

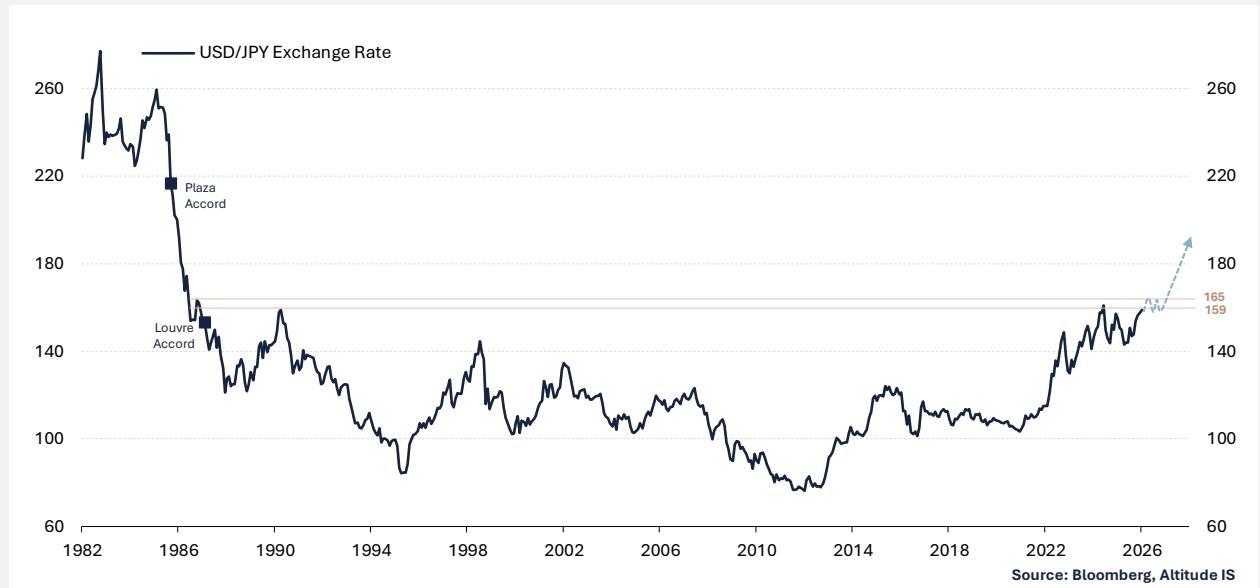
## stratégie & thématiques

Le fleximadaire qui atteint des sommets - publication du 19 janvier 2026

### "LA VALSE DES DEVISES N'A PAS ENCORE COMMENCÉ"

- Le dollar a légèrement chuté mais il reste cher
- L'euro et la livre sterling constituent des alternatives par défaut
- Le franc suisse et le yuan chinois se positionnent en leaders naturels
- Quant au yen japonais, il est littéralement en train d'être dévalué

### GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Dernière résistance avant un nouveau décrochage du yen"



### ANALYSE DU MARCHÉ DES CHANGES

**Tout est calme sur le marché des changes, tout est apaisé.** La volatilité des paires de devises a rarement été aussi faible (cf. Fig. 2), signe que rien ne bouge de manière excessive ou violente. Cette quiétude ne devrait pas durer très longtemps, car tout est en place pour que 2026 soit une année agitée et, par conséquent, riche en opportunités. Pour tenter d'y voir plus clair et permettre à chacun d'en appréhender les enjeux, notamment en termes d'exposition dans les portefeuilles, **nous proposons ici de faire un tour d'horizon synthétique des fondamentaux des principales monnaies échangées sur les marchés et de leur potentiel d'évolution à 24 mois** : dollar américain, euro, yen japonais, livre sterling,

franc suisse et, désormais incontournable, yuan chinois (cf. Fig. 3). Nous verrons que cette hiérarchie des transactions mondiales est très différente de celle des potentiels d'appréciation.

Fig. 2 – Volatilité du marché mondial des devises

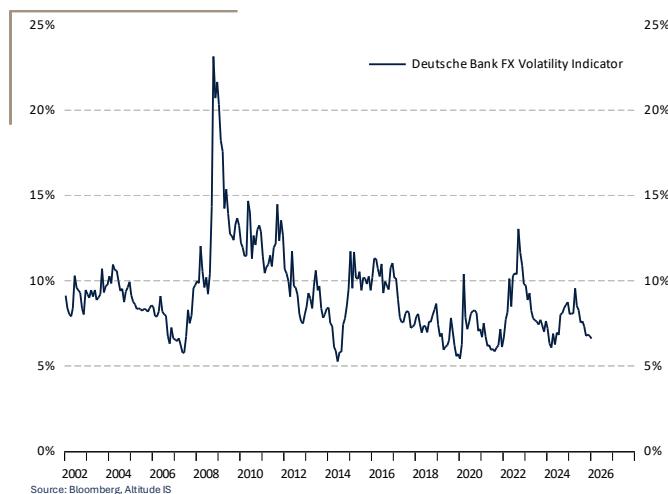
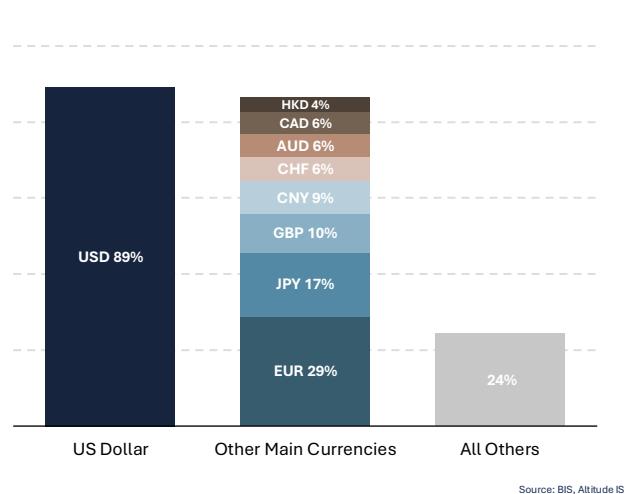


Fig. 3 – Parts de marché des principales devises



**A tout seigneur, tout honneur. Après avoir atteint des sommets en 2024, le roi dollar a chuté de 9.4% en 2025. Malgré cette correction, il demeure chèrement valorisé, 14% au-dessus de sa valeur d'équilibre** contre un panier regroupant les monnaies des partenaires commerciaux des États-Unis (cf. Fig. 4). Une fois n'est pas coutume, l'administration Trump a raison lorsqu'elle estime que la force du billet vert pénalise sa balance commerciale. Nul besoin d'entrer dans une longue explication, les investisseurs sont en train d'intégrer qu'une inflation américaine plus élevée qu'ailleurs implique une dépréciation du dollar. Ce phénomène avait un temps été compensé par le différentiel de taux d'intérêt offerts par les obligations américaines, mais ce phénomène s'estompe progressivement. Il est donc logique que le dollar faiblisse pour se rapprocher de sa valeur d'équilibre. Techniquement, les investisseurs observant de près l'indice DXY, les choses pourraient s'accélérer s'il devait casser son important support à 97 (cf. Fig. 5). Rien n'indique que ce soit pour demain, mais cela se produira très certainement dans les prochains trimestres.

Fig. 4 – Taux de change effectif réel du dollar

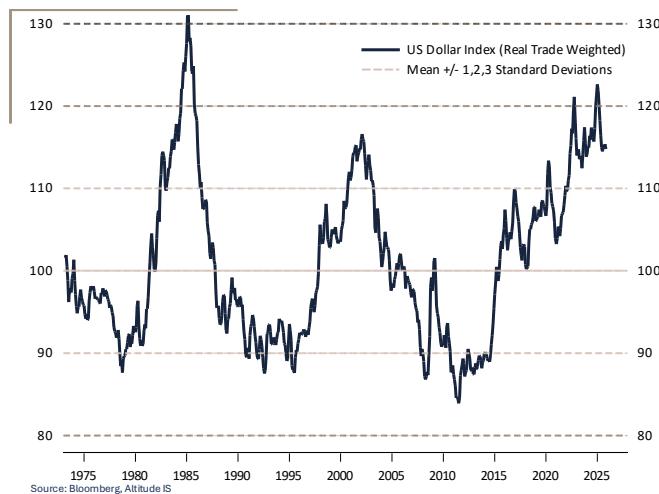


Fig. 5 – Indice "Dixie" du dollar



**Nos modèles économétriques pour l'euro font écho à cette prévision. Ils indiquent clairement une nouvelle vague d'appréciation de la monnaie unique**, bien que celle-ci ne soit pas immédiate (cf. Fig. 6). Les investisseurs avertis noteront toutefois que ce type de modèles est nettement plus fiable à horizon 18 mois qu'à 3 mois. L'euro vient d'intégrer un nouveau membre, la Bulgarie. 21 pays ont désormais adopté cette monnaie qui ne dispose toujours pas d'union budgétaire et qui, de ce fait, est "non-optimale". Selon Robert Mundell, tant que ce sera le cas, un pays en crise ne pourra ni ajuster ses taux d'intérêt, ni dévaluer sa monnaie, ni bénéficier de transferts budgétaires automatiques. L'euro reste donc à risque mais il est soutenu par l'organisme le plus efficace et le plus crédible de la zone, la Banque centrale européenne. Tant qu'une crise existentielle ne survient pas, l'euro a toutes les chances de s'apprécier si le dollar chute. Son statut de deuxième monnaie la plus traitée en fait une alternative naturelle au billet vert. **Il devrait s'échanger contre 1.27 dollars d'ici 18 mois.**

Fig. 6 – Taux de change euro vs dollar

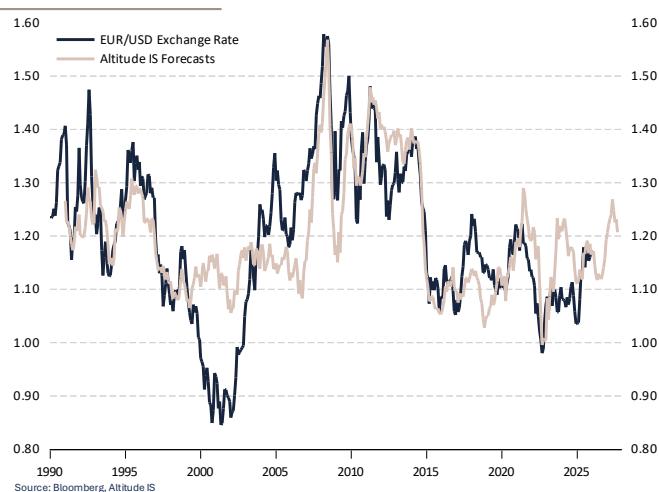
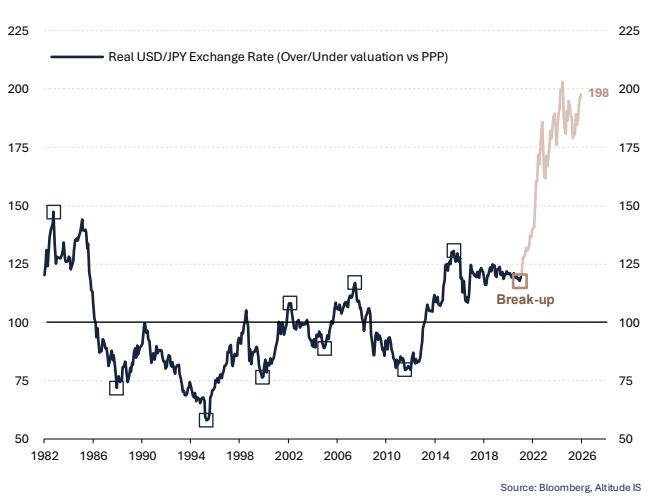


Fig. 7 – Taux de change réel dollar vs yen



**Le yen japonais ne risque pas de faire de l'ombre au dollar ni à l'euro, puisqu'il est voué à la dévaluation massive.** Nous avons régulièrement détaillé que le Japon est un pays vieillissant, dont l'épargne privée s'amenuise, et qui n'a plus les moyens de financer sa dette publique colossale par des moyens classiques. Pour éviter un défaut de paiement, elle la monétise. Preuve s'il en faut, la BoJ détient déjà 46% du total des obligations souveraines. Pour compliquer le tout, la nouvelle Première ministre est en train d'accroître le déficit budgétaire avec un plan de relance massif et de réveiller les tensions avec la Chine dont les flux touristiques sont un moteur de croissance majeur pour l'archipel. Qu'on se le dise, le yen ne doit plus être considéré comme une monnaie refuge. Sa dévaluation est **le seul moyen d'éviter un défaut de paiement du Japon**. Depuis 2021, la monnaie japonaise a basculé du côté obscur et elle ne réagit plus aux fondamentaux macroéconomiques classiques, notamment ceux de la parité des pouvoirs d'achat (cf. Fig. 7). Dans un monde "normal", le yen aurait dû s'échanger à 80 yens pour 1 dollar... une progression de 100% par rapport à son taux de change actuel de 159 yens. **Dans la réalité, le yen devrait s'effondrer, en direction de 200 yens d'ici fin 2027.** Ce mouvement pourrait s'accélérer si la résistance à 165 yens, vieille de 40 ans, était amenée à céder (cf. Graphique de la semaine).

**La livre sterling n'a cessé de décevoir l'an dernier.** Après être revenue à l'équilibre contre l'euro en 2024, essuyant huit ans de sous-évaluation à la suite du brexit, la monnaie de Sa Majesté s'est de nouveau dépréciée. Cette rechute s'explique par une croissance britannique à bout de souffle, piégée par le coût

élevé des barrières commerciales et par une inflation plus élevée qu'ailleurs. Quant au dérapage budgétaire persistant, il accroît la méfiance des investisseurs obligataires envers la signature du Royaume-Uni. Par ailleurs, l'attractivité de la City continue de s'effriter au profit d'autres places financières, privant la monnaie britannique de ses flux de capitaux historiques. **Sans levier de croissance crédible**, la livre sterling semble reléguée au second plan derrière son grand rival européen (cf. Fig. 8). **La livre sterling devrait s'échanger contre 0.89 euros d'ici mars 2027.**

Fig. 8 – Taux de change euro vs livre sterling

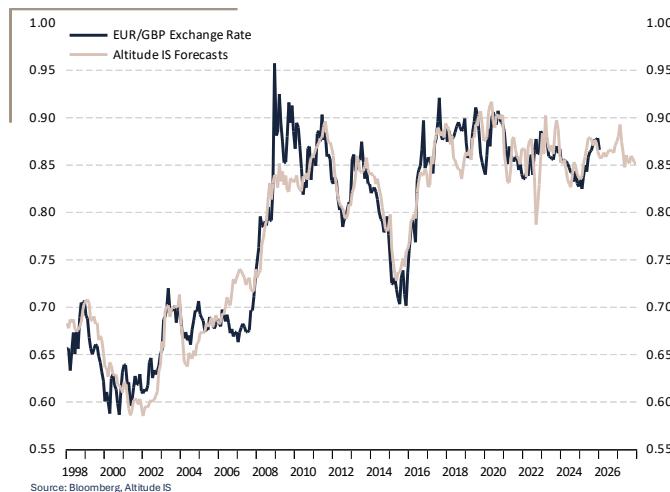
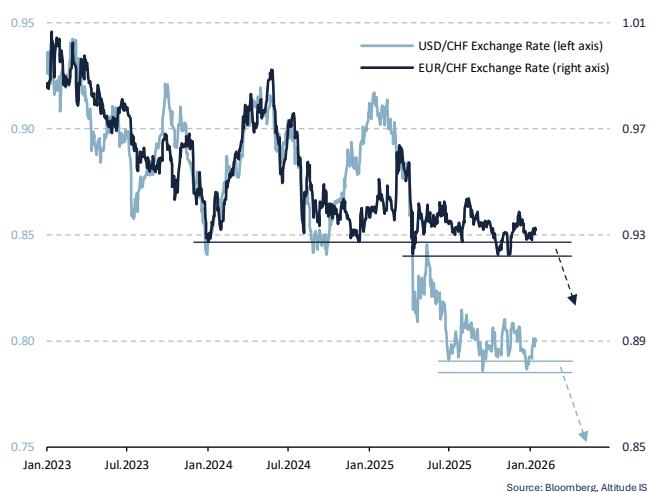


Fig. 9 – Taux de change franc vs dollar et euro



**A l'exact opposé, le franc suisse donne entière satisfaction aux cambistes.** Non seulement ses fondamentaux sont solides comme le roc mais, à mesure que les incertitudes des investisseurs vont grandissant, la monnaie helvétique profite de son statut de valeur refuge. Les deux dernières décennies ont permis de constater que l'objectif de la BNS n'est pas d'empêcher l'appréciation du franc mais de la freiner, afin de donner du temps aux entreprises pour s'adapter et préserver leur compétitivité. Cette fois encore, et après avoir passé près de deux ans à vendre des milliards de francs suisses, la BNS pourrait estimer qu'il est temps de ralentir ses interventions sur le marché des changes, qu'il n'est plus indispensable d'empêcher l'appréciation du franc. **D'ici 18 mois, la devise helvétique devrait finir par enfoncer les planchers informels récents (cf. Fig. 9), pour s'établir à 0.89 face à l'euro et à 0.70 franc face au dollar.**

**Parmi les autres devises qui ont le vent en poupe, se trouve le yuan chinois.** Après avoir dû concéder un affaiblissement de sa monnaie pour stimuler ses exportations à la sortie de la pandémie, la Chine a renoué avec sa volonté d'imposer le yuan comme une alternative crédible, stable et forte aux principales devises commerciales mondiales. Non seulement elle promeut les contrats commerciaux internationaux en yuans, mais elle développe un système (CIPS) permettant de contourner le système américain de transactions financières (SWIFT). Cette volonté de réduire la dépendance au dollar est très bien accueillie dans les pays émergents. Enfin, les cambistes l'oublient parfois, mais depuis 2020, l'inflation a été quasiment nulle en Chine, alors que les prix ont progressé de 2% à 9% par an aux États-Unis. Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, le yuan aurait dû progresser de 14% contre le dollar. En réalité, il a chuté de -16% (cf. Fig. 10). **Sur cette base analytique, la monnaie chinoise pourrait s'échanger à 6.05 yuans pour 1 dollar d'ici deux ans.**

Fig. 10 – Taux de change yuan chinois vs dollar

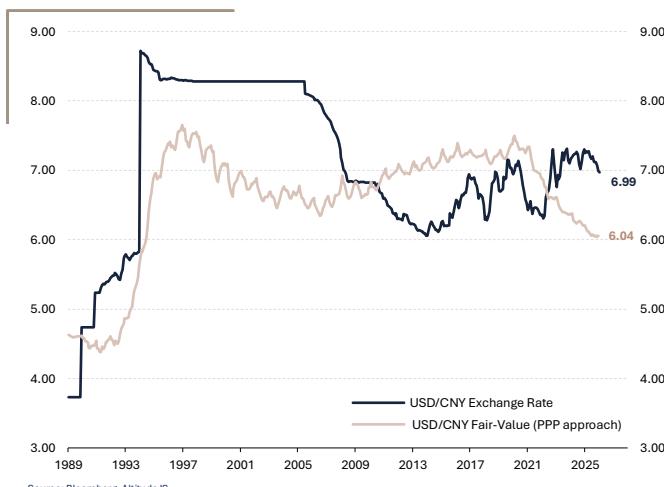


Fig. 11 – Ratio entre les cours de l'argent et de l'or



**Enfin**, même s'il ne s'agit pas de devises à proprement parler, **l'or et l'argent continueront à profiter de la lente mais certaine dépréciation du dollar**. Les deux métaux précieux servent de réserve de richesse face à l'érosion du pouvoir d'achat des monnaies fiduciaires. Dans un contexte de surendettement global, ils agissent comme une assurance contre l'instabilité du système international. Non seulement ils continueront à être accumulés par les banques centrales mais également par les particuliers qui, depuis l'an dernier, y ont vu un intérêt financier évident. Ces derniers ont d'ailleurs souvent tendance à privilégier l'argent plutôt que l'or, car la volatilité des cours de l'argent offre un levier naturel à la performance. En lien avec ce phénomène, le ratio entre les deux métaux précieux n'apparaît plus aussi favorable à un "rattrapage" de l'argent que par le passé, mais le métal blanc est encore loin de ses sommets historiques (cf. Fig. 11). **Si l'or devait s'échanger à 5'000 dollars l'once, alors le cours de l'argent pourrait temporairement pointer au-dessus de 110 dollars.**

Fig. 12 – Récapitulatif des prévisions de taux de change

	1 <sup>st</sup> January	Today	Return	2027 Target Price	Expected Return
EUR / USD	1.17	1.17	-0.5%	1.27	9.0%
GBP / USD	1.35	1.35	0.0%	1.41	4.9%
USD / CHF	0.79	0.80	1.1%	0.70	-12.5%
USD / JPY	157	159	1.2%	190	19.7%
USD / CNY	6.97	6.97	0.0%	6.05	-13.2%
EUR / CHF	0.93	0.93	0.5%	0.89	-4.7%
EUR / GBP	0.87	0.87	-0.5%	0.90	3.9%
GBP / CHF	1.07	1.08	1.1%	0.99	-8.3%

## Conclusion :

La hiérarchie commerciale des principales devises internationales n'est pas près d'être bouleversée. En revanche, pour les investisseurs, les performances suivront un ordre radicalement différent (cf. Fig. 12) : CNY, CHF, EUR, GBP, USD, JPY.



## RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2026 Year-to-Date (%)	2025 (%)	2024 (%)
<b>Equities</b>							
World (MSCI)	1 038.3	67.06	0.4%	3.6%	2.4%	22.9%	18.0%
USA (S&P 500)	6 940	56.63	-0.4%	2.1%	1.4%	17.9%	25.0%
USA (Dow Jones)	49 359	60.16	-0.3%	2.6%	2.7%	14.9%	15.0%
USA (Nasdaq)	23 515	52.59	-0.7%	1.8%	1.2%	21.2%	29.6%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	635.0	77.09	0.5%	5.4%	3.8%	21.2%	10.2%
UK (FTSE 100)	10 235	75.27	1.1%	5.8%	3.1%	25.7%	9.6%
Switzerland (SMI)	13 414	69.41	-0.1%	2.7%	n.a.	18.0%	7.5%
Japan (Nikkei)	53 553	66.33	3.8%	9.3%	n.a.	28.6%	21.3%
Emerging (MSCI)	1 485	77.01	2.3%	9.9%	5.8%	34.3%	8.0%
Brasil (IBOVESPA)	164 800	62.04	0.9%	3.9%	2.3%	34.0%	-10.4%
Mexico (IPC)	67 141	64.49	1.7%	6.3%	4.5%	35.1%	-11.0%
India (SENSEX)	83 088	38.54	0.1%	-1.2%	-1.9%	10.5%	9.6%
China (CSI)	4 730	56.93	-0.5%	5.4%	n.a.	21.0%	18.2%
Com. Services (MSCI World)	164.7	49.37	-1.1%	1.7%	0.4%	33.0%	31.9%
Cons. Discretionary (MSCI World)	466.2	53.42	-1.4%	1.2%	1.9%	9.8%	20.7%
Cons. Staples (MSCI World)	298.6	65.73	2.4%	2.3%	3.0%	9.3%	4.7%
Energy (MSCI World)	276.5	65.11	2.9%	8.0%	4.6%	14.8%	2.9%
Financials (MSCI World)	228.1	58.01	-0.4%	2.4%	0.9%	29.5%	25.1%
Health Care (MSCI World)	400.0	53.03	-0.9%	2.3%	1.4%	15.3%	1.5%
Industrials (MSCI World)	501.0	80.20	2.6%	7.8%	7.3%	26.1%	12.8%
Info. Tech. (MSCI World)	980.0	54.90	0.2%	3.6%	1.4%	26.6%	31.9%
Materials (MSCI World)	424.3	75.21	2.5%	10.1%	7.3%	32.5%	-7.6%
Real Estate (MSCI World)	1 027	76.50	3.2%	4.6%	4.3%	3.6%	-0.4%
Utilities (MSCI World)	197.9	63.02	1.4%	2.8%	2.3%	24.7%	13.0%
<b>Bonds (Bloomberg)</b>							
World (Aggregate)	3.54%	45.49	-0.2%	-0.2%	-0.3%	8.2%	-1.7%
USA (Sovereign)	3.99%	46.43	-0.2%	0.0%	-0.2%	6.3%	0.6%
Euro Area (Sovereign)	2.91%	57.88	0.2%	0.6%	0.5%	0.6%	1.9%
Germany (Sovereign)	2.57%	55.37	0.2%	0.5%	0.4%	-1.6%	0.6%
UK (Sovereign)	4.40%	59.96	-0.2%	1.1%	0.6%	6.1%	-3.0%
Switzerland (Sovereign)	0.47%	56.12	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	5.4%
Japan (Sovereign)	1.91%	31.38	-0.5%	-1.2%	-0.5%	-4.6%	-2.1%
Emerging (Sovereign)	5.94%	58.01	0.2%	0.2%	0.0%	13.1%	7.0%
USA (IG Corp.)	4.86%	52.55	0.1%	0.4%	0.1%	7.8%	2.1%
Euro Area (IG Corp.)	3.20%	64.10	0.0%	0.7%	0.4%	3.0%	4.7%
Emerging (IG Corp.)	5.80%	78.26	0.2%	0.7%	0.5%	8.1%	7.0%
USA (HY Corp.)	6.57%	83.59	0.1%	0.9%	0.6%	8.6%	8.2%
Euro Area (HY Corp.)	5.39%	85.68	0.0%	0.7%	0.5%	5.2%	8.2%
Emerging (HY Corp.)	7.19%	72.15	0.2%	0.6%	0.3%	13.9%	14.9%
World (Convertibles)	565.2	72.68	1.5%	5.9%	4.9%	22.4%	9.4%
USA (Convertibles)	735.8	66.42	1.6%	5.4%	5.1%	16.9%	10.1%
Euro Area (Convertibles)	296.8	77.78	-0.1%	2.8%	2.1%	24.8%	14.7%
Switzerland (Convertibles)	285.4	65.67	0.5%	2.7%	0.9%	17.5%	10.5%
Japan (Convertibles)	272.3	83.96	3.1%	6.8%	5.6%	13.8%	6.4%
<b>Hedge Funds (Bloomberg)</b>							
Hedge Funds Industry	1 806	90.51	n.a.	1.0%	n.a.	12.2%	11.1%
Macro	1 467	81.55	n.a.	1.1%	n.a.	9.3%	7.4%
Equity Long Only	2 460	81.26	n.a.	0.6%	n.a.	11.3%	12.0%
Equity Long/Short	1 966	90.62	n.a.	1.2%	n.a.	17.3%	14.0%
Event Driven	1 911	88.89	n.a.	0.8%	n.a.	10.7%	8.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 862	97.04	n.a.	1.0%	n.a.	12.8%	12.4%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 815	86.47	n.a.	0.9%	n.a.	9.1%	9.8%
Credit	1 720	98.82	n.a.	0.8%	n.a.	7.8%	8.5%
Credit Long/Short	1 725	100.00	n.a.	0.2%	n.a.	5.9%	10.0%
Commodity	1 957	81.53	n.a.	-1.1%	n.a.	9.4%	14.7%
Commodity Trading Advisors	1 431	69.16	n.a.	2.6%	n.a.	6.7%	7.9%
<b>Volatility</b>							
VIX	15.86	50.94	9.5%	-3.8%	6.1%	-13.8%	39.4%
VSTOXX	16.19	50.34	4.4%	5.3%	10.1%	-13.5%	25.3%
<b>Commodities</b>							
Commodities (CRB)	540.3	n.a.	-0.4%	0.2%	0.1%	0.6%	5.1%
Gold (Troy Ounce)	4 675	n.a.	1.7%	7.7%	8.2%	64.6%	27.2%
Silver (Troy Ounce)	93.44	n.a.	9.8%	39.1%	30.4%	148.0%	21.5%
Oil (WTI, Barrel)	59.44	n.a.	0.5%	7.5%	3.5%	-19.9%	0.1%
Oil (Brent, Barrel)	67.61	n.a.	3.5%	12.5%	8.3%	-15.7%	-4.6%
<b>Currencies (vs USD)</b>							
USD (Dollar Index)	99.13	56.36	0.3%	0.5%	0.8%	-9.4%	7.1%
EUR	1.1630	41.09	-0.3%	-0.7%	-1.0%	13.4%	-6.2%
JPY	157.89	42.95	0.2%	-0.1%	-0.7%	0.3%	-10.3%
GBP	1.3398	47.83	-0.5%	0.1%	-0.6%	7.7%	-1.7%
AUD	0.6697	55.28	-0.2%	1.3%	0.4%	7.8%	-9.2%
CAD	1.3892	41.62	-0.1%	-0.6%	-1.2%	4.8%	-7.9%
CHF	0.7989	47.55	-0.2%	-0.4%	-0.8%	14.5%	-7.3%
CNY	6.9630	80.14	0.1%	1.1%	0.4%	4.5%	-2.7%
MXN	17.627	76.97	1.7%	2.3%	2.2%	15.7%	18.5%
EM (Emerging Index)	1 848.6	53.93	-0.1%	0.8%	-0.2%	7.2%	-0.7%
XBT	92 463	n.a.	-5.2%	5.3%	5.5%	-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.

