2%	n.a.	11.1%	11.1%
Macro	1 451	80.20	n.a.	0.5%	n.a.	8.1%	7.4%
Equity Long Only	2 446	80.71	n.a.	-0.2%	n.a.	10.6%	12.0%
Equity Long/Short	1 942	90.02	n.a.	0.7%	n.a.	15.9%	14.0%
Event Driven	1 896	88.27	n.a.	1.1%	n.a.	9.9%	8.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 843	96.80	n.a.	0.6%	n.a.	11.6%	12.4%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 799	85.47	n.a.	1.7%	n.a.	8.1%	9.8%
Credit	1 707	98.71	n.a.	0.4%	n.a.	6.9%	8.5%
Credit Long/Short	1 725	100.00	n.a.	0.2%	n.a.	5.9%	10.0%
Commodity	1 980	87.35	n.a.	-1.2%	n.a.	10.6%	14.7%
Commodity Trading Advisors	1 395	65.85	n.a.	1.3%	n.a.	4.0%	7.9%
Volatility							
VIX	14.51	43.08	6.7%	-12.5%	-2.9%	-13.8%	39.4%
VSTOXX	15.24	44.34	8.5%	-10.9%	3.5%	-13.5%	25.3%
Commodities							
Commodities (CRB)	538.6	n.a.	-0.6%	0.6%	-0.2%	0.6%	5.1%
Gold (Troy Ounce)	4 418	n.a.	-2.6%	5.2%	2.3%	64.6%	27.2%
Silver (Troy Ounce)	75.40	n.a.	4.5%	29.2%	5.2%	148.0%	21.5%
Oil (WTI, Barrel)	57.32	n.a.	-2.1%	-2.3%	-0.2%	-19.9%	0.1%
Oil (Brent, Barrel)	60.85	n.a.	-4.2%	-5.1%	-2.6%	-15.7%	-4.6%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	98.74	53.09	0.7%	-0.3%	0.4%	-9.4%	7.1%
EUR	1.1685	44.80	-0.7%	0.4%	-0.5%	13.4%	-6.2%
JPY	157.17	41.13	-0.7%	-1.2%	-0.3%	0.3%	-10.3%
GBP	1.3426	53.72	-0.6%	0.7%	-0.4%	7.7%	-1.7%
AUD	0.6675	56.90	-0.3%	0.5%	0.0%	7.8%	-9.2%
CAD	1.3771	53.22	-0.6%	0.3%	-0.3%	4.8%	-7.9%
CHF	0.7942	51.63	-0.7%	1.3%	-0.2%	14.5%	-7.3%
CNY	6.9817	88.71	0.3%	1.3%	0.1%	4.5%	-2.7%
MXN	18.015	54.23	-0.2%	0.9%	0.0%	15.7%	18.5%
EM (Emerging Index)	1 853.6	76.37	0.2%	1.0%	0.1%	7.2%	-0.7%
XBT	92 384	n.a.	5.4%	3.6%	5.4%	-6.5%	120.5%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconvertis dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

