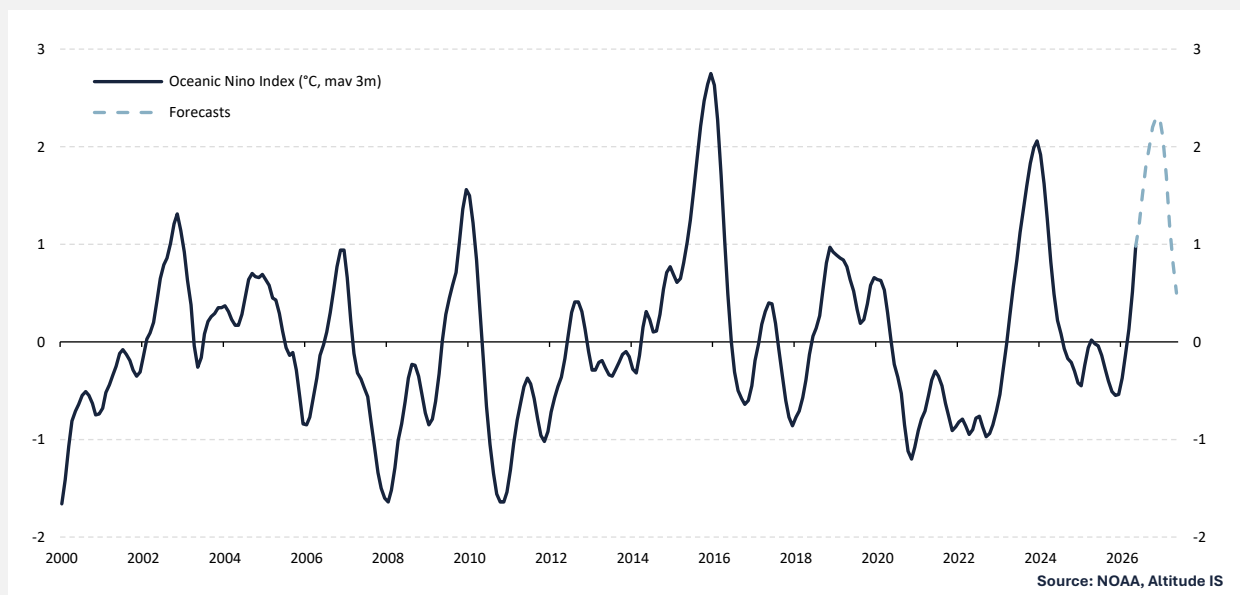


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 3 août 2026

"L'ENFANT TERRIBLE DU PACIFIQUE"

- El Niño est de retour et il pourrait être l'un des plus puissants depuis 1950
- Le choc sera inflationniste avant d'être récessif, affectant le pouvoir d'achat des ménages
- La dette émergente et la chaîne agroalimentaire seront en première ligne
- À l'inverse, les économies avancées échapperont largement au phénomène

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Le phénomène El Niño s'intensifie"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Au XIX^e siècle, les pêcheurs de la côte péruvienne avaient baptisé le courant chaud, qui venait réchauffer leurs eaux et vider leurs filets à l'approche de Noël, du nom de l'enfant Jésus, "El Niño". L'enfant a grandi, et il est de retour. Le "phénomène océanographique cyclique pseudo-périodique", dont l'intensité se mesure par l'anomalie de température du Pacifique équatorial (cf. Graphique de la semaine), a été officiellement confirmé en juin par l'agence océanique et atmosphérique américaine. Depuis, la probabilité d'un épisode très fort cet hiver est passée de 63% à 81%. Quant à sa puissance, elle pourrait être l'une des plus remarquables depuis 1950. Pire encore, le phénomène pourrait s'éterniser, puisque sa persistance jusqu'au printemps 2027 est désormais estimée à 97%, avec un pic thermique entre octobre et décembre. **La question n'est donc plus de savoir si l'enfant fera des siennes, mais avec quelle violence.**



Les caprices d'El Niño obéissent à une mécanique connue. Lorsque les alizés faiblissent, les eaux chaudes du Pacifique refluent vers l'est et redistribuent les précipitations planétaires. Cela vient assécher l'Asie du Sud-Est, l'Australie et l'Afrique australe tandis que la côte ouest de l'Amérique du Sud a tendance à être inondée. Le calendrier des colères est connu. Les premiers effets apparaissent dès juillet, s'intensifient en septembre, puis culminent entre décembre et février (deux mois après le pic thermique), en pleine saison des semailles sud-américaines. L'intensité n'est pas le seul élément à prendre en compte. L'épisode modeste de 2002-03, par exemple, avait provoqué une sécheresse en Australie bien plus étendue que ne l'avait fait celui de 1997-98, pourtant plus puissant. L'amplificateur à surveiller est le dipôle de l'océan Indien (IOD), cette bascule thermique qui accompagne habituellement les super-épisodes, comme en 1997 et 2015. Or, fin juillet, il a franchi le seuil positif pour la première fois depuis longtemps.

Les colères d'El Niño laissent des cicatrices durables. Selon une étude publiée dans la revue Science, l'épisode de 1982-83 avait amputé les revenus mondiaux de 4'100 milliards de dollars sur les cinq années suivantes et celui de 1997-98 de 5'700 milliards, **l'essentiel du fardeau pesant sur les pays tropicaux.** En 2023-24, le canal de Panama avait dû réduire ses transits de 36 à 25 navires quotidiens, allongeant l'attente jusqu'à 21 jours. Cette fois, il ne sera pas nécessaire d'attendre l'hiver pour mesurer les premiers dégâts. Plus de 20 pays émergents sur les 66 principaux ressentent déjà ses premiers effets, dont 8 sévèrement, et ils pourraient être 35 au plus fort de l'hiver (cf. Fig. 2). Au Pérou, les captures d'anchois se sont effondrées de 97% sur un an, avant même le paroxysme de l'épisode. La pêche a reculé de 71% sur le seul mois de mai, la production de farine et d'huile de poisson de 80%, effaçant un demi-point d'activité nationale. En Inde, la mousson du sud-ouest a débuté avec un déficit de pluies de près de 40% par rapport à la normale.

Fig. 2 – Préviction des pays émergents touchés

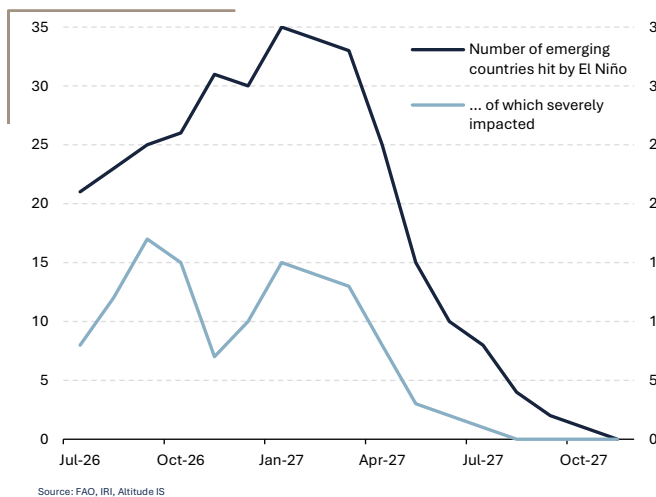
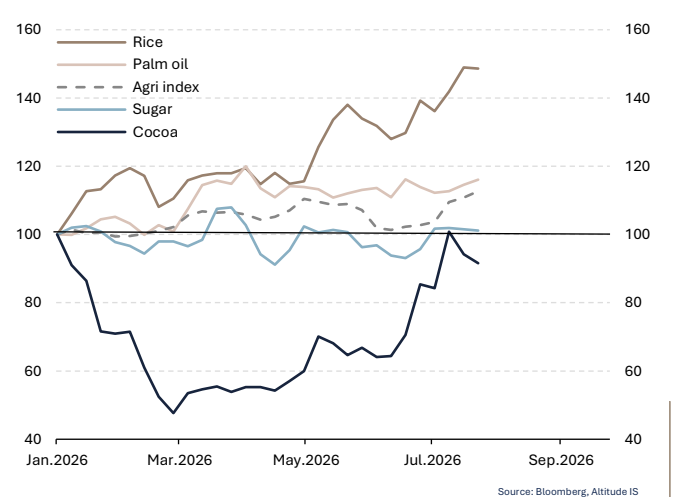


Fig. 3 – Prix des matières premières agricoles



Que prépare El Niño pour l'hiver ? L'essentiel du choc agricole devrait se concentrer entre le quatrième trimestre 2026 et le premier 2027, une fois les anomalies atmosphériques installées. **En cas d'épisode sévère, le riz et l'huile de palme pourraient voir leurs prix s'envoler de 50% à 100% d'ici l'été 2027.** La production sucrière du Brésil et de la Thaïlande pourrait reculer de 10%, alors que l'Inde, deuxième producteur mondial de sucre, a déjà suspendu ses exportations jusqu'à fin septembre. La récolte de blé australienne est attendue en repli de 26% par l'agence agricole du pays. Le cacao ouest-africain devra éviter successivement les maladies de la saison humide et la sécheresse apportée par les vents chauds. En Colombie, la banque centrale chiffre le choc à environ 5% des rendements agricoles, sans compter la sécheresse qui menace un parc électrique très dépendant de ses barrages. Au Pérou, les autorités redoutent les inondations côtières.



Faut-il pour autant anticiper une flambée généralisée des matières premières agricoles ? L'histoire invite à la nuance. Contrairement à l'intuition, les épisodes El Niño sont généralement déflationnistes pour l'agrégat des prix agricoles, les hausses de prix concernant seulement certaines denrées (cf. Fig. 3). Les céréales illustrent bien cette compensation. Ce que le Centre-Ouest brésilien perd par la sécheresse, l'Argentine le regagne grâce aux pluies. Quant aux récoltes américaines de blé et de soja, elles en profitent le plus souvent. Cette fois, c'est le riz qui a ouvert le bal, en hausse de près de 40% depuis janvier, mousson déficitaire et stocks asiatiques obligent. Le sucre, historiquement la matière la plus sensible aux années El Niño, n'a lui pas encore bougé, son heure devant plutôt sonner en 2027, avec la récolte indienne et le broyage brésilien. Le cacao, dont l'offre ouest-africaine reste précaire, témoigne de la nervosité ambiante, bondissant début juillet vers un plus haut de huit mois, à 6'455 dollars la tonne, avant d'en rendre un sixième en trois semaines. Le maïs, lui, n'est qu'une option sur la météo américaine de juillet et août. Côté métaux, le cuivre apparaît le plus exposé, entre inondations chiliennes et sécheresse zambienne.

L'impact inflationniste, lui, est bien réel, mais il est à la fois lent, concentré et profondément inégalitaire. La pression sur les prix alimentaires se transmet avec près d'un an de retard, faisant de 2027 l'année du choc. Le poids de l'alimentaire dans les indices de prix permet d'identifier les pays qui seront les plus touchés : 36% en Inde, 22% au Brésil, 23% au Pérou, contre moins de 15% dans les économies avancées (cf. Fig. 4). Pour prendre en compte ce phénomène, **la banque centrale brésilienne pourrait interrompre son cycle de baisses de taux dès le quatrième trimestre, tandis que la Fed et la BCE resteront imperturbables.** La Fed a d'ailleurs laissé mercredi dernier ses taux inchangés, pour la cinquième réunion consécutive. Selon le FMI, un épisode El Niño exerce même, historiquement, un effet légèrement positif sur l'activité américaine et européenne. Aux États-Unis, ce phénomène océanographique offre en effet un hiver plus doux qui allège la facture de chauffage des ménages, des pluies bienvenues sur les cultures de blé et de soja du sud du pays, et une saison des ouragans atlantiques affaiblie qui épargne les infrastructures du golfe du Mexique. Quant aux pays européens, ils se trouvent simplement hors de portée des grandes bascules de précipitations. Ils profitent au passage de prix du gaz assagis par la douceur de l'hiver. Pour les pays riches, l'enfant terrible n'est qu'un vaurien dont la voix résonne depuis le quartier voisin.

Fig. 4 – Poids de l'alimentaire dans les indices de prix

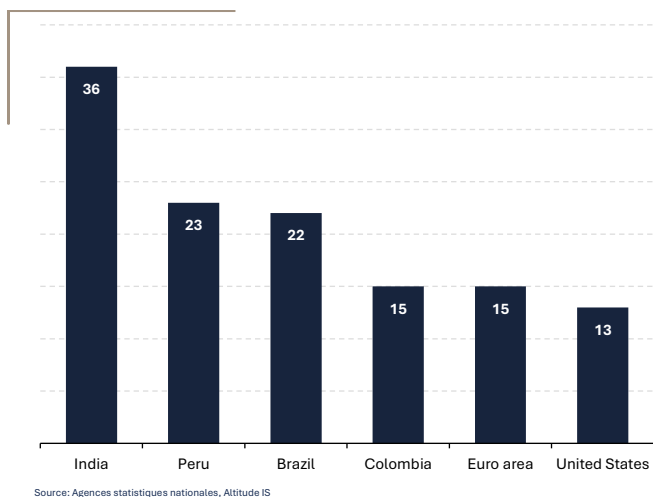
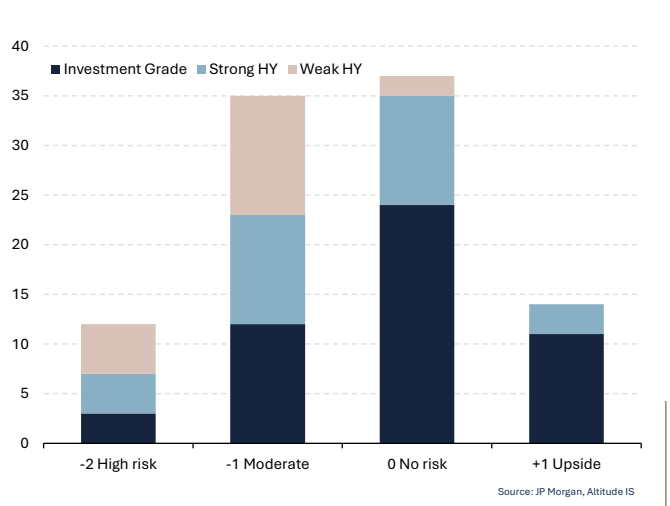


Fig. 5 – Dette émergente, par niveau de risque

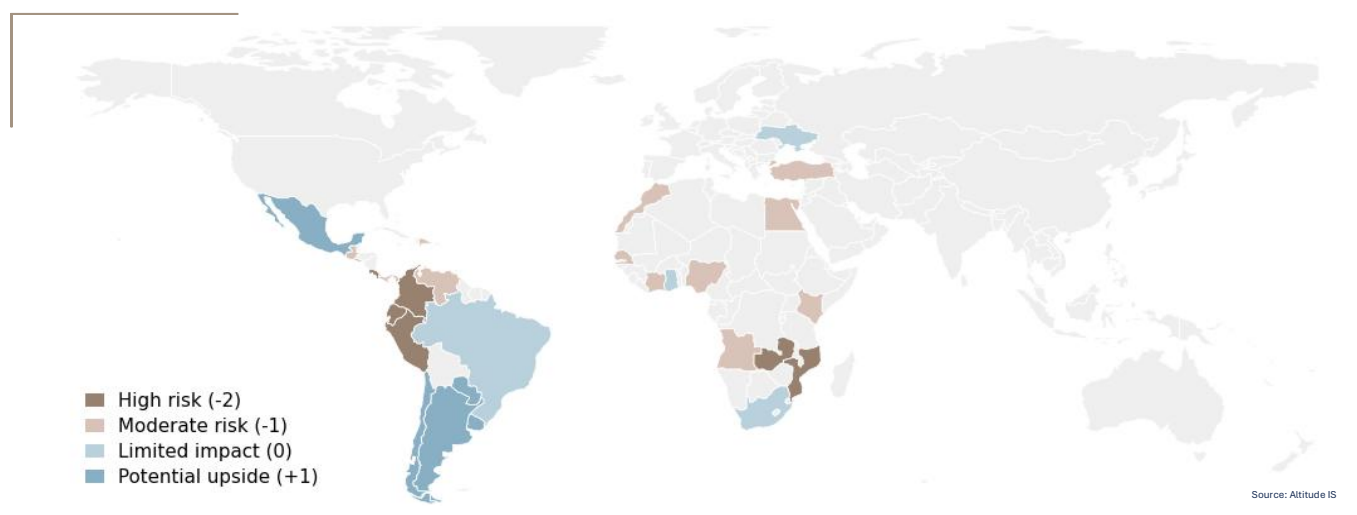


Sur les marchés obligataires, la question est de savoir qui, parmi les pays émergents, est capable d'encaisser le choc. Nos analyses croisent trois dimensions, l'exposition physique directe (agriculture, hydroélectricité, infrastructures), l'impact macroéconomique indirect et la capacité budgétaire à soutenir les entreprises et les ménages. **Il ressort que près de la moitié de l'univers de la dette**



souveraine émergente est exposée négativement à El Niño, dont 11% en risque élevé (cf. Fig. 5). Cette fragilité se concentre essentiellement sur les États qui se financent à haut rendement (high yield), dépourvus de coussins budgétaires. A contrario, les émetteurs les mieux notés (investment grade) devraient parvenir à traverser l'épisode sans dommage. La carte du risque (cf. Fig. 6) place en première ligne l'Équateur, le Mozambique et la Zambie, suivis de la Colombie, du Costa Rica et du Pérou, avec deux canaux distincts, la pêche et les inondations pour Lima, la sécheresse hydroélectrique pour Bogota. L'Europe centrale et le Moyen-Orient sont largement épargnés, rejoints par le Chili qui profite de précipitations bénéfiques. L'Argentine fait figure d'exception heureuse, ses récoltes de soja et de maïs profitant historiquement des pluies d'El Niño, aux côtés du Mexique et de l'Uruguay.

Fig. 6 – Carte du risque de crédit, pour le phénomène El Niño



Sur le marché des actions, le lien historique entre El Niño et les grands indices boursiers est ténu, pour ne pas dire inexistant. Sept épisodes majeurs ont été recensés depuis 1950, chacun éclipsé par un choc concomitant plus puissant. L'analyse statistique est ainsi rendue peu fiable. Par ailleurs, et c'est un point déterminant, l'essentiel de la capitalisation mondiale loge dans des économies que le phénomène épargne. Enfin, chaque victime a son miroir, l'Argentine arrosée compensant le Brésil assoiffé par exemple. Preuve s'il en faut, Credicorp, la société péruvienne qui a le plus évoqué El Niño dans ses publications de résultats depuis vingt ans, surperforme cette année l'indice latino-américain. Dans son cas, la politique locale pèse plus lourd que la météo.

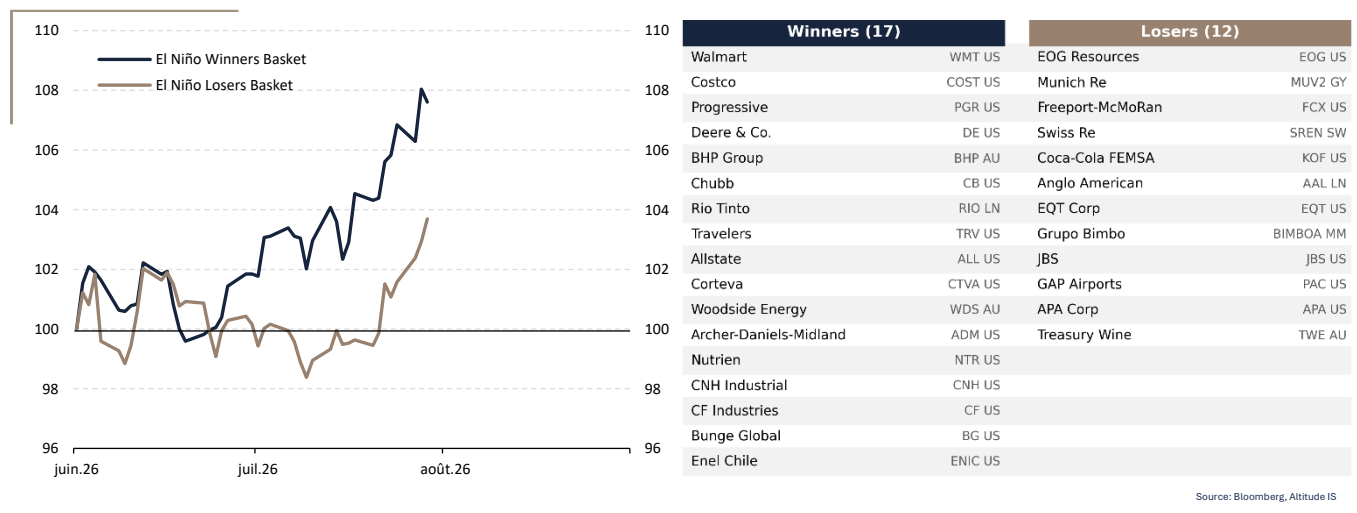
Les investisseurs qui cherchent à décliner la thématique le font simplement, des indices aux grandes valeurs. Au niveau des pays, l'Argentine et le Chili concentrent les gagnants, le Pérou et la Colombie les perdants. Au niveau sectoriel, quatre blocs forment le camp des bénéficiaires naturels : l'agrochimie et l'équipement agricole, le négoce de grains, la distribution alimentaire discount, et l'assurance dommages américaine. El Niño affaiblit la saison des ouragans dans l'Atlantique. Bonne nouvelle pour les assureurs américains, mauvaise pour les réassureurs, dont les prix baissent quand les saisons sont calmes. En face, parmi les secteurs en difficulté se trouvent le gaz naturel américain, le cuivre et l'agroalimentaire (cf. Fig. 7 & 8).

Sur le marché des changes, le tri s'opère par les termes de l'échange, ce rapport entre les prix exportés et importés par chaque économie. **Le sol péruvien, le peso colombien et la roupie indienne figurent parmi les monnaies sous pression**, tout comme le peso philippin puisque l'archipel importe près de 45% de son blé d'Australie, et le dollar australien lui-même. À l'opposé, les devises des greniers à grains



gagnants, peso argentin et peso uruguayen en tête, bénéficieront de récoltes gonflées et du portage offert par des banques centrales contraintes de rester fermes. Quant au dollar et aux principales monnaies européennes, adossés à des économies épargnées, ils devraient y être parfaitement insensibles.

Fig. 7 & 8 – Paniers des gagnants et des perdants du phénomène El Niño



Au-delà des marchés, El Niño laissera une trace durable et mesurable. En rehaussant les températures mondiales, l'épisode pourrait faire franchir à la moyenne trentenaire de réchauffement le seuil de 1.5 degré dès 2027. Pour les investisseurs, la conséquence est concrète, la thématique de l'adaptation climatique (climatisation, réseaux électriques, gestion de l'eau, matériaux résilients) passant du statut de niche à celui de thématique structurelle.

Conclusion :

Depuis un siècle et demi, l'enfant terrible du Pacifique n'a jamais répondu ni aux prières des pêcheurs ni aux prévisions des investisseurs. El Niño n'est pas un risque systémique, c'est un risque discriminant, qui empêche les lectures indicielles et impose le tri, classe d'actifs par classe d'actifs. À moins de se focaliser sur la thématique structurelle de l'adaptation climatique.



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)	1 120.5	54.08	1.4%	0.1%	11.6%	22.9%	18.0%
USA (S&P 500)	7 490	52.77	1.1%	-0.1%	10.1%	17.9%	25.0%
USA (Dow Jones)	52 485	54.51	1.0%	0.4%	10.2%	14.9%	15.0%
USA (Nasdaq)	25 374	47.92	1.6%	-3.2%	9.5%	21.2%	29.6%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	669.9	54.88	0.6%	-0.2%	12.2%	21.2%	10.2%
UK (FTSE 100)	10 868	65.85	1.2%	3.6%	11.5%	25.7%	9.6%
Switzerland (SMI)	14 346	55.56	0.1%	1.1%	11.3%	18.0%	7.5%
Japan (Nikkei)	63 656	45.32	-0.4%	-8.1%	28.9%	28.7%	21.3%
Emerging (MSCI)	1 666	51.34	2.8%	-3.0%	20.3%	34.3%	8.0%
Brasil (IBOVESPA)	177 999	57.75	2.3%	3.5%	10.5%	34.0%	-10.4%
Mexico (IPC)	66 937	50.29	0.8%	0.2%	5.9%	35.1%	-11.0%
India (SENSEX)	78 725	58.71	2.7%	2.3%	-7.3%	10.5%	9.6%
China (CSI)	4 542	42.48	-1.2%	-7.4%	0.6%	21.0%	18.2%
Com. Services (MSCI World)	160.7	49.45	4.8%	0.8%	-1.4%	33.0%	31.9%
Cons. Discretionary (MSCI World)	445.3	61.06	7.4%	3.1%	-2.0%	9.8%	20.7%
Cons. Staples (MSCI World)	307.9	53.51	2.0%	2.6%	8.0%	9.3%	4.7%
Energy (MSCI World)	340.2	65.24	0.1%	12.3%	31.0%	14.8%	2.9%
Financials (MSCI World)	246.3	65.95	1.5%	6.4%	10.9%	29.5%	25.1%
Health Care (MSCI World)	404.1	53.82	0.2%	1.6%	3.6%	15.3%	1.5%
Industrials (MSCI World)	526.1	52.61	0.2%	-1.6%	13.8%	26.2%	12.8%
Info. Tech. (MSCI World)	1 180.3	48.02	0.3%	-5.6%	22.6%	26.6%	31.9%
Materials (MSCI World)	417.3	48.02	0.1%	0.1%	7.0%	32.5%	-7.6%
Real Estate (MSCI World)	1 056	52.41	-1.0%	2.9%	7.1%	3.6%	-0.4%
Utilities (MSCI World)	204.5	41.36	-2.8%	-1.1%	7.8%	24.7%	13.0%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	4.00%	50.30	0.5%	-0.5%	-0.7%	8.2%	-1.7%
USA (Sovereign)	4.57%	39.16	-0.1%	-1.1%	-0.8%	6.3%	0.6%
Euro Area (Sovereign)	3.40%	40.89	0.0%	-1.7%	-0.5%	0.6%	1.9%
Germany (Sovereign)	3.05%	40.39	0.0%	-1.6%	-0.5%	-1.6%	0.6%
UK (Sovereign)	5.04%	44.76	0.1%	-1.5%	-0.9%	6.1%	-3.0%
Switzerland (Sovereign)	0.66%	45.42	0.8%	-1.2%	-0.4%	0.3%	5.4%
Japan (Sovereign)	2.43%	45.18	0.2%	-0.5%	-2.6%	-4.6%	-2.1%
Emerging (Sovereign)	6.41%	34.47	-0.4%	-1.4%	0.6%	13.1%	7.0%
USA (IG Corp.)	5.46%	36.40	-0.3%	-1.5%	-0.8%	7.8%	2.1%
Euro Area (IG Corp.)	3.74%	41.45	-0.2%	-0.9%	0.4%	3.0%	4.7%
Emerging (IG Corp.)	6.61%	34.73	-0.1%	-0.6%	1.0%	8.1%	7.0%
USA (HY Corp.)	7.41%	46.17	0.1%	-0.3%	1.7%	8.6%	8.2%
Euro Area (HY Corp.)	6.06%	44.39	-0.1%	-0.3%	1.5%	5.2%	8.2%
Emerging (HY Corp.)	7.64%	42.18	-0.1%	-0.8%	3.5%	13.9%	14.9%
World (Convertibles)	608.8	45.29	0.3%	-4.6%	13.0%	22.4%	9.4%
USA (Convertibles)	805.9	44.46	0.2%	-5.5%	15.1%	16.9%	10.1%
Euro Area (Convertibles)	307.8	49.81	0.1%	-1.0%	5.9%	24.8%	14.7%
Switzerland (Convertibles)	295.1	48.35	0.3%	0.2%	4.3%	17.5%	-10.5%
Japan (Convertibles)	311.4	45.20	-0.6%	-7.6%	20.7%	13.8%	6.4%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 896	77.64	n.a.	-0.5%	13.1%	4.8%	11.1%
Macro	1 535	69.17	n.a.	-1.8%	13.9%	4.6%	7.4%
Equity Long Only	2 568	66.95	n.a.	0.3%	10.0%	3.9%	12.0%
Equity Long/Short	2 109	78.06	n.a.	0.0%	18.1%	7.0%	14.0%
Event Driven	2 055	83.87	n.a.	0.2%	16.0%	7.0%	8.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	2 006	88.92	n.a.	0.7%	15.8%	7.1%	12.4%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 895	80.08	n.a.	0.8%	10.0%	4.7%	9.8%
Credit	1 771	91.95	n.a.	0.4%	7.1%	3.1%	8.5%
Credit Long/Short	1 806	94.35	n.a.	0.4%	7.3%	4.1%	10.0%
Commodity	2 062	75.27	n.a.	-3.0%	9.3%	3.1%	14.7%
Commodity Trading Advisors	1 526	64.04	n.a.	-1.9%	19.4%	7.5%	7.9%
Volatility							
VIX	15.99	44.96	-13.9%	-2.8%	7.0%	-13.8%	39.4%
VSTOXX	17.21	47.33	-4.7%	3.7%	16.9%	-13.5%	25.3%
Commodities							
Commodities (CRB)	565.3	n.a.	1.0%	2.4%	4.7%	0.6%	5.1%
Gold (Troy Ounce)	4 068	n.a.	-0.2%	-2.6%	-5.8%	64.6%	27.2%
Silver (Troy Ounce)	58.35	n.a.	0.0%	-6.5%	-18.6%	148.0%	21.5%
Oil (WTI, Barrel)	84.67	n.a.	-7.0%	21.8%	47.5%	-19.9%	0.1%
Oil (Brent, Barrel)	96.22	n.a.	-2.6%	34.5%	54.1%	-15.7%	-4.6%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	99.69	33.62	-1.8%	-1.2%	1.4%	-9.4%	7.1%
EUR	1.1533	62.73	1.3%	0.8%	-1.8%	13.4%	-6.2%
JPY	156.66	78.35	4.5%	3.0%	0.0%	0.3%	-10.3%
GBP	1.3469	58.54	1.4%	0.9%	0.0%	7.7%	-1.7%
AUD	0.7034	58.11	0.6%	1.4%	5.4%	7.8%	-9.2%
CAD	1.4032	57.17	0.7%	1.2%	-2.2%	4.8%	-7.9%
CHF	0.8085	50.90	1.3%	-0.6%	-2.0%	14.5%	-7.3%
CNY	6.7519	63.34	0.2%	0.4%	3.5%	4.5%	-2.7%
MXN	17.311	58.71	0.8%	0.9%	4.0%	15.7%	-18.5%
EM (Emerging Index)	1 892.5	76.77	1.2%	2.0%	2.2%	7.2%	-0.7%
XBT	62 722	n.a.	-1.1%	0.0%	-28.4%	-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 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.

