

Il y a douze mois, nous écrivions ceci en en-tête de notre feuille mensuelle d'information : « 2024 fut une année éprouvante à bien des égards, avec les tensions géopolitiques, et cela à nos portes, avec le succès électoral du populisme et de l'antipolitisme, avec une cohésion sociale en souffrance, avec le creusement des déficits publics et avec une aggravation des dérèglements environnementaux. Simultanément, cette même année 2024 a offert de très belles performances boursières. ». Faut-il que les choses changent pour qu'elles ne changent pas, la question du « Guépard » (1958) de Giuseppe Tomasi di Lampedusa vient à l'esprit, à l'heure où nous pourrions reprendre ce texte, mot pour mot, pour décrire l'année 2025. Monde incertain, monde volatil, monde où tout est bousculé, à commencer par l'héritage des Lumières, mais monde avec de nouveau de bons rendements pour celles et ceux qui auront investis en actions.

Et il est une autre continuité à évoquer, pour vous en remercier. C'est que, de nouveau, le fonds de commerce d'Orcadia AM a significativement progressé, et cela toujours sans faire de publicité. Et nous pouvons donc reprendre, ici encore, ce que nous écrivions il y a un an : « C'est donc grâce à vous, clients, que ce résultat a pu être engrangé, par les apports additionnels que vous nous faites et par votre bouche-à-oreille. Soyez remercié d'ainsi contribuer à notre développement et, de ce fait, c'est notre ambition, à ce que davantage d'investisseurs aient accès à un service de qualité, offrant de plus hauts rendements sans prendre plus de risque tout en orientant le monde de la finance vers de meilleures pratiques : investissement responsable, commissions de gestion raisonnées, alignement d'intérêt, transparence, interlocuteurs disponibles et compétents et retour à la collectivité sous forme d'une action philanthropique significative. »

L'année qui vient s'annonce difficile sur les plans géopolitiques, sociaux, budgétaires et environnementaux. Ne nous voilons pas la face ... et faisons face, dans nos cercles respectifs, notamment en soutenant et en promouvant celles et ceux qui nous semblent agir pour le bien commun.

Forts de cette conviction de notre capacité à agir, nous vous souhaitons une belle année 2026 ! L'équipe d'Orcadia AM

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : La première leçon est qu'il faut savoir tirer les leçons !

Le début de l'année est propice non seulement aux bonnes résolutions, qui font que les piscines publiques sont assaillies en janvier, mais aussi aux bilans. Tirer les enseignements de l'expérience récente au départ d'un regard synthétique et critique est toujours bénéfique, en gestion patrimoniale comme dans tout domaine, et cela même si on sait depuis Héraclite qu'on « ne se baigne pas deux fois dans le même fleuve ».

Grandes tendances financières

Comment résumer l'année 2025 sur le plan financier ? Trois traits ressortent. Le **premier** est que les bourses d'actions ont de nouveau bien progressé. La fortune sourit à l'investissement « à risque » ! Ainsi, l'indice MSCI mondial a-t-il progressé en euros de 8,3%. En revanche, pour les obligations, ce fut moins favorable, avec en Europe, un rendement de 1% environ pour les emprunts à 10 ans émis par les Etats. Un portefeuille dit équilibré qui aurait contenu en permanence 50% d'actions et 50% d'obligations aurait, sur cette base, offert un rendement avant frais de 4,65%. En supposant des frais de l'ordre de 1%, la personne qui aurait investi de cette manière aurait eu un rendement de 3,65%. Ce n'est évidemment qu'un point de référence, mais avoir cette base de comparaison en tête est utile, et nous avons été heureux chez Orcadia de largement dépasser ce niveau de rendement dans un portefeuille équilibré.

Le **deuxième** trait majeur aura été l'impact du taux de change de l'euro, et en particulier vis-à-vis du dollar américain. En 2024, les actions américaines avaient largement surperformé les actions européennes. En 2025, ce fut l'opposé en raison de la dépréciation de l'ordre de 12% du dollar. En monnaie locale, la bourse américaine a enfilé les records, mais en combinant la bonne tenue de la bourse européenne avec l'appréciation de l'euro, l'écart de performance entre les deux bords de l'Atlantique est significatif : +3,4% là-bas contre +19,4% ici !

Le **troisième** trait majeur est celui de l'hétérogénéité à la fois des bénéfices des entreprises et des parcours boursiers. On a beaucoup parlé, et à bon droit, de l'envolée des valeurs technologiques américaines, portées par la vague de l'intelligence artificielle. Il y a bien entendu une dimension « valorisation » qui a joué dans leur performance boursière, mais il y a aussi une composante « bénéfices » à souligner. Cette dernière contraste avec ce qu'il en est pour les grandes capitalisations européennes, où les bénéfices, au total, ont en moyenne stagné. Une autre divergence notable, en particulier en Europe cette année-ci, aura été la nettement moins bonne performance des entreprises dites « ISR » (investissement socialement responsable).

Pour Orcadia et ses clients, ce troisième trait a constitué un fort vent de face, et cela d'autant plus que les portefeuilles étaient exposés aux actions. Nous sommes dès lors particulièrement heureux, dans notre gestion équilibrée, d'avoir pu compenser cela par des décisions de gestion heureuses, qui nous font

terminer l'année dans la bonne partie du classement entre confrères, et cela aussi bien en termes de performance que de risque, et cela en se comparant à des confrères qui n'ont pas eu à souffrir de la contre-performance des investissements responsables.

Du bilan aux décisions de gestion

En finance, on peut tout aussi bien se laisser porter par les tendances que vouloir être « contrarian », et aller à leur encontre pour privilégier ce qui est délaissé. Notre approche basée sur les études académiques de long terme est de privilégier un biais « contrarian », mais de manière tempérée.

Aujourd'hui, les attentes de croissance des bénéfices sont élevées, avec le secteur de la technologie pour en témoigner de la manière la plus éclatante, et cela alors même que la profitabilité à long terme de l'intelligence artificielle n'est pas établie. Notre attitude est d'être exposé aux actions de manière normale, mais avec un double biais de prudence, en ayant moins d'actions américaines que dans l'indice mondial et en étant investi pour partie de manière « equal weight », ceci afin de quelque peu réduire l'exposition aux Nvidia & Co de la bourse américaine. Pour ce qui est des obligations, nous ne voyons pas les taux fortement monter, malgré les incertitudes et les déficits budgétaires.

Point de vue devises, nous conservons l'approche académique de base qui veut que les actions ne soient pas couvertes. Le raisonnement sous-jacent est que pour l'actionnaire européen

d'une entreprise américaine, une baisse du dollar, à la fois, réduit la valeur en EUR des bénéfices de l'entreprise et augmente les bénéfices du fait d'un gain de compétitivité. Pour les titres à revenus fixes, il n'y a pas un tel effet compensatoire, et donc la norme est, pour cette partie-là du portefeuille, de ne pas s'exposer au risque de change. Chez Orcadia, nous suivons donc cette double norme, mais il n'empêche que des déviations puissent être mises en place. C'est le cas aujourd'hui avec une certaine protection contre une baisse du dollar.

Enfin, il faut se positionner sur la valorisation des entreprises dites responsables, dans lesquelles Orcadia investit pour ses clientes et clients. Même en laissant de côté la dimension éthique, il nous apparaît indiqué de ne pas céder à la pression, qu'elle soit politique ou commerciale. Certes, l'investissement responsable a sous-performé en 2025 comme en 2024, mais nous jugeons cela comme un phénomène temporaire. La remontée des taux d'intérêt a plus pénalisé ces entreprises qui tablent davantage sur le long terme, et la prime avec laquelle elles se traitaient a fondu. Rappelons que ce n'est pas l'exclusion de tel ou tel domaine d'activité qui a amené à cette sous-performance de l'ISR. Aujourd'hui, il n'y a aucun facteur rationnel laissant penser que les entreprises responsables devraient se traiter avec une décote. D'ailleurs, mais il est évidemment trop tôt pour dire que 2026 inversera la tendance, les entreprises responsables ont bien commencé l'année, en prenant de l'avance sur les autres.

Etienne de Callataÿ – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATION & STRATEGIE

Image contrastée chez les producteurs américains ...

La dichotomie entre les publications macroéconomiques aux États-Unis demeure marquée, ce qui brouille la vision de l'état de l'économie américaine. D'un côté, les **indicateurs avancés**, tels que l'ISM Manufacturing Index et l'ISM New Orders Index, restent faibles sans toutefois annoncer une récession. De l'autre, les entreprises continuent d'investir, et pas uniquement dans l'IA et ses applications dérivées. En matière d'emploi également, les chiffres semblent se contredire. Le taux de chômage a augmenté à 4,6 % en novembre, avant de retomber à 4,4 % en décembre. S'il s'agit bien du niveau le plus élevé depuis cinq ans, il reste faible d'un point de vue historique. Parallèlement, les demandes d'allocations chômage (Initial Jobless Claims) évoluent les trois derniers mois dans la bonne direction.

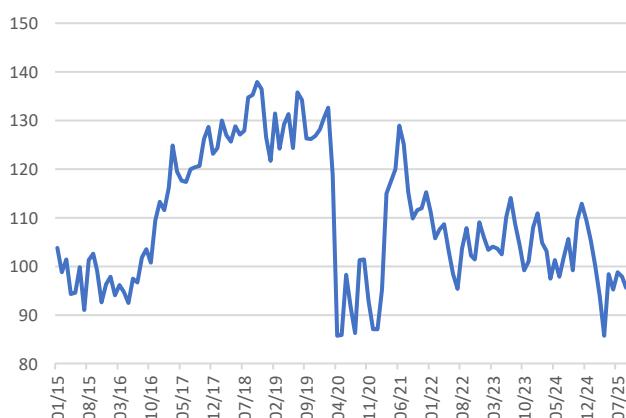


Source : Bloomberg, Orcadia – demande d'allocation chômage Etats-Unis, moyenne sur 3 mois

Les « Continuing Claims » sont également stables depuis plusieurs mois. En revanche, le nombre d'offres d'emploi a nettement augmenté ces derniers mois, davantage qu'anticqué, même si la donnée la plus récente s'est révélée décevante.

... et chez les consommateurs

Chez le **consommateur américain**, la **confiance** mesurée par le Conference Board recule à son niveau le plus bas depuis cinq ans.



Source : Bloomberg – confiance des consommateurs aux E-U

À l'inverse, les dépenses de consommation se maintiennent.

Faire une estimation précise n'est pas évident : en raison du « shutdown » aux États-Unis, les chiffres officiels sont obsolètes, la donnée la plus récente datant de septembre, mois au cours duquel la consommation a progressé de 0,4 % sur une base mensuelle. Sur la base des commentaires du secteur de la distribution et des sociétés de cartes de crédit, on peut estimer que la croissance oscille actuellement autour de 0,6 % par mois. La **polarisation parmi les consommateurs** — la fameuse économie en forme de K dont nous avons déjà parlé — **continue de s'accentuer**. Le fait que les hausses de salaire pour les 25 % des travailleurs les moins bien rémunérés dépassent à peine l'inflation commence à se traduire par une augmentation des défauts de paiement. Près de 5 % des crédits contractés par les ménages accusent un retard de paiement d'au moins 30 jours, soit le niveau le plus élevé depuis 2020. Et les perspectives pour la partie la moins favorisée de la population sont sous pression en raison de la « Big Beautiful Bill ». Du fait des mesures annoncées, le Congressional Budget Office, organe budgétaire public indépendant, estime que le revenu du décile le plus pauvre diminuera d'environ 1 600 dollars par an, tandis que celui du décile le plus riche augmentera d'environ 12 000 dollars par an. Comme nous l'avons déjà indiqué dans nos précédents Spotlights, la **classe moyenne supérieure et les ménages aisés** assurent la majeure partie des dépenses de consommation américaines. Le fait que leurs **salaires augmentent plus rapidement que l'inflation** et qu'ils bénéficient en outre d'un **effet de richesse** lié à la hausse de la valeur de leurs actifs **explique pourquoi l'économie américaine a progressé de 4,3 % en rythme annualisé au troisième trimestre**, nettement mieux que ce qu'anticipaient les économistes. Le Nowcast — une estimation en temps réel de la croissance réalisée par la Fed d'Atlanta — prévoit une croissance de 5 % pour le dernier trimestre de 2025. Bien que ce chiffre soit probablement trop optimiste, il laisse néanmoins supposer que la croissance au quatrième trimestre pourrait surprendre positivement.

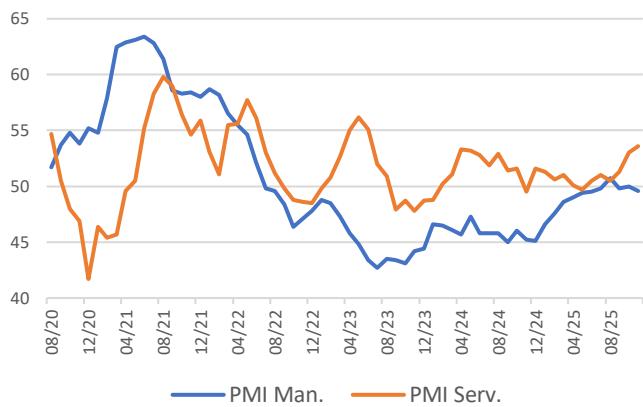
Stimulus potentiel par l'administration Trump

Sa baisse de popularité et le risque croissant que les Républicains perdent la majorité à la Chambre lors des élections de mi-mandat de novembre prochain augmentent la probabilité que Donald Trump cherche à stimuler davantage l'économie. Cela offrirait un soutien à court terme, mais au prix d'une nouvelle hausse du déficit budgétaire et de la dette publique, ce qui pourrait peser sur la croissance économique à plus long terme.

Accélération de la croissance en Europe...

En Europe, nous anticipons une **reprise économique claire** en 2026, certes à partir d'un niveau bas. Pour l'industrie, le PMI avancé est revenu autour de 50 points. Ce n'est pas spectaculaire, mais il s'agit du niveau le plus élevé depuis plus de trois ans. L'indice des services (environ 53 points) annonce quant à lui nettement une expansion. Les **baisses de taux antérieures** — entre juin 2024 et juin 2025, la BCE a réduit ses taux de 2 % — **commenceront** cette année à avoir un effet tangible sur l'économie européenne. Non seulement l'emprunt

devient moins coûteux, ce qui se traduit déjà par une demande accrue de crédit, mais l'épargne devient également moins attractive. Cela pourrait contribuer à normaliser le taux d'épargne, actuellement environ deux points de pourcentage au-dessus de sa moyenne historique. Ceci équivaudrait à un stimulus significatif de la consommation.

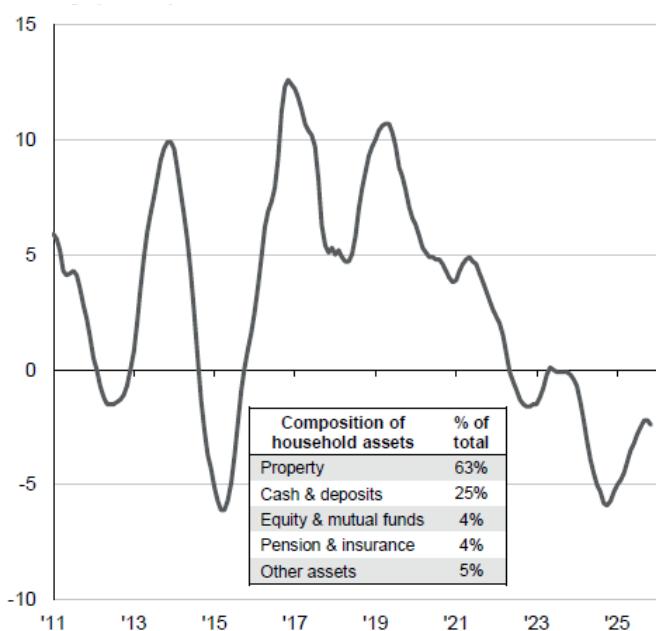


Source : Bloomberg – indicateurs précurseurs européens

En outre, une impulsion budgétaire importante est à l'œuvre. La BCE estime que le déficit agrégé en zone euro augmentera de 0,3 point de pourcentage en 2026 et encore de 0,2 point en 2027. La forte hausse du déficit public en Allemagne — de 2,3 % actuellement à environ 5 % en 2027 — compense largement la baisse attendue ailleurs, notamment en France. Avec un ratio de dette publique outre-Rhin de 63 % du PIB, nettement inférieur à celui d'autres pays (par exemple les États-Unis avec 123 %), cela ne pose aucun problème.

... mais en Chine, la situation reste difficile

En Chine, la situation économique est moins favorable. Les prix de l'immobilier sont sous pression depuis plusieurs années.



Source : JPM AM – évolution des prix de l'immobilier chinois

Il n'est donc guère surprenant que les dépenses de consommation continuent de décevoir. Le pays essaie de maintenir sa croissance en augmentant ses exportations, ce qui a porté l'excédent de la balance commerciale des biens à près de 1 100 milliards de dollars à la fin novembre. Il est à prévoir que de tels excédents susciteront une résistance croissante,

non seulement aux États-Unis mais aussi dans le reste du monde. Malgré ces exportations massives, la production industrielle a progressé moins que prévu en octobre et en novembre. Il est clair qu'à moyen terme, la Chine devra se rééquilibrer vers une économie tirée par la consommation intérieure, mais cela nécessitera probablement une stabilisation, voire une hausse, des prix de l'immobilier.

Chiffres d'inflation américains à prendre avec précaution

Les chiffres d'inflation les plus récents aux États-Unis semblaient, à première vue, très positifs. Après avoir progressivement augmenté pendant plusieurs mois jusqu'à 3 % en septembre, l'inflation s'est établie à 2,7 % en novembre, en dessous des 3,1 % attendus par les économistes. Il serait toutefois erroné d'en tirer trop de conclusions : en raison du « shutdown », une part disproportionnée des données a été collectée durant les promotions du « Black Friday », ce qui a tiré le chiffre vers le bas. Dans la zone euro, l'inflation a augmenté de manière inattendue à 2,2 % en novembre, alors que les économistes anticipaient une stabilisation à 2,1 %. En décembre, elle est revenue à 2 %. En Allemagne, l'inflation est même montée à 2,6 %. L'inflation des services — un bon indicateur de la pression sur les prix dans la zone euro — a progressé pour le troisième mois consécutif et s'establit à 3,5 %, un niveau inconfortablement supérieur à l'objectif de 2 % de la BCE.

Impact du Venezuela limité, l'Iran pourrait être plus important

Il est peu probable que l'intervention politique des États-Unis au Venezuela ait un impact significatif à court terme sur les prix du pétrole et, par conséquent, sur l'inflation. Bien que le Venezuela détienne environ 17 % des réserves mondiales estimées de pétrole, il ne représente qu'environ 1 % de la production mondiale. Le marché est en outre actuellement en situation de surabondance, et les autres pays de l'OPEP peuvent facilement augmenter leur production si la production vénézuélienne venait à se contracter. À plus long terme, une augmentation de la production pétrolière vénézuélienne — le pays produisait près de trois millions de barils par jour il y a vingt ans — pourrait exercer une pression à la baisse sur les prix du pétrole, ce qui serait favorable tant à la croissance économique qu'à l'inflation. Il convient toutefois de rester réaliste : un retour rapide aux niveaux historiques est peu probable, car après des années de sous-investissement, cela nécessiterait plusieurs dizaines de milliards de dollars d'investissements. En revanche, une intervention militaire de D. Trump en Iran, où les protestations de la population sont violemment réprimées, pourrait provoquer une réaction des marchés. La situation pourrait en effet rapidement dégénérer et, contrairement au Venezuela, l'Iran est en mesure de menacer une part significative de la production pétrolière mondiale, par exemple en attaquant des pétroliers dans le détroit d'Hormuz. Bien que cela ne constitue certainement pas notre scénario de base à l'heure actuelle, il s'agit néanmoins d'un risque que nous suivons de près.

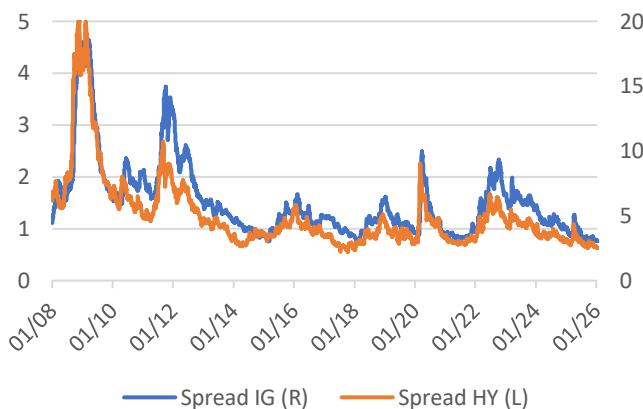
La FED baisse les taux, la BCE pas

Dans la zone euro, la banque centrale a maintenu ses taux inchangés en décembre. Il est attendu que le niveau actuel de 2 % soit conservé au cours des prochains mois. Aux États-Unis, en revanche, la Fed a, comme prévu, abaissé son taux directeur de 25 points de base à 3,5 %, soit la troisième baisse consécutive. Contrairement à la zone euro, nous anticipons ici

de nouvelles baisses de taux. La banque centrale a en outre annoncé l'arrêt de son programme de resserrement quantitatif — qui consistait depuis trois ans à revendre des obligations de long terme précédemment achetées — et qu'elle **injectera à nouveau de la liquidité sur le marché** en achetant chaque mois pour 40 milliards de dollars d'obligations d'État à court terme. Cette stimulation supplémentaire, combinée à la réduction de l'écart de taux entre la zone euro et les États-Unis, rend probable une nouvelle faiblesse du dollar face à l'euro.

Les spreads des obligations diminuent partout

Au cours de l'année écoulée, nous avons observé une baisse significative des spreads des obligations d'entreprises — tant investment grade que high yield — dans la zone euro comme aux États-Unis.



Source : Bloomberg, Orcadia – spreads corporate en zone euro

Ils se situent désormais à leur niveau le plus bas depuis la crise financière. Bien que les perspectives économiques relativement favorables rendent une forte hausse des spreads peu probable, nous **nous interrogeons néanmoins sur le rapport risque/rendement**. Pour ce qui est des obligations étatiques, la **diminution des spreads offerts par les anciens PIIGS** (Italie, Espagne, Portugal, Grèce, Irlande) **est justifiée par l'amélioration des conditions économiques**. Ainsi, le déficit public espagnol est revenu à 2,5 %, l'un des plus faibles de la zone euro. En Italie également, le gouvernement Meloni réduit le déficit : de 3,8 % en 2024 à 3,3 % en 2025, puis à un niveau attendu de 2,8 % en 2026. Nous plaidons pour une allocation inférieure à la moyenne vers la périphérie au profit de l'Allemagne, sans pour autant en sortir complètement. La France reste également un candidat valable, car le spread offert, malgré la baisse des derniers mois, demeure le plus élevé de la zone euro.

Attentes légèrement positives pour les marchés actions

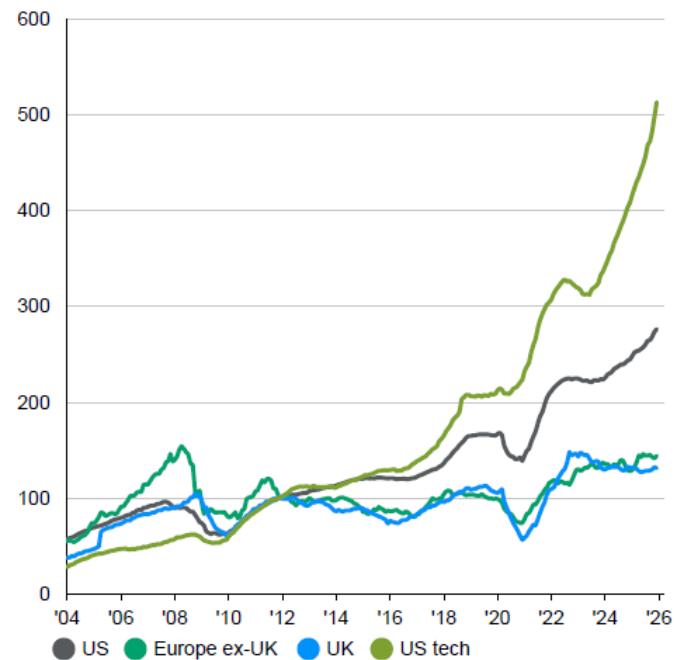
Les signaux économiques globalement positifs aux États-Unis et l'anticipation d'un raffermissement de la croissance en Europe créent un **contexte macroéconomique relativement favorable à une nouvelle progression des bénéfices des entreprises** en 2026. Les performances boursières ne dépendent toutefois pas uniquement de l'évolution des bénéfices, mais également des taux d'intérêt et des valorisations. Étant donné que nous nous attendons à un environnement de taux relativement stable, l'impact des taux sur les performances devrait rester limité. Aux États-Unis, les **valorisations sont supérieures à la moyenne**, en particulier pour les très grandes entreprises, un point que nous avons déjà évoqué à plusieurs reprises dans nos Spotlights.

Pas (encore) de bulle appelée à éclater

Nous estimons toutefois que le **marché américain**, contrairement à la situation de mi-2000, **ne se trouve pas dans une bulle appelée à éclater inévitablement à court terme**. Plusieurs éléments étayent cette conclusion : premièrement, les bons rendements du marché américain ces dernières années ont été soutenus par une forte croissance des bénéfices.

Earnings per share

USD, 12-month trailing EPS, rebased to 100 in December 2011



Source : JPM AM – évolution des bénéfices de marchés actions

Deuxièmement, les valorisations sont élevées mais pas excessives : à l'heure actuelle, l'indice technologique Nasdaq-100 se négocie à 30 fois les bénéfices attendus, contre 65 fois les bénéfices (gonflés) attendus au sommet de la bulle TMT. Enfin, nous n'observons pas de spéulation généralisée consistant à acheter sans discernement tout ce qui a un lien avec l'IA. Au contraire : CoreWeave, un fournisseur de centres de données IA fortement endetté, a vu son cours chuter de moitié au cours des six derniers mois, et Oracle affiche désormais un recul de 20 % par rapport à son niveau antérieur à l'annonce d'un accord avec OpenAI, annonce qui avait pourtant fait bondir le titre de plus de 30 % ce jour-là. Les entreprises constituant un « leveraged play » sur une explosion de l'IA sous-performent clairement par rapport aux entreprises gérées de manière plus conservatrice, ce qui est l'inverse de ce que l'on observe lors d'une phase d'euphorie spéculative.

Allocation en actions neutre avec des déviations régionales limitées

En combinant tous ces éléments, nous préconisons une pondération neutre des marchés actions, avec des sur- ou sous-pondérations régionales limitées. La valorisation plus élevée des États-Unis s'explique en partie par leur quasi-monopole dans le domaine de l'IA et peut être partiellement compensée par une approche equal weight. Cette dernière nous permet de participer à la croissance américaine tout en payant, en termes de à une valorisation, un prix qui, au vu des perspectives, reste acceptable. En outre, l'écart de valorisation entre les États-Unis et le reste du monde s'est réduit l'an dernier.

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.