



TELOMERE | Capital

Point sur les Marchés

Retour sur 2025

Janvier 2026



Éditorial

Nous venons de boucler l'une des années les plus résilientes de ces dernières décennies. Les actions mondiales ont atteint des records, les actifs risqués ont fortement progressé et l'économie s'est révélée bien plus résiliente que ce que beaucoup anticipaient. Toutefois, à l'approche de 2026, le tableau devient plus nuancé.

La bonne nouvelle, c'est que les vents porteurs qui ont soutenu 2025 ne disparaissent pas du jour au lendemain. Les investissements liés à l'IA continuent d'influencer l'allocation de capital des entreprises, le soutien budgétaire reste stable et les craintes d'inflation ont nettement diminué.

Cependant, le narratif du « everything rally » masque certaines vérités inconfortables qui exigeront de plus en plus notre attention. Le déficit budgétaire américain se creuse, l'Europe est prise dans une paralysie politique, et les banques centrales du monde entier baissent les taux dans ce qui ressemble à une spirale d'endettement. Parallèlement, la hausse du prix de l'or et d'autres actifs réels suggère que les investisseurs les plus sophistiqués se couvrent contre la dépréciation monétaire.

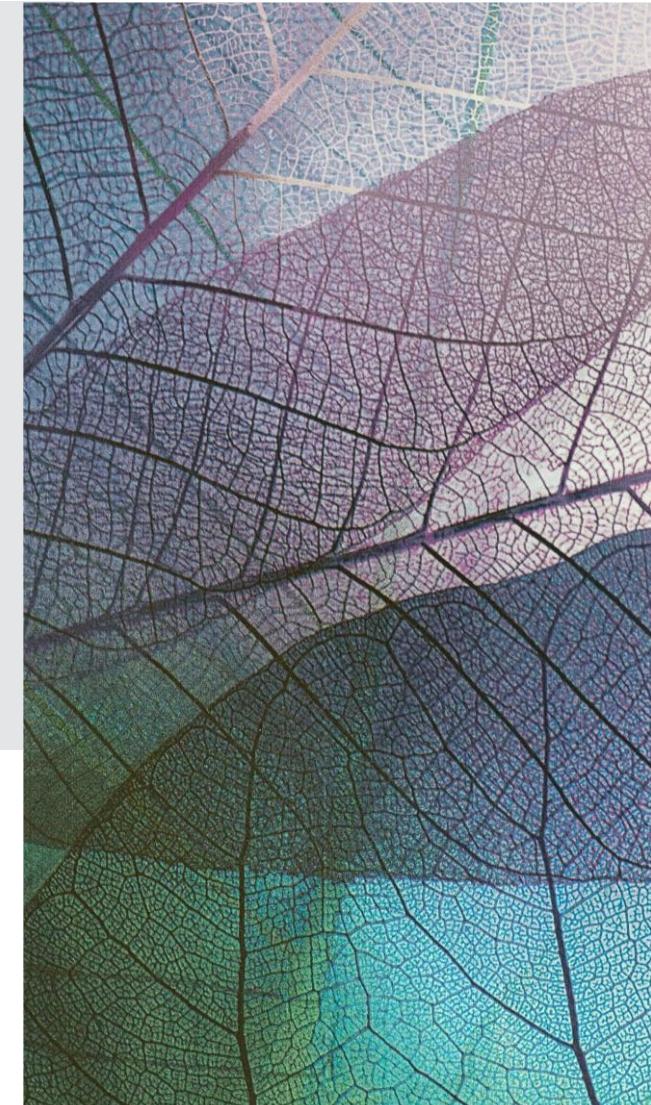
Nous vous souhaitons une lecture agréable et instructive.



Joan Bürgy
Investment Specialist



Jérôme Tobler, CIIA
Partner & Senior Financial Advisor



Marchés Globaux

Global	Last	YTD	MTD
MSCI World	4,430.4	21.6%	0.8%
MSCI ACWI	1,014.6	22.9%	1.1%
MSCI Emerging Markets	1,404.4	34.3%	3.0%
United States			
Dow Jones Industrial	48,063.3	14.9%	0.9%
S&P 500	6,845.5	17.9%	0.1%
NASDAQ 100	25,249.9	21.0%	-0.7%
Russell 2000	2,481.9	12.8%	-0.6%
Europe			
Euro STOXX 600	592.2	20.7%	2.8%
Euro STOXX 50	5,791.4	22.1%	2.3%
DAX	24,490.4	23.0%	2.7%
CAC 40	8,149.5	14.3%	0.5%
FTSE 100	9,931.4	25.7%	2.3%
Swiss Market Index (SMI)	13,267.5	18.0%	3.4%
Sectors (US)			
Communication Services		32.8%	-0.5%
Consumer Discretionary		6.1%	0.3%
Consumer Staples		4.1%	-1.5%
Energy		8.1%	0.0%
Financials		15.0%	3.1%
Health Care		15.4%	-1.6%
Industrials		23.5%	1.4%
Materials		12.7%	2.2%
Real Estate		3.9%	-2.2%
Technology		22.6%	-0.4%
Utilities		14.8%	-5.2%

Commodities & Metals	Last	YTD	MTD
Gold (XAU)	4,319.4	64.6%	1.9%
Silver (XAG)	71.7	148.0%	26.8%
Copper	568.2	41.1%	9.6%
Currencies (USD)			
EUR	1.17	13.4%	1.3%
CHF	0.79	12.7%	1.4%
JPY	156.7	0.3%	-0.3%
BTC	87,648	-6.5%	-3.6%
Fixed Income			
US Treasury	2,435	6.3%	-0.3%
EUR Treasury	247	0.6%	-0.6%
Global Aggregate	501	8.2%	0.3%
US Corporate	3,545	7.8%	-0.2%
Global EM USD	1,387	11.1%	0.4%
Global High Yield	1,862	12.1%	1.0%
Interest Rates (US)		Last month	End 2024
3 Months		3.63%	3.80%
12 Months		3.47%	3.59%
5 Year		3.73%	3.60%
10 Year		4.17%	4.01%
Price / Earnings Ratios		End 2024	End 2023
S&P 500	27.34	26.50	22.76
Euro STOXX 50	17.50	14.36	12.86
Swiss Market Index (SMI)	19.52	19.01	17.60
Data at close of 31/12/2025			

Indicateurs Macroéconomiques

Central Banks Targets Rates	Last	Q4 2025	Q3 2025	Q2 2025	Inflation (CPI - YoY)	Last	Q4 2025	Q3 2025	Q2 2025
United States	3.75%	3.75%	4.25%	4.50%	United States	2.70%	N/A	3.00%	2.70%
Eurozone	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	Eurozone	2.10%	N/A	2.20%	2.00%
Switzerland	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	Switzerland	0.00%	N/A	0.20%	0.10%
United Kingdom	3.75%	3.75%	4.00%	4.25%	United Kingdom	3.20%	N/A	3.80%	3.60%
Canada	2.25%	2.25%	2.50%	2.75%	Canada	2.20%	N/A	2.40%	1.90%
Japan	0.75%	0.75%	0.50%	0.50%	Japan	2.90%	N/A	2.90%	3.30%
China (3M SHIBOR)	1.60%	1.60%	1.58%	1.63%	China	0.70%	N/A	-0.30%	0.10%
Unemployment	Last	Q4 2025	Q3 2025	Q2 2025	Gross Domestic Product (YoY)	Last	Q4 2025	Q3 2025	Q2 2025
United States	4.60%	N/A	4.40%	4.10%	United States	2.30%	N/A	2.30%	2.10%
Eurozone	6.40%	N/A	6.40%	6.40%	Eurozone	1.60%	N/A	1.60%	1.40%
Switzerland	3.00%	N/A	3.00%	2.90%	Switzerland	0.50%	N/A	0.50%	1.30%
Canada	6.50%	N/A	7.10%	6.90%	Canada	0.40%	N/A	1.10%	1.00%
Japan	2.60%	N/A	2.60%	2.50%	Japan	4.10%	N/A	4.10%	5.30%
China	5.10%	N/A	5.20%	5.00%	China	4.80%	N/A	4.80%	5.20%
					India (Real GDP)	8.23%	N/A	8.23%	7.81%
Producer Price Index (PPI - YoY)	Last	Q4 2025	Q3 2025	Q2 2025	Purchasing Managers' Index	Last	Q4 2025	Q3 2025	Q2 2025
United States	2.70%	N/A	2.70%	2.40%	United States	47.9	47.9	49.1	49
European Union	0.50%	N/A	0.80%	0.10%	Eurozone	51.5	51.5	51.2	50.6
Switzerland	-1.60%	N/A	-1.80%	-0.70%	Switzerland	45.8	45.8	46.3	49.6
Canada	6.10%	N/A	5.25%	1.33%	Canada	48.6	48.6	47.7	45.6
Japan	2.70%	N/A	2.80%	2.80%	Japan	50	50	48.6	50.1
China	-2.20%	N/A	-2.30%	-3.60%	China	50.1	50.1	49.8	49.7
India	-0.32%	N/A	0.19%	-0.19%	India	55	55	57.7	58.4
Core Inflation (Core CPI - YoY)	Last	Q4 2025	Q3 2025	Q2 2025	Consumer Spending (PCE - YoY)	Last	Q4 2025	Q3 2025	Q2 2025
United States	2.60%	N/A	3.00%	2.90%	United States	2.83%	N/A	2.83%	2.81%
Eurozone	2.40%	N/A	2.40%	2.30%					
Switzerland	0.40%	N/A	0.70%	0.60%					
Canada	2.40%	N/A	2.40%	2.60%					
Japan	1.60%	N/A	1.30%	1.60%					

Data as of 06/01/2026

N/A: Not yet reported or Public Holiday

Bilan annuel 2025



- Malgré un premier choc sur le sentiment et des données conjoncturelles plus faibles dans le sillage des incertitudes liées aux droits de douane, l'activité économique est restée résiliente dans la plupart des régions du monde, principalement portée par un secteur des services robuste.
- Les actions mondiales ont progressé de plus de 20%, clôturant l'année sur un plus-haut historique et enregistrant une troisième année consécutive de gains à deux chiffres. Cet optimisme a été principalement alimenté par la poursuite des investissements massifs dans l'intelligence artificielle, une croissance économique et des bénéfices d'entreprises résilients, des accords commerciaux, ainsi que l'assouplissement monétaire de la plupart des banques centrales.
- L'assouplissement a repris à la Fed, tandis que les politiques monétaires ont divergé au niveau mondial. Après avoir maintenu ses taux inchangés durant le premier semestre, la Fed a repris ses baisses avec trois réductions de 25bps au second semestre. Dans le même temps, la BCE et la BoE se sont rapprochées de niveaux plus neutres, tandis que la normalisation de la BoJ a propulsé les rendements des JGB à des plus hauts de plusieurs décennies.
- Les États-Unis ont relevé les droits de douane à des niveaux inédits depuis les années 1930, alimentant les inquiétudes commerciales en début d'année. Même si un pic immédiat d'inflation provoqué par les tarifs ne s'est pas matérialisé, l'incertitude budgétaire a contribué à la volatilité sur la partie longue de la courbe des taux et a renforcé la sensibilité à la prime de terme, soutenant une pentification des courbes sur les principaux marchés.
- L'UE a approuvé d'importants budgets de dépenses de défense (1.5% du PIB), et l'Allemagne a assoupli ses règles budgétaires afin d'investir dans les infrastructures. Le Japon a adopté une politique pro-assouplissement avec le plus grand plan de dépenses depuis la pandémie. Par ailleurs, les nouvelles politiques chinoises se sont concentrées sur des réformes côté offre et sur l'élargissement de la consommation vers les services.

La dynamique économique paraît soutenable

À l'orée de 2026, l'économie mondiale affiche une résilience remarquable, portée par trois vents favorables puissants qui se sont révélés particulièrement durables.

Premièrement, l'investissement dans l'intelligence artificielle devient le moteur déterminant de la croissance économique, représentant environ 37% de la croissance du PIB américain en 2025. Il faut y voir l'équivalent moderne des grands cycles d'infrastructures du passé. Les entreprises investissent des montants sans précédent dans les data centers et les infrastructures d'IA. Les cinq plus grandes sociétés technologiques devraient à elles seules investir 600 milliards de dollars par an dans les prochaines années.

Deuxièmement, la relance budgétaire issue des baisses d'impôts et des conditions financières favorables continue de soutenir la croissance. En décembre, la Fed a abaissé ses taux de 25 points de base, et les marchés anticipent de nouvelles réductions sur 2026. Les taux réels s'allègent, ce qui desserre les contraintes

pesant sur les dépenses des ménages et des entreprises.

Troisièmement, bien qu'initialement préoccupante, l'histoire d'une inflation alimentée par les droits de douane semble se modérer plus rapidement que prévu. Même si les tarifs ont ajouté environ 0.4 point de pourcentage à l'inflation « core » en 2025, les signes se multiplient en faveur d'exemptions négociées et de renégociations qui devraient éviter des dommages supplémentaires d'ici le milieu de l'année.

Dans l'ensemble, l'économie semble en mesure de viser une croissance durable autour de 2% sans le surplomb inflationniste redouté. Toutefois, si l'un de ces trois facteurs venait à changer de trajectoire, les perspectives pourraient rapidement se détériorer.

Investissement dans l'IA

37% de la croissance du PIB américain

Relance budgétaire et baisses de taux aux États-Unis

Modération de l'inflation (tarifaire)

Le déficit budgétaire est inhabituellement élevé

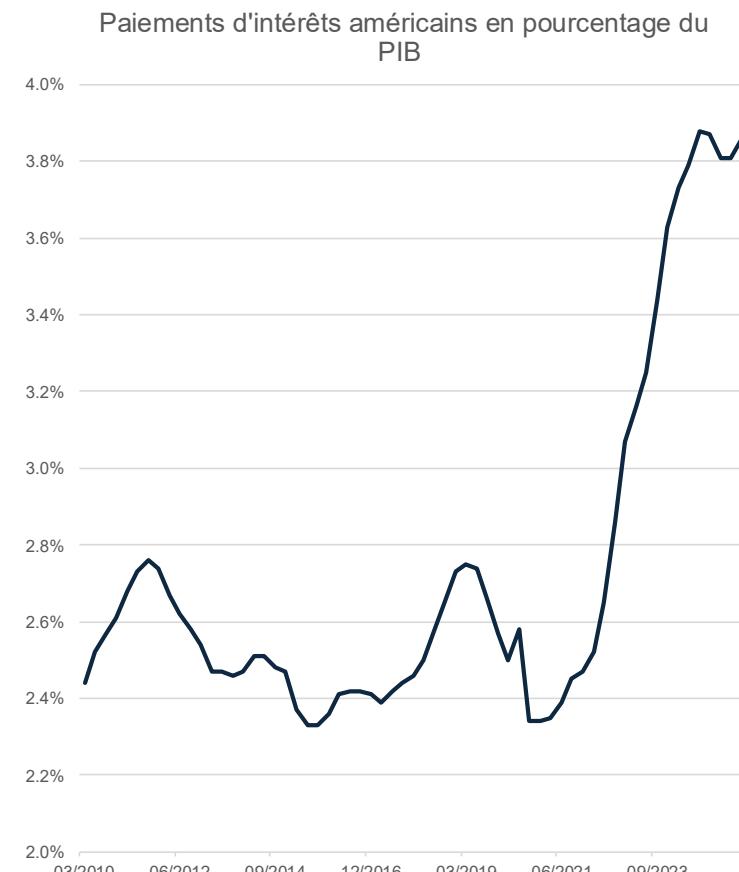
Le remède monétaire qui fonctionne aujourd’hui masque une complication budgétaire plus profonde qui exigera une attention croissante de la part des investisseurs.

Le déficit budgétaire américain est inhabituellement élevé au regard de la vigueur de l'économie, à 5.2% du PIB en 2025 malgré une croissance nominale modeste. Le ratio dette/PIB se rapproche de 120%, à proximité de ses plus hauts niveaux d'après-guerre.

Et c'est là que la situation devient sérieuse : les paiements nets d'intérêts sur cette dette dépassent 970 milliards de dollars par an, ce qui en fait le troisième poste budgétaire fédéral après la Sécurité sociale et Medicare. Des taux réels plus élevés, qui persistent même alors que la Fed baisse ses taux, rendent la trajectoire de la dette de plus en plus pentue, quelles que soient les hypothèses de croissance nominale.

Le défi budgétaire ne se limite pas aux États-Unis. L'Europe présente un tableau encore plus fragmenté. La France, par exemple, se trouve dans une impasse politique qui rend une réforme budgétaire significative presque impossible. Le pays a connu cinq Premiers ministres en moins de deux ans, et les parlementaires sont dans une impasse sur la manière de traiter un fardeau de dette dépassant 114% du PIB.

Le timing est critique. Même s'il est impossible d'identifier précisément le moment où les inquiétudes budgétaires atteindront leur point culminant, le terrain est préparé pour une surveillance accrue de la part des investisseurs. Notre scénario central suppose que les décideurs finiront par agir, mais la fenêtre permettant une réforme graduelle et politiquement acceptable se rétrécit. Lorsque les marchés se concentreront sur ces déséquilibres, la volatilité pourrait s'envoler sur la dette souveraine périphérique.



Source: Bloomberg

Les déficits augmentent. L'or brille.

Alors que les actions monopolisent les gros titres, un signal plus discret mais tout aussi puissant clignote sur le marché des matières premières. L'or et les actifs réels ont affiché des performances remarquables en 2025.

Lorsque de grandes économies enregistrent des déficits de 6 - 7% du PIB en temps de paix et que les banques centrales baissent les taux simultanément, le portefeuille traditionnel 60/40 fait face à un défi particulier. Les obligations d'État pourraient ne plus être l'actif défensif fiable qu'elles étaient autrefois. Dans cet environnement, les actifs réels, en particulier l'or, prennent de plus en plus le relais pour remplir ce rôle.

La thèse d'investissement pour 2026 repose sur une prime de « debasement » que les investisseurs institutionnels commencent à intégrer. À mesure que le fardeau de la dette américaine augmente et que les coûts d'intérêts se composent, le

marché anticipe que les décideurs laisseront l'inflation remonter légèrement ou maintiendront artificiellement des taux réels bas. Historiquement, ce scénario favorise les actifs tangibles.

Cela se reflète dans le comportement des banques centrales. Les autorités monétaires, en particulier dans le « Global South », ont poursuivi leurs achats d'or records jusqu'à fin 2025. Elles diversifient activement leurs réserves en s'éloignant des obligations du Trésor américain, et cette tendance ne montre aucun signe d'essoufflement.



Source: Bloomberg

Un contexte favorable pour les actions émergentes

Le mois de décembre a couronné une année remarquable pour les actions des marchés émergents. L'indice MSCI EM a progressé d'environ 27% en 2025, surperformant les marchés développés.

Fait encourageant, ce rally n'était pas principalement construit sur une dynamique des bénéfices (les EPS consensus étaient en réalité stables à mi-2025). La surperformance a plutôt été portée par une revalorisation des multiples, des vents favorables sur les devises liés à la faiblesse du dollar, et une reconnaissance réelle de l'amélioration des fondamentaux budgétaires et de gouvernance sur plusieurs marchés clés.

En regardant vers 2026, les perspectives sont encore plus prometteuses. Sur la base d'un P/E forward à un an, les actions émergentes se négocient avec une décote d'environ 40% par rapport aux actions américaines et en dessous de la moyenne de long terme. Les valeurs technologiques américaines se traitent à 31x

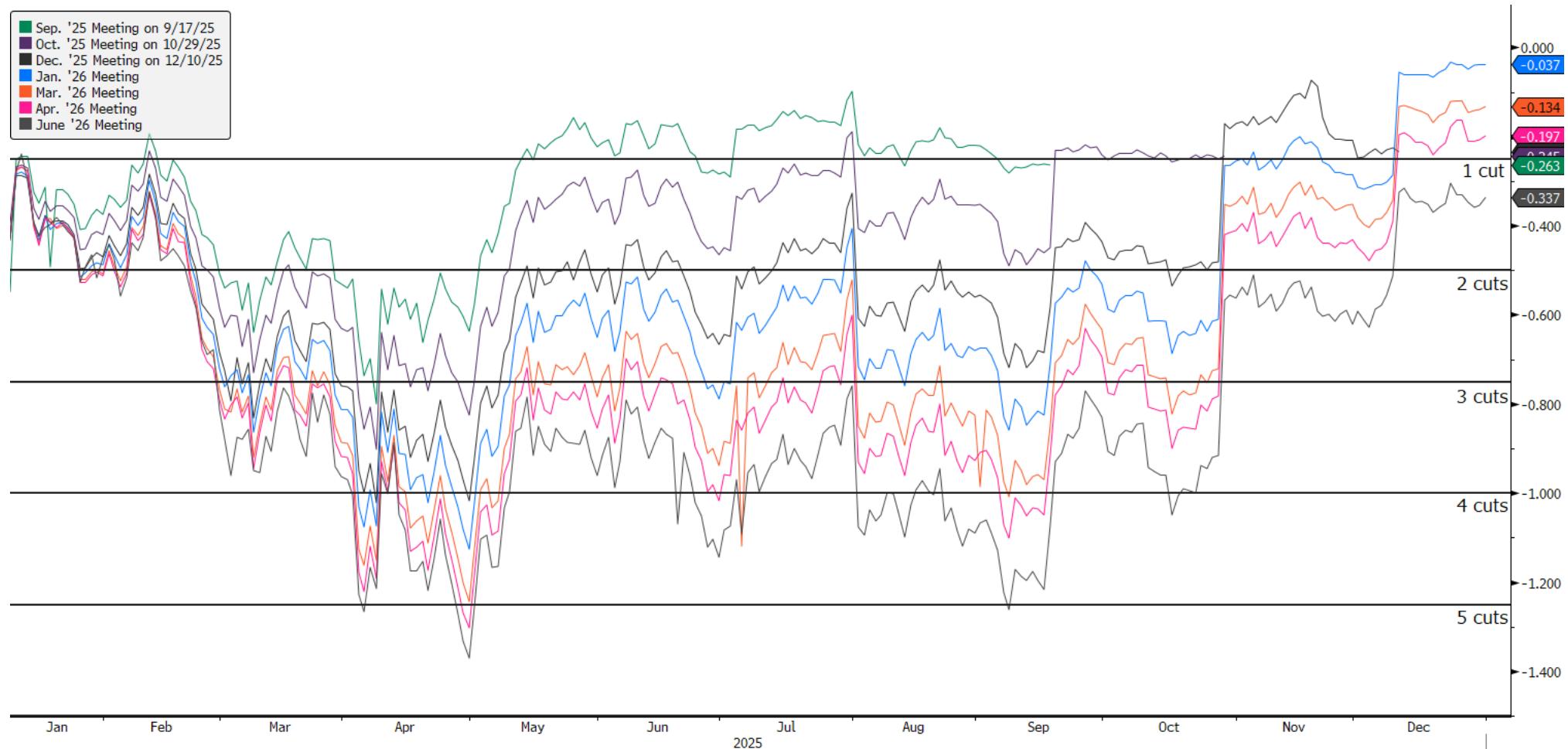
les bénéfices forward, tandis que leurs équivalents émergents dans le même secteur ne se traitent qu'à 18x, alors même qu'ils affichent de meilleures prévisions de croissance des bénéfices pour les trois prochaines années.

Le contexte de change reste également favorable. Un dollar américain plus faible, susceptible de perdurer à mesure que la Fed réduit ses taux tout au long de 2026, rend les actifs émergents plus attractifs à l'échelle mondiale. Combiné à la baisse des prix du pétrole et à l'environnement de désinflation, les marchés émergents bénéficient d'un vent arrière.



Anticipations sur les taux courts

Après une troisième baisse consécutive de 25bps du taux directeur, à 3.50%-3,75%, la Fed a évité de s'engager sur un guidage précis pour la suite, tandis que les projections du dot plot continuaient de suggérer une baisse de taux supplémentaire en 2026, avec une forte dispersion des avis parmi les membres du FOMC.



Copyright © 2026 Bloomberg Finance L.P.

Principaux thèmes d'investissement

- L'incertitude sur les taux d'intérêt et les pics de volatilité qui peuvent accompagner des publications décevantes sur les marchés, en plus de valorisations élevées, renforcent notre conviction que **la diversification est une stratégie essentielle**, d'autant plus importante que les incertitudes géopolitiques persistent, que ce soit en mer Rouge, au Moyen-Orient, en Ukraine ou à Taïwan.
- L'objectif d'inflation pourrait bien devenir le plancher de ce nouveau cycle économique, l'inflation de base devant rester supérieure à l'objectif de 2% d'ici à la fin de 2025, mais sa trajectoire reste très incertaine car elle pourrait être ravivée par la guerre tarifaire en cours.
- Nous recommandons de se concentrer sur les **titres de qualité** présentant des bilans solides et une vision à long terme.
- **Du côté des revenus fixes**, les obligations d'entreprise sont confrontées à des coûts d'intérêt plus élevés dans l'ensemble, et potentiellement à des difficultés de refinancement dans le segment à haut rendement. À ce stade du cycle, **nous préférons les entreprises mieux notées** aux émetteurs à haut rendement.
- Dans l'environnement actuel des taux d'intérêt et dans le cadre de la dynamique politique plus large des banques centrales des marchés développés, notre approche reste centrée sur les stratégies de portage via les obligations. Nous maintenons donc **une sous-pondération de la classe alternative**, capitalisant sur la stabilité et les rendements prévisibles offerts par les instruments obligataires. Cependant, nous restons attentifs aux opportunités offertes par les investissements alternatifs, avec leur potentiel de rendements décorrélés des marchés traditionnels.



Allocation d'actifs

	Underweight	Neutral	Overweight
Asset classes		Cash	
			Fixed Income
		Equities	
	Alternative		
Fixed Income			Investment Grade
		High Yield	
		Sovereign	
	Inflation Linked		
		Emerging Markets	
Equities		Switzerland	
		United States	
			Eurozone
	United Kingdom		
	China		
	Japan		
	Emerging Markets		
Sectors		Information Technology	
		Healthcare	
		Financials	
		Consumer Discretionary	
		Industrials	
		Consumer Staples	
		Communication Services	
		Energy	
		Materials	
		Utilities	
	Real Estate		

Allocation aux titres à revenu fixe

Notre sélection se concentre sur les émetteurs de la plus haute qualité offrant des rendements ajustés au risque attrayants.

Actions

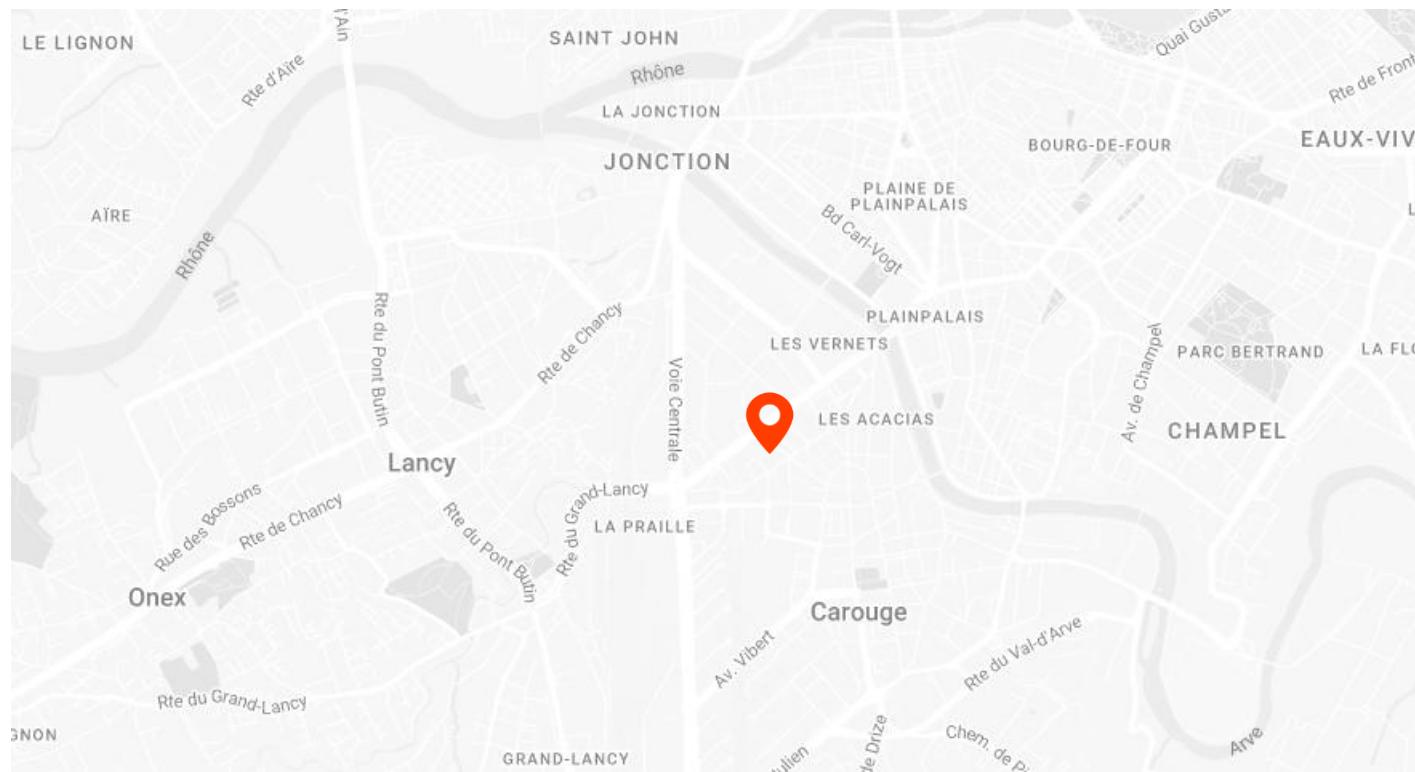
Les différents scénarios nous conduisent à une approche plus neutre des actions, où la diversification sectorielle et régionale est plus importante que jamais. Nous gardons une position plus neutre sur les Etats-Unis suite aux turbulences provoquées par la nouvelle administration.

Investissements alternatifs

Dans le contexte actuel des taux d'intérêt, notre approche reste axée sur les stratégies de portage par le biais d'obligations. Nous maintenons donc une sous-pondération des investissements alternatifs, en capitalisant sur la stabilité et les rendements prévisibles offerts par les instruments obligataires. Néanmoins, nous restons attentifs aux opportunités offertes par les actifs alternatifs, compte tenu de leur potentiel de rendement décorrélé des marchés traditionnels.

Contact

UNE APPROCHE DIFFÉRENTE DE LA GESTION DE PATRIMOINE



Wealth Management
Family Office
Wealth Planning



Route des Acacias 54
1227 Carouge
Geneva, Switzerland
+41 22 318 58 80

Mentions légales

Cette publication constitue du matériel de marketing et n'est pas le résultat d'une recherche financière indépendante. Par conséquent, les exigences légales concernant l'indépendance de la recherche financière ne s'appliquent pas. Les informations et les opinions exprimées dans cette publication ont été produites par Telomere Capital SA à la date de rédaction et peuvent être modifiées sans préavis. Cette publication est destinée à des fins d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une invitation par, ou au nom de, Telomere Capital à faire des investissements. Les opinions et commentaires des auteurs reflètent leur point de vue actuel, mais pas nécessairement celui d'autres entités ou de toute autre tierce partie. Les services et/ou produits mentionnés dans cette publication peuvent ne pas convenir à tous les destinataires et ne pas être disponibles dans tous les pays. Les clients de Telomere Capital sont priés de prendre contact avec l'entité locale de Telomere Capital afin d'être informés des services et/ou produits disponibles dans le pays concerné. Cette publication a été préparée sans tenir compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un investisseur particulier. Avant de s'engager dans une quelconque transaction, les investisseurs doivent s'interroger sur l'adéquation de la transaction à leur situation et à leurs objectifs personnels. Toute décision d'investissement, de négociation ou autre ne doit être prise par le client qu'après une lecture approfondie de la fiche produit, de l'accord de souscription, de la note d'information, du prospectus ou de tout autre document d'offre relatif à l'émission de titres ou d'autres instruments financiers. Rien dans cette publication ne constitue un conseil d'investissement, juridique, comptable ou fiscal, ni une déclaration selon laquelle un investissement ou une stratégie est adapté ou approprié à des circonstances particulières, ni ne constitue une recommandation personnelle pour un investisseur spécifique. Telomere Capital recommande aux investisseurs d'évaluer de manière indépendante, avec un conseiller professionnel, les risques financiers spécifiques ainsi que les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les prévisions de performance ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. L'investisseur peut ne pas récupérer le montant investi. Bien que les informations et les données contenues dans le présent document proviennent de sources considérées comme fiables, aucune déclaration n'est faite quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité de ces informations. Telomere Capital SA, ses filiales et sociétés affiliées n'acceptent aucune responsabilité pour toute perte résultant de l'utilisation de cette publication. Cette publication ne peut être distribuée que dans les pays où sa distribution est légalement autorisée. Ces informations ne sont pas destinées à des personnes relevant d'une juridiction où (en raison de la nationalité, de la résidence ou autre de ces personnes) de telles publications sont interdites. Ce document peut contenir des informations obtenues auprès de tiers, y compris des notations d'agences de notation telles que Standard & Poor's, Moody's, Fitch et d'autres agences de notation similaires. La reproduction et la distribution du contenu de tiers sous quelque forme que ce soit sont interdites, sauf autorisation écrite préalable du tiers concerné. Les fournisseurs de contenu tiers ne garantissent pas l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualité ou la disponibilité de toute information, y compris les notations, et ne sont pas responsables des erreurs ou omissions (par négligence ou autre), quelle qu'en soit la cause, ni des résultats obtenus par l'utilisation de ce contenu. Les fournisseurs de contenu tiers ne donnent aucune garantie expresse ou implicite, y compris, mais sans s'y limiter, toute garantie de qualité marchande ou d'adéquation à un usage ou un but particulier. Les fournisseurs de contenu tiers ne sont pas responsables des dommages directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, spéciaux ou consécutifs, des coûts, des dépenses, des frais de justice ou des pertes (y compris les pertes de revenus ou de bénéfices et les coûts d'opportunité) liés à l'utilisation de leur contenu, y compris les notations. Les notations de crédit sont des déclarations d'opinion et non des déclarations de fait ou des recommandations d'achat, de détention ou de vente de titres. Elles ne traitent pas de la valeur de marché des titres ou de l'adéquation des titres à des fins d'investissement, et ne doivent pas être considérées comme des conseils en matière d'investissement.