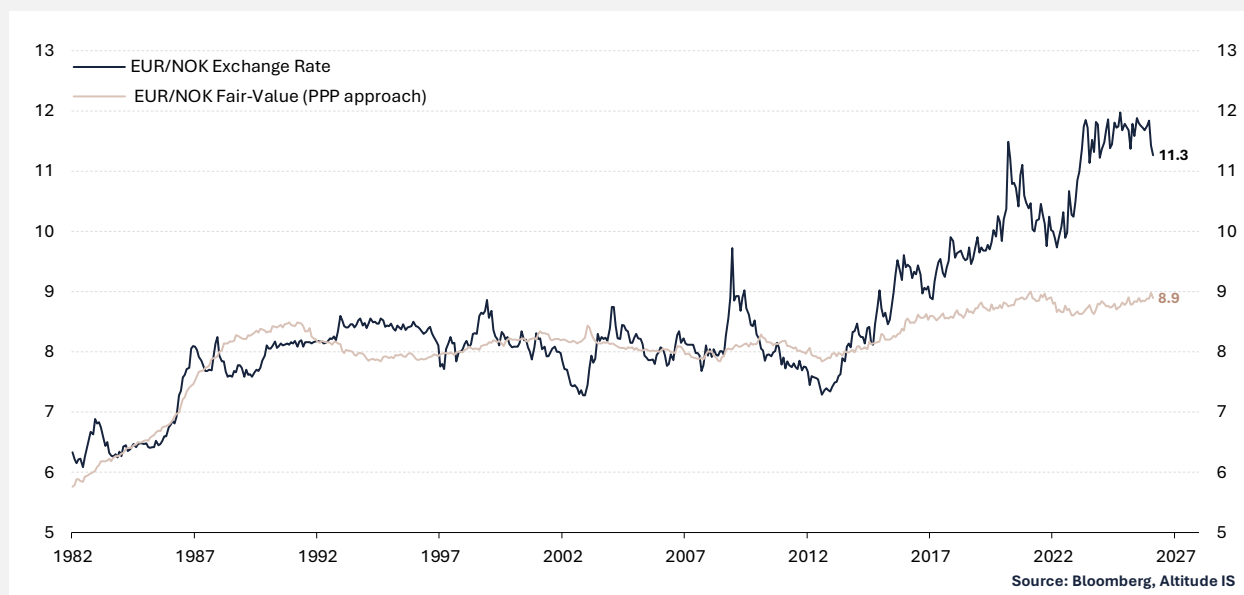


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 23 février 2026

"LA NORVÈGE EST À L'AUBE D'UNE PERFORMANCE BORÉALE"

- La dynamique économique est porteuse au nord de l'Europe
- Grâce au pétrole, la Norvège jouit d'une manne financière importante
- Paradoxalement, c'est son fonds souverain qui affaiblissait la couronne norvégienne
- Les choses changent et la NOK est en train d'amorcer un puissant rebond

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Il est temps pour la Norvège de faire briller sa couronne"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

La Norvège affiche une santé économique et financière exceptionnelle. Son produit intérieur brut progresse plus vite qu'ailleurs en Europe, son taux de chômage est très faible et sa balance commerciale profite pleinement des exportations pétrolières. Grâce à cela, le pays "du soleil du minuit" est sur le podium des Etats les plus heureux du monde. Mieux encore, il possède le plus grand fonds souverain de la planète, dépassant les 2'000 milliards de dollars sous gestion. Et pourtant, malgré ce panorama idyllique, les marchés financiers norvégiens n'ont pas brillé au cours des dernières années. Pire encore, la couronne norvégienne a connu une érosion massive. Heureusement, il semble que cette longue nuit de sous-performance soit arrivée à sa fin. **La Norvège est à l'aube d'une année 2026 qui a tout pour être exceptionnelle.** L'aurore sera boréale.



Le cours de la monnaie norvégienne (NOK) est plus technique qu'il n'y paraît, car il dépend de flux financiers inhabituels. Les compagnies pétrolières vendent leur production d'hydrocarbures en dollars, mais elles doivent honorer leurs obligations fiscales en monnaie locale. L'État utilise une partie de cet argent pour financer le budget du pays, tandis que le surplus financier est destiné au fonds souverain. Ce dernier représentant quatre fois le PIB du pays, la loi lui impose des règles très strictes. Il n'a pas le droit de détenir des actifs norvégiens, ni même des couronnes. Cette "clause d'étanchéité" évite que le fonds réinvestisse localement ses pétrodollars, ce qui provoquerait une surchauffe économique et/ou une appréciation disproportionnée de la couronne norvégienne.

Ainsi, **avant de verser des capitaux au fonds souverain, le gouvernement vend des volumes importants de couronnes pour acheter des devises étrangères, comme le dollar ou l'euro.** Cette opération est effectuée grâce au concours de la banque centrale, la Norges Bank. Entre 2014 et 2024, les ventes de couronnes ont été massives et bien supérieures à la demande des investisseurs. Ce flux net vendeur a agi comme un puissant facteur de dépréciation sur le taux de change. La monnaie norvégienne s'est donc considérablement éloignée de ses fondamentaux économiques, tels que celui de la parité de pouvoir d'achat (PPA).

Fig. 2 – Taux de change USD/NOK & PPA

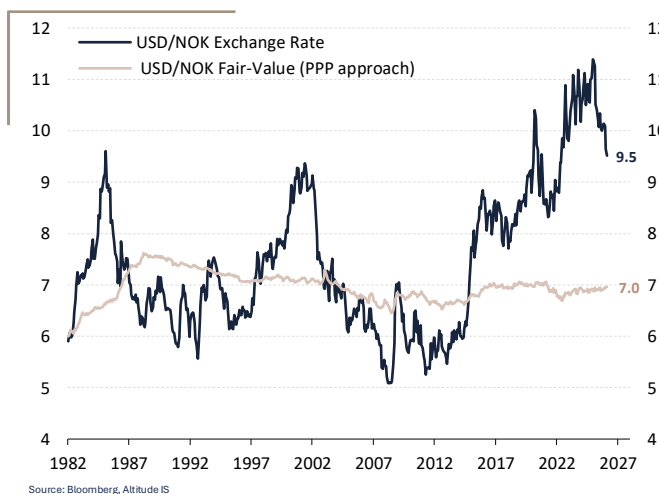
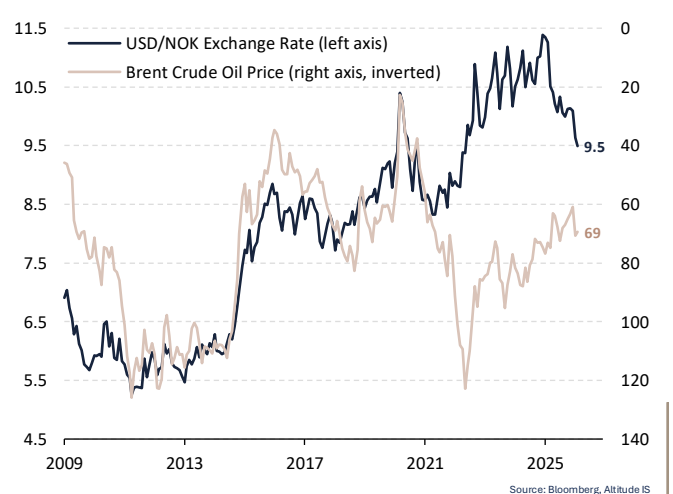


Fig. 3 – Taux de change USD/NOK & prix du pétrole



La valeur théorique de la couronne norvégienne, contre le dollar et l'euro, se situe autour de 7 et 9 couronnes, respectivement (cf. Fig. 2 & Graphique de la semaine). En début d'année pourtant, le marché échangeait encore les deux principales monnaies mondiales contre 11 et 12 couronnes. **La couronne était devenue l'une des devises les plus décotées parmi les pays développés.** Le coût de la vie en Norvège ne justifie pas un taux de change aussi bas. Le niveau actuel des cours du pétrole, non plus (cf. Fig. 3). Depuis le début de l'année 2026, les cambistes semblent vouloir converger vers les fondamentaux. Ce processus de normalisation a la capacité d'être puissant, car il repose sur des bases saines. Les investisseurs institutionnels ne s'y trompent pas, réintégrant progressivement la Norvège dans leurs allocations d'actifs. Ils cherchent ainsi à profiter d'un point d'entrée historiquement attractif et entrevoient un potentiel de gains important.

La raison principale est que la situation budgétaire de la Norvège a radicalement changé en 2025. L'État a dû faire face à des besoins de financement très élevés. La défense nationale a demandé des



investissements sans précédent, à cause du contexte géopolitique européen. Les coûts de santé et de protection sociale ont augmenté, en lien avec le vieillissement de la population. Les infrastructures devaient être modernisées ou renouvelées, pour atteindre les objectifs de transition énergétique et de décarbonation. Ainsi, depuis l'an dernier, l'État consomme une part beaucoup plus importante de ses revenus fiscaux, faisant fondre comme neige au soleil le surplus destiné au fonds souverain.

Les prévisions pour l'année 2026 sont plus frappantes encore. Le déficit pourrait s'élever à 450 milliards de couronnes. Dans le même temps, les taxes pétrolières perçues en monnaie locale ne représenteraient que 300 milliards. L'État aurait donc besoin de 150 milliards supplémentaires pour boucler son budget. Selon cette hypothèse, la Norvège devra arrêter de vendre des couronnes sur le marché des changes et, au contraire, en acheter pour combler le manque à gagner du Trésor public. **Le flux vendeur deviendra acheteur.** La Norvège gardant ses couronnes pour elle, les investisseurs devront payer plus cher pour s'en procurer. **Cette inversion provoquera une appréciation mécanique et rapide du taux de change.** Au vu des fondamentaux, le potentiel de rattrapage est élevé.

La NOK profitera également d'autres facteurs de soutien, notamment du rendement élevé des obligations. En effet, le marché du travail norvégien étant plus dynamique que celui de ses voisins de la Zone Euro, l'inflation a tendance à être plus tenace. Tant que le taux de chômage restera à des niveaux historiquement bas et que la main-d'œuvre manquera dans de nombreux secteurs, la spirale prix-salaires devrait perdurer. Preuve s'il en faut, pour protéger le pouvoir d'achat des ménages, les syndicats ont dernièrement réussi à obtenir des hausses de salaires importantes. Face à cette situation de légère surchauffe inflationniste (cf. Fig. 4), la banque centrale cherchera à adopter une politique monétaire restrictive.

Fig. 4 – Taux d'inflation

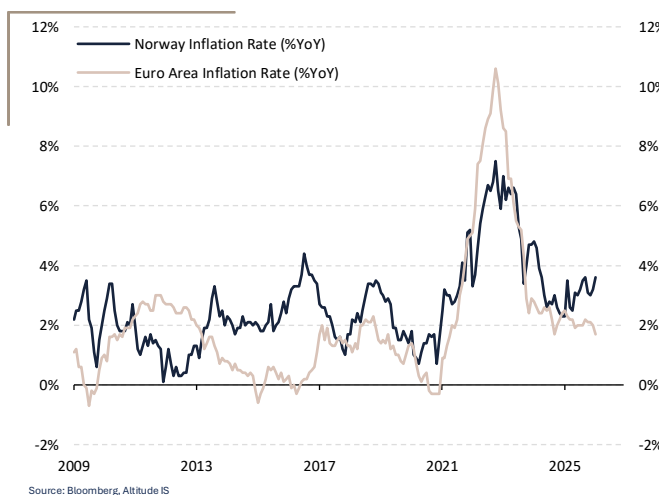
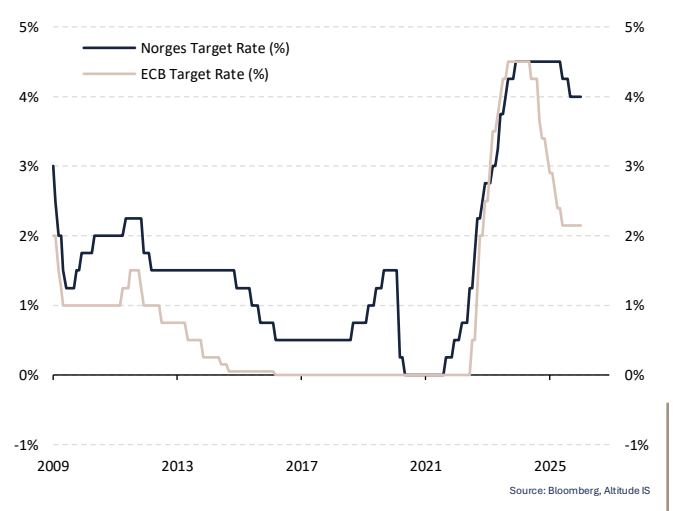


Fig. 5 – Taux directeurs



La Norges Bank a clairement indiqué qu'elle ne baisserait pas ses taux prématurément. Elle maintiendra son taux directeur à un niveau nettement plus élevé que celui de la Banque Centrale Européenne (cf. Fig. 5). Cet écart de taux positif attirera les investisseurs friands de *carry trading*, cette stratégie visant à générer des profits en empruntant de l'argent dans une devise à faible taux d'intérêt pour le réinvestir dans une devise offrant un rendement plus élevé. L'objectif est de capter le différentiel de taux (*carry*) et de profiter de la hausse de la devise. Après des années passées dans l'ombre, la monnaie norvégienne redevient une devise de choix pour les stratégies de portage.



Le marché obligataire norvégien fait figure de valeur refuge, dans un monde où la plupart des pays développés ont des dettes souveraines abyssales. Avec un ratio d'endettement public de 43% du PIB et une note AAA délivrée par chacune des grandes agences de notation, les obligations en NOK offrent aux investisseurs une diversification de qualité et rémunératrice (cf. Fig. 6). Récemment, les actions cotées à la Bourse d'Oslo ont suscité un regain d'intérêt suffisant pour combler leur retard et prendre une légère avance (cf. Fig. 7). Cette surperformance ne demande qu'à s'accroître. Dans les secteurs de l'énergie, mais aussi de l'alimentaire et, plus rare, des services maritimes, des sociétés comme Equinor, Kongsberg, Norsk Hydro, Mowi ou Orkla font partie des incontournables dans leur domaine. Par ailleurs, dans un environnement d'investissement où une correction boursière mondiale ne peut pas être exclue, les généreux dividendes offerts par des entreprises comme DNB Bank, Telenor et Aker BP constitueront un atout. **La bourse d'Oslo est en train de devenir une thématique porteuse pour la gestion active en quête de croissance stable.**

Fig. 6 – Rendements des obligations souveraines

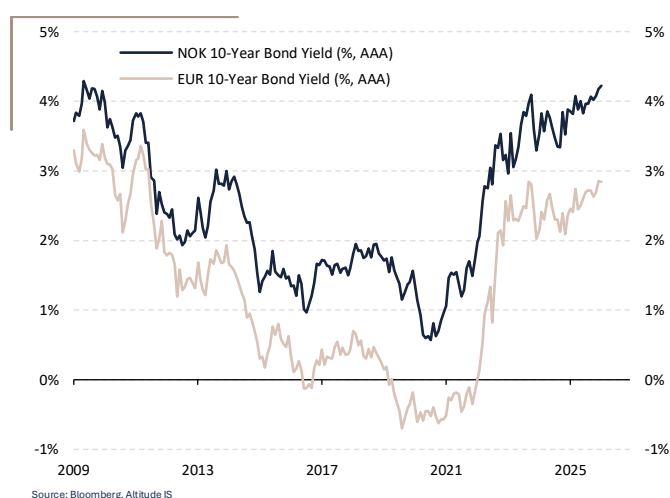
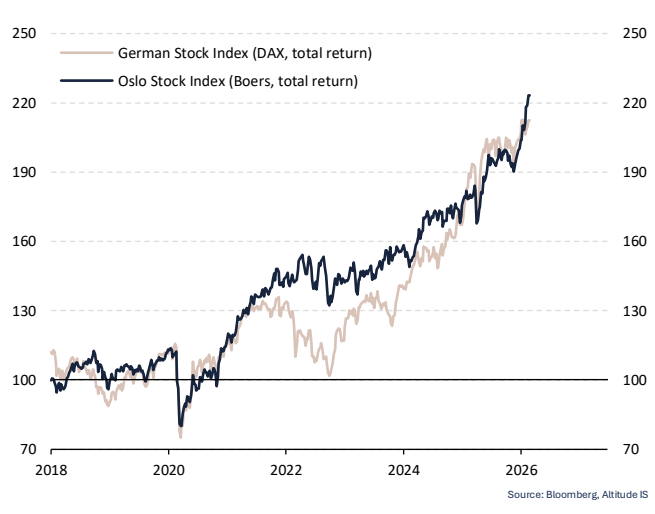


Fig. 7 – Performance des indices boursiers



Conclusion :

La discrète Norvège est en train de reprendre sa place au cœur de l'environnement financier européen, notamment pour les investisseurs en quête de sérénité, de hauts rendements et de dividendes attrayants. Au-delà des obligations et des actions, l'appréciation de la couronne norvégienne constitue un avantage conséquent. À elle seule, elle pourrait donner des couleurs boréales aux portefeuilles.



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)	1 053.0	59.20	1.0%	3.1%	3.9%	22.9%	18.0%
USA (S&P 500)	6 910	51.24	1.1%	1.8%	1.1%	17.9%	25.0%
USA (Dow Jones)	49 626	53.70	0.3%	2.5%	3.4%	14.9%	15.0%
USA (Nasdaq)	22 886	45.89	1.5%	-0.2%	-1.5%	21.2%	29.6%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	648.8	65.74	2.5%	4.5%	6.2%	25.2%	10.2%
UK (FTSE 100)	10 687	72.06	2.6%	5.8%	7.9%	25.7%	9.6%
Switzerland (SMI)	13 860	75.15	1.9%	5.2%	4.5%	18.0%	7.5%
Japan (Nikkei)	56 826	62.54	-0.2%	7.2%	12.9%	28.6%	21.3%
Emerging (MSCI)	1 567	65.13	0.8%	5.9%	11.7%	34.3%	8.0%
Brazil (IBOVESPA)	190 534	71.60	2.2%	14.6%	18.3%	34.0%	-10.4%
Mexico (IPC)	71 437	63.50	-0.1%	5.5%	11.2%	35.1%	-11.0%
India (SENSEX)	83 134	46.44	0.2%	0.9%	-2.7%	10.5%	9.6%
China (CSI)	4 660	45.89	0.4%	-1.9%	0.9%	21.0%	18.2%
Com. Services (MSCI World)	162.5	45.72	1.6%	0.4%	-1.0%	33.0%	31.9%
Cons. Discretionary (MSCI World)	446.1	40.45	0.7%	-1.9%	-2.5%	9.8%	20.7%
Cons. Staples (MSCI World)	321.7	70.11	-1.3%	7.6%	11.2%	9.3%	4.7%
Energy (MSCI World)	312.2	68.75	1.2%	13.7%	18.7%	14.8%	2.9%
Financials (MSCI World)	228.7	52.36	1.6%	1.8%	1.3%	29.5%	25.1%
Health Care (MSCI World)	405.8	56.01	-0.3%	2.0%	3.0%	15.3%	1.5%
Industrials (MSCI World)	531.0	77.27	1.4%	7.5%	13.8%	26.1%	12.8%
Info. Tech. (MSCI World)	969.6	51.15	1.6%	1.6%	0.4%	26.6%	31.9%
Materials (MSCI World)	458.2	62.96	0.8%	7.5%	16.0%	32.5%	-7.6%
Real Estate (MSCI World)	1 077	71.73	0.1%	6.4%	9.3%	3.6%	-0.4%
Utilities (MSCI World)	211.6	73.40	-0.4%	7.9%	9.7%	24.7%	13.0%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.44%	63.94	-0.2%	1.8%	1.6%	8.2%	-1.7%
USA (Sovereign)	3.85%	65.56	-0.1%	1.5%	1.0%	6.3%	0.6%
Euro Area (Sovereign)	2.81%	76.13	0.2%	1.2%	1.6%	0.6%	1.9%
Germany (Sovereign)	2.50%	70.86	0.1%	0.9%	1.2%	-1.6%	0.6%
UK (Sovereign)	4.33%	74.61	0.5%	1.2%	1.5%	6.1%	-3.0%
Switzerland (Sovereign)	0.42%	58.34	0.7%	0.7%	0.9%	0.3%	5.4%
Japan (Sovereign)	1.86%	63.38	0.7%	1.3%	0.1%	-4.6%	-2.1%
Emerging (Sovereign)	5.80%	75.69	0.1%	1.4%	1.6%	13.1%	7.0%
USA (IG Corp.)	4.75%	69.01	0.0%	1.0%	1.3%	7.8%	2.1%
Euro Area (IG Corp.)	3.13%	77.40	0.0%	0.8%	1.1%	3.0%	4.7%
Emerging (IG Corp.)	5.96%	75.00	0.2%	0.5%	1.1%	8.1%	7.0%
USA (HY Corp.)	6.56%	69.36	0.2%	0.2%	0.9%	8.6%	8.2%
Euro Area (HY Corp.)	5.40%	69.16	0.2%	0.3%	0.9%	5.2%	8.2%
Emerging (HY Corp.)	7.18%	79.78	0.1%	1.2%	2.0%	13.9%	14.9%
World (Convertibles)	576.0	60.73	0.4%	2.4%	6.9%	22.4%	9.4%
USA (Convertibles)	744.3	56.78	0.2%	1.8%	6.3%	16.9%	10.1%
Euro Area (Convertibles)	305.2	84.65	1.1%	3.2%	5.0%	24.8%	14.7%
Switzerland (Convertibles)	299.6	77.71	0.2%	4.7%	5.9%	17.5%	-10.5%
Japan (Convertibles)	288.3	74.27	1.0%	6.3%	11.8%	13.8%	6.4%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 860	91.29	n.a.	2.8%	2.8%	12.4%	11.1%
Macro	1 534	84.72	n.a.	4.4%	4.4%	9.4%	7.4%
Equity Long Only	2 528	82.34	n.a.	2.0%	2.0%	12.1%	12.0%
Equity Long/Short	2 030	91.22	n.a.	3.0%	3.0%	17.6%	14.0%
Event Driven	1 948	89.61	n.a.	1.6%	1.6%	11.2%	8.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 928	97.45	n.a.	2.9%	2.9%	13.5%	12.4%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 800	82.76	n.a.	-0.4%	-0.4%	8.6%	9.8%
Credit	1 742	98.90	n.a.	1.3%	1.3%	7.8%	8.5%
Credit Long/Short	1 776	100.00	n.a.	2.4%	2.4%	6.6%	10.0%
Commodity	2 111	92.37	n.a.	6.2%	6.2%	11.1%	14.7%
Commodity Trading Advisors	1 491	71.28	n.a.	4.6%	4.6%	6.2%	7.9%
Volatility							
VIX	19.09	52.65	-7.3%	-5.0%	27.7%	-13.8%	39.4%
VSTOXX	18.69	50.33	-5.3%	-6.4%	27.0%	-13.5%	25.3%
Commodities							
Commodities (CRB)	546.8	n.a.	0.7%	1.0%	1.3%	0.6%	5.1%
Gold (Troy Ounce)	5 148	n.a.	3.1%	3.2%	19.2%	64.6%	27.2%
Silver (Troy Ounce)	86.52	n.a.	12.9%	-16.2%	20.7%	148.0%	21.5%
Oil (WTI, Barrel)	66.39	n.a.	5.6%	10.0%	15.6%	-19.9%	0.1%
Oil (Brent, Barrel)	72.27	n.a.	3.1%	6.3%	15.7%	-15.7%	-4.6%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	97.46	48.33	0.6%	-0.1%	-0.9%	-9.4%	7.1%
EUR	1.1826	51.67	-0.2%	0.0%	0.7%	13.4%	-6.2%
JPY	154.47	53.39	-0.6%	0.8%	1.5%	0.3%	-10.3%
GBP	1.3530	46.86	-0.7%	-0.8%	0.4%	7.7%	-1.7%
AUD	0.7082	62.58	0.1%	2.7%	6.1%	7.8%	-9.2%
CAD	1.3668	51.01	-0.2%	0.2%	0.4%	4.8%	-7.9%
CHF	0.7725	55.06	-0.4%	1.0%	2.6%	14.5%	-7.3%
CNY	6.9049	79.83	0.4%	1.1%	1.2%	4.5%	-2.7%
MXN	17.152	60.43	0.1%	1.2%	5.0%	15.7%	-18.5%
EM (Emerging Index)	1 871.7	59.96	0.0%	1.2%	1.0%	7.2%	-0.7%
XBT	65 705	n.a.	-0.9%	-26.4%	-25.0%	-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 reconverti 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.

