



Quarterly marketreview

JANVIER 2026

Editorial

L'année Trump

2025 restera sans conteste dans les annales l'année de la déflagration MAGA (Make America Great Again). Dès son retour à la Maison-Blanche il y a un peu moins d'un an, Donald Trump a imposé un rythme frénétique aux marchés financiers, redéfinissant les règles du jeu économique mondial par une approche transactionnelle à la fois nouvelle et imprévisible.

1. Le protectionnisme comme arme de négociation

Le leader du camp républicain est revenu avec une doctrine radicale : l'instauration de droits de douane universels, entre 10 % et 20 %, après avoir menacé la plupart de ses partenaires commerciaux de chiffres beaucoup plus élevés que cela. La brutalité de cette annonce le 2 avril dernier a provoqué un séisme sur les marchés boursiers, les opérateurs craignant un coup d'arrêt au commerce mondial et redoutant la perspective d'une récession. L'indice S&P500 enregistra ainsi une baisse de près de 15% en 3 jours suite à l'allocution solennelle du Liberation Day.

Fort heureusement, la robustesse de l'économie américaine, reflétée dans les données macro-économiques du printemps dernier, couplée aux bons résultats publiés globalement par les compagnies US et à la compréhension progressive au niveau des opérateurs du fonctionnement de la machine Trump (frapper fort, demander 145% de droits de douane réciproques pour finalement se contenter de 30% quelques semaines plus tard), tout cela aura permis aux marchés actions de se redresser rapidement et vigoureusement. Ainsi, au 30 juin, le S&P500 affichait une hausse de 5.50% YTD vs -15% au 8 avril.

Ce Liberation Day constitua également un séisme sur l'économie réelle, déclenchant une réorganisation stratégique majeure pour bon nombre d'entreprises, confrontées à l'urgence de maintenir leur compétitivité et d'éviter ces surcoûts. Les chaînes de production ont dû s'adapter, ainsi, de nombreuses entreprises européennes, notamment dans l'automobile et les machines-outils, ont accéléré leurs investissements au Mexique pour servir le marché américain.

En produisant au Mexique, elles bénéficient en effet de l'accord de libre-échange USMCA (ex-ALENA) institutionnels massivement, portant les actifs et contournent dès lors les tarifs douaniers punitifs numériques à des valorisations records.

Autre exemple d'adaptation : les entreprises manufacturières européennes déjà implantées aux États-Unis, comme les constructeurs automobiles allemands avec leurs usines en Caroline du Sud, ont été contraintes d'augmenter drastiquement la proportion de pièces et composants d'origine américaine pour que leurs produits finis soient considérés comme "Made in USA" et puissent échapper aux tarifs. Les flux logistiques mondiaux ont également été redessinés. Les ports mexicains et d'Asie du Sud-Est ont ainsi vu leur activité augmenter au détriment des routes traditionnelles reliant directement la Chine aux États-Unis. Enfin, en réaction à l'imprévisibilité du président américain, de nombreuses entreprises ont constitué des stocks tampons massifs de matières premières et de produits semi-finis, augmentant les coûts de stockage mais assurant une continuité d'approvisionnement en cas de nouvelle escalade tarifaire subite.

2. Dérégulation et baisses d'impôts

Pour les marchés boursiers américains, l'élection de Donald Trump a agi comme un dopant. En promettant une baisse de l'impôt sur les sociétés à 15 % et une simplification drastique des normes environnementales et financières, le président a contribué à propulser le S&P 500, déjà plutôt bien valorisé début 2025, vers des sommets historiques, ces mesures favorisant tout particulièrement les secteurs industriels, énergétiques et technologiques.



Reuters : <https://www.flickr.com/photos/whitehouse/46451130962>

3. Les crypto-monnaies : du statut de paria à celui de réserve

2025 a marqué l'institutionnalisation du Bitcoin sous l'impulsion de Washington. En affichant une volonté de faire des États-Unis la « capitale mondiale des crypto-actifs », l'administration Trump a favorisé une

clarté réglementaire qui a attiré les capitaux institutionnels massivement, portant les actifs numériques à des valorisations records.

	Q4 2025	YTD 2025	Close 31/12/25
DOW JONES	3.59%	12.97%	49 266.11
S&P 500	2.35%	16.39%	6 921.46
FTSE	5.19%	21.51%	10 118.71
EUROSTOXX 50	4.73%	18.29%	5 965.31
CAC 40	3.21%	10.42%	8 319.60
FTSE MIB	5.19%	31.47%	45 706.71
MSCI EM	10.08%	30.06%	1 452.70
CRUDE OIL	-7.94%	-19.94%	58.17
GOLD	31.62%	64.58%	4 488.30
EUR/USD			1.1650
EUR/CHF			0.9314
EUR/GBP			0.8667
EURIBOR 1M			1.960%

4. La pression sur la Réserve Fédérale

2025 aura été l'année d'un bras de fer inédit entre la Maison-Blanche et la Fed. En critiquant ouvertement l'indépendance de l'institution pour obtenir des baisses de taux plus rapides, Donald Trump a introduit une volatilité nouvelle sur les marchés, ballottant les opérateurs entre des craintes parfois contradictoires. Les investisseurs ont ainsi dû naviguer entre le constat d'une croissance dopée par la relance fiscale, les craintes inflationnistes liées à mise en place des tarifs, les craintes d'un fort ralentissement potentiel lié à ces mêmes tarifs et le risque d'un dérapage de la dette publique américaine.

5. Une diplomatie transactionnelle qui fragilise l'Europe

Trump s'est retiré des grands accords multilatéraux (comme les accords sur le climat de Paris) et a imposé une diplomatie du "deal" bilatéral. Or, l'UE est une puissance multilatérale par nature : Elle pèse dans les institutions internationales, elle négocie habituellement en bloc, elle dépend de règles communes. Quand Washington contourne les institutions, l'Europe perd son principal levier d'influence. La diplomatie transactionnelle pousse chaque pays à négocier seul avec les États-Unis. Cela fragilise l'unité européenne car certains États cherchent des accords bilatéraux avantageux tandis que d'autres veulent résister à Washington. En bref, les positions se fragmentent et l'UE apparaît moins cohérente et moins capable de répondre collectivement aux initiatives américaines. Trump a en outre remis à plat l'engagement américain envers l'OTAN et a conditionné la protection américaine à des contreparties financières ou politiques. Les Européens doivent dès lors augmenter en urgence leurs budgets militaires, l'incertitude stratégique augmente et la Russie profite (pour le moment) de la situation.



Plus largement, 2025 a marqué un basculement de l'ordre mondial où l'Europe semble avoir perdu de son influence, un ordre mondial où États-Unis, Chine et Russie imposent leurs agendas, un ordre mondial où les règles internationales sont remplacées par des rapports de force, avec une Europe un peu perdue, n'ayant plus de partenaire américain à 100% fiable, une Europe quelque peu marginalisée dans un monde où la puissance prime sur la norme.

En dépit de cette indéniable perte d'influence, force est de constater que les bourses européennes se sont néanmoins bien comportées en 2025, avec une hausse de 18,29% pour l'indice Eurostoxx 50, portée par les baisses de taux de la BCE et des publications de résultats globalement de bonne facture. C'est finalement un peu mieux que les 17% enregistrés par l'indice américain S&P500 (troisième année consécutive de gains supérieurs à 10% tout de même).

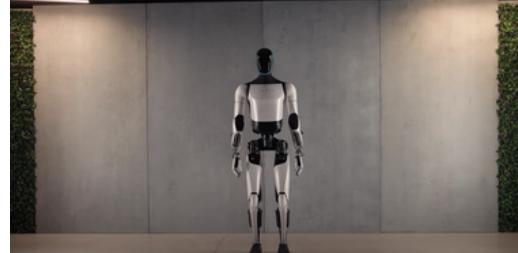
Cette hausse des marchés US n'est évidemment pas imputable à 100% à Donald Trump, même si les perspectives de baisses d'impôts, la dérégulation et les baisses de taux jouent beaucoup. L'autre fait majeur de l'année qui s'achève, pour les Etats-Unis, mais aussi pour le monde entier, aura été la très bonne performance du secteur technologique, porté par l'intégration massive de l'intelligence artificielle générative dans les logiciels d'entreprise et les services cloud. Le Nasdaq 100 progresse d'ailleurs de plus de 20% en 2025. Si 2023 et 2024 étaient les années de la découverte, 2025 a été celle des revenus concrets. Les géants du logiciel comme

Microsoft, Salesforce ou Adobe ont intégré avec succès des agents IA autonomes dans leurs offres. Ces outils ne se contentent plus de répondre à des questions, mais exécutent des tâches complexes de bout en bout, justifiant des hausses de prix d'abonnement puces à Nvidia via des serveurs Oracle. Certaines acceptées par les entreprises. Parallèlement, les entreprises sont en outre valorisées sur des revenus demandé en puissance de calcul n'a pas faibli et les virtuels plutôt que sur des modèles économiques Hyperscalers (Amazon AWS, Google Cloud, rentables. OpenAI, par exemple, pourrait accuser Microsoft Azure) ont investi plus de 250 milliards de dollars en 2025 dans des centres de données pour 2028. La concentration extrême (Nvidia tire 85 % de l'entraînement de modèles plus importants (tels que ses revenus de seulement six clients) rend Gemini 3 ou GPT-5). 2025 a également été une année de renouvellement du matériel. L'intégration ralentissement des commandes. Ceci étant posé, il de puces NPU (Neural Processing Unit) faut noter que, contrairement à la bulle internet de performantes dans les smartphones et les PC à 2000, les leaders actuels (Microsoft, Nvidia...) entraîné un cycle de remplacement massif. Apple, dégagent des flux de trésorerie massifs et une avec Apple Intelligence, a ainsi vu ses ventes croissance réelle de leurs bénéfices.

d'iPhone augmenter, les consommateurs

recherchant des fonctions d'IA locales, plus privées et rapides, sans passer par le cloud. Enfin, l'IA a calcul et en centres de données reste supérieure à dépassé le cadre des écrans l'an passé : Des découvertes majeures de nouveaux médicaments assistées par l'IA ont stimulé les segments de la biotechnologie, tandis que les premiers déploiements industriels de robots humanoïdes (Tesla Optimus, Figure) dans les usines américaines ont commencé à transformer la logistique, attirant d'importants flux de capitaux vers les capitalisations du secteur.

Pour résumer, l'IA est passée en 2025 du statut de gadget à celui de moteur structurel de l'économie mondiale. Mais une question se pose naturellement à ce stade, permettant de faire la transition vers les risques potentiels de cette année 2026. C'est la question de la valorisation. Y-a-t-il ou non une bulle de l'IA ?



<https://www.mrpaloma.com/public/web/2310-tesla-nuovo-robot-umanoide-optimus-gen.asp>

Le secteur est actuellement caractérisé par un paradoxe entre des dépenses massives et des bénéfices réels mais concentrés. Les dépenses en capital (CAPEX) des hyperscalers pour l'infrastructure IA devraient atteindre 527 milliards de dollars en 2026. C'est colossal et la capitalisation majeure de l'année qui s'achève, pour les Etats-Unis, mais aussi pour le monde entier, aura été la très bonne performance du secteur technologique, porté par l'intégration massive de l'intelligence artificielle générative dans les logiciels d'entreprise et les services cloud. Le Nasdaq 100 progresse d'ailleurs de plus de 20% en 2025. Si 2023 et 2024 étaient les années de la découverte, 2025 a été celle des revenus concrets. Les géants du logiciel comme

Microsoft, Salesforce ou Adobe ont intégré avec succès des agents IA autonomes dans leurs offres. Ces outils ne se contentent plus de répondre à des questions, mais exécutent des tâches complexes de bout en bout, justifiant des hausses de prix d'abonnement puces à Nvidia via des serveurs Oracle. Certaines acceptées par les entreprises. Parallèlement, les entreprises sont en outre valorisées sur des revenus demandé en puissance de calcul n'a pas faibli et les virtuels plutôt que sur des modèles économiques Hyperscalers (Amazon AWS, Google Cloud, rentables. OpenAI, par exemple, pourrait accuser Microsoft Azure) ont investi plus de 250 milliards de dollars en 2025 dans des centres de données pour 2028. La concentration extrême (Nvidia tire 85 % de l'entraînement de modèles plus importants (tels que ses revenus de seulement six clients) rend Gemini 3 ou GPT-5). 2025 a également été une année de renouvellement du matériel. L'intégration ralentissement des commandes. Ceci étant posé, il de puces NPU (Neural Processing Unit) faut noter que, contrairement à la bulle internet de performantes dans les smartphones et les PC à 2000, les leaders actuels (Microsoft, Nvidia...) entraîné un cycle de remplacement massif. Apple, dégagent des flux de trésorerie massifs et une avec Apple Intelligence, a ainsi vu ses ventes croissance réelle de leurs bénéfices.

d'iPhone augmenter, les consommateurs recherchant des fonctions d'IA locales, plus privées et rapides, sans passer par le cloud. Enfin, l'IA a calcul et en centres de données reste supérieure à dépassé le cadre des écrans l'an passé : Des découvertes majeures de nouveaux médicaments assistées par l'IA ont stimulé les segments de la biotechnologie, tandis que les premiers déploiements industriels de robots humanoïdes (Tesla Optimus, Figure) dans les usines américaines ont commencé à transformer la logistique, attirant d'importants flux de capitaux vers les petites capitalisations du secteur.

À ce stade, une correction sélective des valeurs les plus spéculatives est certainement plus probable qu'un effondrement total du secteur.

Autres facteurs de risque qui pourraient venir perturber l'optimisme des opérateurs (optimisme légitime si l'on considère le soutien probable apporté par les banques centrales en 2026 et la robustesse des bilans des entreprises) :

Le risque géopolitique, plus présent que jamais en ce début d'année, avec les grandes manœuvres militaires chinoises autour de Taïwan, les émeutes en Iran, la situation à Gaza, l'enlisement du conflit en Ukraine, avec un Poutine qui visiblement, fait tout pour sortir du processus de paix ardemment souhaité par Donald Trump et qui pourrait être tenté d'ici quelques mois de tester l'OTAN et son article 5 dans d'autres contrées (pays baltes ? Moldavie ?). Les Etats-Unis sont pour leur part sur tous les fronts ces jours-ci, venant d'approuver leur plus gros package d'armement pour Taïwan (11,1 milliards de dollars), accentuant leur pression sur la question du Groenland...Et la surprise de ce début d'année avec l'arrestation du président vénézuélien et la recherche de mise en place d'un régime plus favorable aux intérêts américains.

Le risque politique : Aux Etats-Unis, quelle sera la popularité du clan MAGA à l'approche des mid-terms ? L'affaire Epstein peut-elle impacter défavorablement le camp présidentiel ? En Europe, il conviendra de surveiller le couple franco-allemand. Le chancelier Merz est confronté à la montée de l'AFD qui rend les débats au sein de la coalition complexes, tandis que Paris reste engluée dans une situation d'instabilité gouvernementale qui empêche toute réforme, avec potentiellement une crise de la dette à l'horizon, la France devant emprunter 310 milliards d'euros en 2026. Un record.

Ce sont tous ces risques que nous allons scrupuleusement monitorer en 2026, toujours attentifs à la robustesse de nos portefeuilles en situation de choc. La diversification restera de rigueur et nous avons récemment introduit de nouveaux instruments décorrélants capables de bien se comporter en périodes un peu plus troublées.

Toute l'équipe de 2PM vous présente ces meilleurs vœux pour cette nouvelle année, qui s'annonce tout aussi passionnante et foisonnante que 2025 !

Christophe Carrafang



Macroéconomie

Indice des prix : Baisse bienvenue de l'inflation.

- De façon inattendue le taux d'inflation aux USA recule en cette fin d'année à +2.7% contre +3.1% précédemment. Plus remarquable, l'indice core est sur un niveau plus bas depuis 2021 à +2.6%. Du pain bénit pour justifier les baisses de taux de fin 2025 et celles à venir.
- En Zone Euro, l'inflation est très stable depuis plusieurs mois ; +2% en décembre. Avec des taux courts à 2% il faudrait que l'indice des prix baisse davantage pour avoir des taux directeurs plus bas dans les prochains mois.
- La Chine semble sortir de la déflation avec des taux d'inflation de +0.2% en octobre et +0.7% en novembre, si cela se poursuit, ce serait une excellente nouvelle pour l'économie asiatique dans son ensemble.

Marché de l'emploi : Pas de nouvelle détérioration.

- Aux USA la sortie des chiffres de créations d'emplois est toujours perturbée par le « shutdown » de la fin d'année. Toutefois, le marché de l'emploi marque le pas. Les créations d'emploi dans le secteur privé sont toujours dans le vert mais de peu.
- Le taux de chômage en Zone Euro reste très bas +6.4%, selon le dernier chiffre de fin septembre.

Activité manufacturière : Les mois se suivent et se ressemblent.

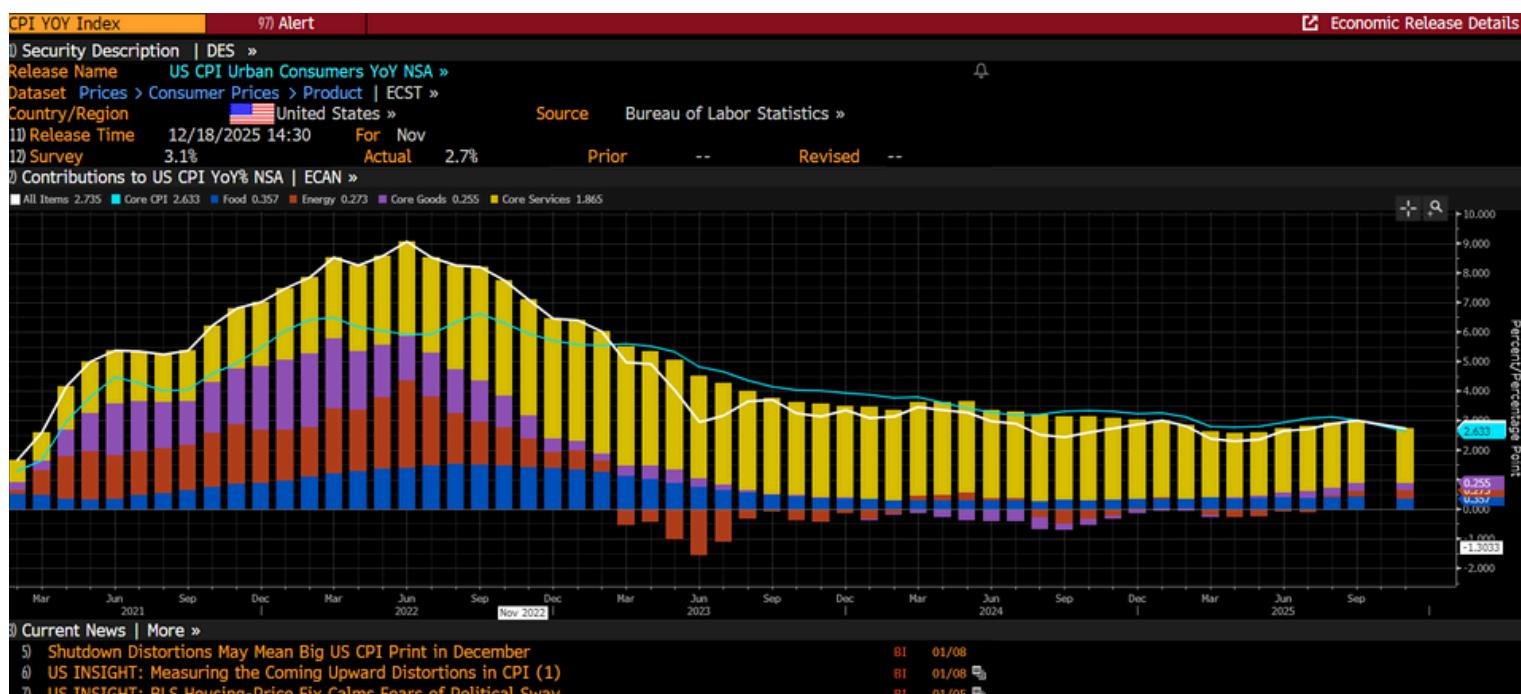
- En Zone Euro, l'indice est de nouveau en recul depuis octobre à 48.8. Seul l'indicateur français repasse en positif en décembre.
- En Chine les indicateurs sont sans tendance précise, proches de l'équilibre.
- Aux Etats-Unis, nous ne constatons aucune amélioration de l'activité manufacturière ces derniers mois, l'indicateur recule de 49.1 en septembre à 47.9 en décembre.

Activité des services : Plutôt robuste

- En Asie les ISM des services sont toujours sur des niveaux de croissance mais la tendance faiblit ; 51.6 au Japon, 52 en Chine et 58 en Inde.
- En Zone Euro, le dernier trimestre est plutôt bon avec des indicateurs entre 52 et 53.
- La situation aux USA s'améliore avec le dernier indicateur de l'année à 54.4 le meilleur de 2025, porté par un niveau élevé de futures commandes et un rebond de l'emploi

Damien Liegeois

Évolution des éléments contributeurs de l'inflation aux États-Unis





Grand Angle

Hausse des matières premières : stop ou encore ?

L'année 2025 a confirmé le retour en force des matières premières, avec des performances positives sur les métaux stratégiques, portées par des facteurs macroéconomiques, géopolitiques et structurels. Cette dynamique pose une question centrale pour 2026 : la hausse peut-elle se poursuivre ?

- L'or a affiché une progression notable en 2025, +64.6%, soutenu par une demande robuste – plusieurs banques centrales (Chine, Russie, Inde, Brésil) ont continué leurs achats – et par un environnement macroéconomique encore marqué par l'incertitude.
- L'argent a enregistré une performance explosive, +147.9%, bénéficiant à la fois de son rôle industriel (photovoltaïque, électronique) et d'achats spéculatifs d'investisseurs institutionnels.
- Le cuivre a poursuivi sa tendance haussière, +41.7%, porté par la demande liée à la transition énergétique (véhicules électriques, éolien, solaire) et au développement des infrastructures IA (data centers).
- Le bilan 2025 de l'uranium montre une hausse mesurée du prix de la matière première, +11.9%. La progression la plus marquée provient des valeurs liées au secteur, portées par un soutien accru du gouvernement américain et sa volonté de sécuriser les approvisionnements.

La poursuite de la hausse des matières premières, notamment l'or, l'argent, le cuivre et l'uranium, reste soutenue par plusieurs dynamiques structurelles. La diversification des réserves des banques centrales, qui alimentent un mouvement de dédollarisation, crée un socle durable pour l'or. Les tensions géopolitiques persistantes renforcent par ailleurs les primes de risque sur les métaux stratégiques et stimulent l'intérêt en tant que valeur refuge. À cela s'ajoutent la transition énergétique, qui entretient une demande robuste en cuivre et en uranium, ainsi qu'un environnement d'inflation durable qui continue de positionner les matières premières comme instruments de protection dans les allocations d'actifs. Impact aussi de la forte augmentation de la demande d'uranium pour alimenter la demande en électricité pour les data centers.

À l'inverse, plusieurs éléments pourraient entraîner une pause, voire une correction. Un ralentissement marqué de la croissance mondiale, notamment en Chine ou aux États-Unis, exercerait une pression directe sur la demande industrielle. Le maintien de politiques monétaires restrictives pourrait également réduire l'attrait des métaux précieux, dont l'or et l'argent. Enfin, la reconstitution progressive de l'offre minière et un apaisement des tensions géopolitiques diminueraient les tensions actuelles sur les cours et contribueraient à une normalisation des prix.

Les moteurs structurels demeurent puissants : transition énergétique, achats des banques centrales, tensions géopolitiques, etc ... La tendance haussière pourrait donc se prolonger en 2026, mais avec une volatilité plus forte compte tenu des fortes performances affichées en 2025 et d'un contexte géopolitique qui évolue rapidement. Nous maintenons dans nos allocations une place stratégique à cette thématique.

Damien Beasse

Special Topic

Bilan 2025 et projection sur 2026

Comme fréquemment, les prédictions pour 2025 ont réservé leur lot de surprises. A commencer par une inflation sous contrôle sous les +3%, un toutefois, la bonne nouvelle est la probable sortie de la croissance de la Zone Euro qui avait été vue dollar faible, des réductions d'impôts et une de la déflation du pays, avec un indice des prix à trop belle par les stratégistes ; ils avaient réservé fédérale qui va poursuivre ses baisses de +0.7% sur les deux derniers mois de l'année. notamment parié sur un rebond de l'économie taux, les plus optimistes pourraient bien avoir raison une fois de plus. (-0.5%). Le rebond a été bien plus faible qu'anticipé à +0.2% ; l'activité manufacturière restant déprimée.

A contrario, la croissance américaine devait soit souffrir des tarifs douaniers, de taux d'intérêts trop élevés et d'une inflation persistante. Or, même s'il l'objectifs de la BCE à +1.8%. Une nouvelle fois va probablement y avoir un effet négatif d'un long pas d'emballement sur l'Europe où les lourdeurs « shutdown » (impact de -0.2/0.3% sur la croissance du quatrième trimestre), la progression et européen) ne permettent pas de libérer du PIB en 2025 devrait être de +2/2.25% avec un taux/inflation très troisième trimestre particulièrement favorable à favorable. +4.3%.

On n'est certes pas au niveau de la croissance potentielle du pays, mais même si les craintes par le gouvernement chinois de +5% ne devraient être réelles, elles ne se sont pas matérialisées. Comme pour 2025, l'objectif de croissance fixé

Pour 2026, les prévisionnistes sont assez divisés et les estimations de croissance du PIB américain varient entre +1.7% et +2.4%. Cependant, avec

stratégistes, avec toujours une croissance stable mais atone autour de ce que l'on a connu en 2025

Pour cette année, la Zone Euro divise moins les stratégistes, avec toujours une croissance stable mais atone autour de ce que l'on a connu en 2025

La croissance 2026, selon le FMI, ne devrait être que de +4.2%.

Toutefois, la bonne nouvelle est la probable sortie de la déflation du pays, avec un indice des prix à +0.7% sur les deux derniers mois de l'année. Si cette tendance devait se poursuivre elle constituerait un argument solide pour une bonne surprise par rapport au consensus.

En conclusion, et d'un point de vue strictement macroéconomique, l'économie mondiale début 2026 connaît une convergence tout à fait intéressante avec des politiques monétaires et budgétaires favorables. Les banquiers centraux, rassurés par l'inflation, vont poursuivre les baisses de taux et les gouvernements dans leur ensemble ont des projets de politiques budgétaires expansionnistes avec des programmes d'investissements dans les infrastructures et dans le secteur de la défense. Un scénario rêvé à condition que l'inflation ne reparte pas trop vite et que les événements géopolitiques, à l'instar de 2025, ne viennent pas perturber cet équilibre.

Damien Liegeois

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 9 octobre 2025. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.