



GENERALI
INVESTMENTS

COMMUNICATION À DESTINATION
DES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS EN FRANCE

THÈMES D'INVESTISSEMENT POUR 2026

Notre feuille de route pour le nouveau
paysage de l'investissement

Your Partner for Progress.



INTRODUCTION

En 2025, l'économie mondiale est restée stable, malgré les vents contraires liés aux droits de douane américains imposés à l'occasion du « *Liberation Day* », les inquiétudes concernant la domination budgétaire et la capacité de la Réserve fédérale à maintenir son indépendance. La plupart des banques centrales ont normalisé leur politique monétaire, tandis que le boom des investissements dans l'intelligence artificielle a contribué à soutenir la croissance.

- Les marchés feront-ils preuve de la même résilience en 2026 ?
- Quel sera l'héritage des guerres commerciales perturbatrices ?
- Comment l'expansion budgétaire et la révolution de l'IA vont-elles affecter l'investissement et l'innovation ?
- Quel rôle joueront les actifs réels et les marchés privés ?

Pour répondre à ces questions et à bien d'autres, les sociétés de gestion d'actifs affiliées à Generali Investments*, spécialisées dans ces différents domaines, partagent leur point de vue sur les risques et les opportunités pour l'année à venir.

SOMMAIRE

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 3

STRATEGIES LIQUIDES

Obligations	5
Actions	9
Multi Actifs	13
Stratégies Alternatives	14

DETTE PRIVÉE ET ACTIFS RÉELS

Dettes Privées	15
Immobilier	18
Infrastructure	20

VUE D'ENSEMBLE



THOMAS HEMPELL

Head of Macro
& Market Research,
Generali Asset Management

L'équipe de recherche macroéconomique et de marchés de Generali Asset Management présente les grands thèmes suivis pour 2026

Malgré les turbulences liées au « jour de la libération » aux États-Unis et aux tensions sur le crédit privé au quatrième trimestre, l'année 2025 s'est avérée positive pour la performance des actifs financiers. L'économie mondiale continuera-t-elle à faire preuve de résilience en 2026, face à une fragmentation accrue ? L'évolution de l'inflation nous préoccupe également, en particulier aux États-Unis où l'impact des droits de douane reste incertain. La domination budgétaire et l'indépendance de la Fed seront déterminantes pour les obligations et les devises. Notre dernier thème concerne l'IA et les cycles de crédit : en marche ou à l'arrêt ?

Un commerce et un ordre mondial fragmentés

Les risques extrêmes liés au « jour de la libération » se sont atténués et le commerce mondial pourrait prolonger sa capacité de résilience. La trêve d'un an entre les États-Unis et la Chine jusqu'en novembre 2026 a contribué à apaiser les incertitudes commerciales pour l'instant, parallèlement à d'autres accords commerciaux bilatéraux conclus par les États-Unis. Mais ces accords restent fragiles et la hausse des droits de douane américains à leur plus haut niveau depuis près de 100 ans a bouleversé le commerce mondial. En réponse, la Chine menace de limiter ses exportations de terres rares et de minéraux stratégiques, ce qui pourrait perturber les chaînes d'approvisionnement mondiales. La rivalité stratégique entre les États-Unis et la Chine est loin d'être résolue et n'épargnera pas l'UE et les autres nations commerçantes. Le commerce mondial ne devrait pas fléchir, mais la période où une intégration mondiale accrue stimulait la croissance est désormais terminée.

Inflation : mission accomplie (enfin) ?

La BCE pourrait déclarer « mission accomplie » dans sa lutte difficile contre l'inflation depuis 2022. Même un léger dépassement est probable en 2026. La croissance des salaires continue de ralentir, freinant l'inflation persistante dans les services. Le réacheminement des exportations chinoises et la vigueur de l'euro ont également un effet désinflationniste. La BCE maintiendra ses taux inchangés plus longtemps, mais une nouvelle baisse ne peut être exclue si la reprise économique naissante s'essouffle prématurément. Les droits de douane maintiendront l'inflation américaine à un niveau élevé jusqu'à ce que le ralentissement du marché du travail commence à peser. Le coût élevé de la vie est le talon d'Achille du président

Trump à l'approche des élections de mi-mandat de 2026. Cela pourrait l'amener à faire preuve d'une plus grande prudence dans ses politiques ayant un impact important sur les prix à la consommation. La Fed réduira encore ses taux élevés, mais probablement moins que ce que les marchés anticipent actuellement.

Domination budgétaire (érosion continue des finances publiques)

La hausse continue de la dette publique mondiale – qui a soutenu une émission obligataire mondiale record en 2025 – suscite des inquiétudes quant à la « domination budgétaire », situation où le financement de la dette publique devient si prépondérant qu'il perturbe la politique monétaire. Tout signe indiquant que le nouveau président de la Fed est « sous l'influence » de l'administration américaine raviverait les pressions baissières sur le dollar américain. Cela menacerait également d'inverser la baisse de la volatilité obligataire, qui a fortement soutenu le sentiment de risque global en 2025. Ce risque semble moindre pour l'Europe à ce stade, même si l'impulsion budgétaire allemande culminera en 2026. En revanche, les déficits publics élevés en France, conjugués à l'instabilité politique, pourraient poser problème à la BCE à terme, puisqu'elle demeure le garant ultime de l'intégrité de l'UEM. »

Le miracle de l'IA et le cycle du crédit : en marche ou à l'arrêt ?

La situation économique américaine semble particulièrement contrastée. Les entreprises restent prudentes sur les recrutements, mais investissent massivement dans l'IA. Les consommateurs aisés stimulent les dépenses, tandis que les personnes à revenus faibles et moyens revenus se replient. La plupart des secteurs de la construction sont en berne, mais les centres de données sont en plein essor. Ces contrastes accroissent les risques extrêmes, mais un atterrissage en douceur de l'économie américaine demeure notre scénario central. Des signes d'une diffusion accélérée de l'IA pourraient déjà soutenir la productivité. Les tensions sur le crédit privé américain et le segment subprime suscitent des inquiétudes. Toutefois, une vague de déréglementation financière aux États-Unis libérera du capital bancaire, intensifiant la concurrence entre prêteurs et prolongeant le cycle du crédit. En Europe, l'Union de l'Épargne et de l'Investissement (SIU) progresse lentement, mais les efforts pour encourager la titrisation, conjugués aux baisses passées des taux de la BCE, devraient également soutenir la création de crédit. »

OBLIGATIONS



**MAURO VALLE**Head of Active Fixed Income,
Generali Asset Management

Une hausse des taux d'intérêt peut-elle constituer un risque en 2026 ?

Les anticipations de marché concernant les prochaines baisses de taux de la Réserve fédérale restent partagées, en raison de la fermeture des administrations fédérales qui s'est terminée mi-novembre après 43 jours, et qui complique l'évaluation de la résilience économique américaine, des tendances inflationnistes et d'un éventuel affaiblissement du marché du travail. Ces derniers mois, les rendements des obligations américaines ont évolué au-dessus du seuil de 4 %, sans indication claire sur leur trajectoire future. L'inflation pourrait avoir atteint son pic en fin d'année, et tout signe de faiblesse économique pourrait inciter la Fed à adopter une posture plus accommodante. Les risques semblent asymétriques : les mauvaises surprises économiques exerceraient probablement une pression baissière plus forte sur les taux que les développements positifs. Il convient également de noter que la position de la Fed pourrait évoluer en 2026 avec la nomination d'un nouveau président.

Dans la zone euro, la croissance économique a légèrement dépassé les attentes, et le quatrième trimestre devrait également afficher des résultats positifs. En 2025, la croissance devrait franchir clairement le seuil de 1 %, et cette dynamique pourrait se prolonger en 2026, soutenue par une augmentation des dépenses budgétaires en Allemagne. Après une évolution aléatoire de l'inflation au second semestre, celle-ci devrait converger vers l'objectif de 2 % de la BCE dans les prochains mois. La BCE devrait

maintenir sa politique actuelle, ses membres considérant le niveau de 2 % comme « satisfaisant ». Cette approche contribue à limiter la volatilité des taux dans la zone euro, en particulier sur la partie courte de la courbe. Les rendements des Bunds, proches de 2,8 %, semblent se situer dans la partie haute de leur fourchette récente, qui pourrait perdurer. Pour début 2026, compte tenu de la dynamique positive de l'économie et de la tendance baissière attendue de l'inflation, une hausse des taux reste possible. L'environnement favorable au « carry trade », dominant une grande partie de l'année, pourrait se prolonger jusqu'à la fin de l'année 2026, soutenant la maximisation du rendement des portefeuilles, principalement via une exposition aux BTP italiens, aux obligations espagnoles et aux obligations d'entreprises Investment Grade.

Nous maintenons notre préférence pour les positions longues sur les obligations d'État italiennes (BTP) malgré la consolidation des spreads autour de 70 points de base, car la discipline budgétaire et la stabilité politique continue de supporter les fondamentaux de l'Italie. Une approche prudente reste de mise pour les OAT françaises, même si les spreads se sont récemment consolidés, étant donné que la politique budgétaire actuelle ne devrait pas permettre de ramener le déficit en dessous de 5 % et que les inquiétudes politiques persisteront dans un avenir proche.

**CINDY BEAULIEU**Chief Investment Officer,
Conning North
America

Les titres obligataires américains abordent 2026 sur des bases solides

Les marchés obligataires américains ont enregistré une nouvelle année de performances solides dans presque tous les segments. Les taux d'intérêt ont été moins volatils au second semestre 2025 qu'au début de l'année. L'année a toutefois été marquée par de nombreuses incertitudes : changement radical de la politique commerciale, quasi-arrêt de l'immigration, réforme fiscale et efforts persistants pour assouplir la réglementation dans plusieurs secteurs clés. La géopolitique a également pesé, avec notamment l'implication des États-Unis dans des conflits au Moyen-Orient.

Bien que son double mandat – croissance de l'emploi et stabilité des prix – ait été difficile à concilier dans ce contexte, la Réserve fédérale a assoupli sa politique à deux reprises. Les perspectives de nouvelles baisses de taux restent cependant incertaines. Malgré ces turbulences, les marchés ont poursuivi leur progression vers des valorisations plus élevées au fil de l'année. Même la plus longue fermeture des administrations de l'histoire américaine n'a pas suffi à enrayer cette dynamique.

À l'aube de 2026, l'économie américaine devrait démarrer sur des bases solides, portée par la vigueur enregistrée aux deuxième et troisième trimestres 2025. Une légère dégradation du marché du travail est probable, mais nous

anticipons un rééquilibrage entre l'offre et la demande. Le ralentissement de la création d'emplois ne devrait ni freiner la consommation ni inciter la Fed à baisser agressivement ses taux. L'inflation demeure un défi, principalement en raison de facteurs structurels plutôt que cycliques. Cette combinaison – croissance robuste, léger affaiblissement du marché du travail et inflation persistante – devrait limiter les ajustements monétaires et pourrait entraîner une courbe des taux plus pentue.

Les écarts restent relativement serrés dans la plupart des segments, mais l'argument du rendement global continue de plaider en faveur des opportunités hors *Treasuries*. Nous conservons une approche constructive sur la majorité des secteurs obligataires, tout en restant prudents sur la baisse de qualité, car les écarts offrent une compensation limitée face aux risques supplémentaires. Nous pensons que les segments structurés demeurent un moyen efficace de concilier qualité et valeur, tandis que certains secteurs du crédit, soutenus par des fondamentaux solides, peuvent offrir des rendements attractifs et répondre aux besoins en matière de duration.



**STANISLAS
DE BAILLECOURT**

Deputy CIO, Head of Fixed
Income and Asset
Allocation, Sycomore AM

Restez calme et poursuivez votre stratégie de “carry” en 2026

L'année 2025 a été marquée par le *carry*, avec des *spreads* qui ne se sont que légèrement resserrés et des taux évoluant dans une fourchette relativement étroite. Nous prévoyons un contexte similaire en 2026, malgré la possibilité d'une volatilité accrue, ce qui créera un environnement favorable pour les investisseurs responsables dans le crédit d'entreprise.

Nous entrons en 2026 dans un environnement macroéconomique globalement constructif, malgré un ralentissement de la croissance. L'inflation a baissé, notamment en Europe, mais reste structurellement plus élevée qu'entre 2010 et 2020 en raison de la démondialisation et des rigidités du côté de l'offre. La BCE a déjà mis en œuvre un cycle d'assouplissement significatif au cours des 18 derniers mois, mais nous pensons qu'une nouvelle baisse est encore possible. En revanche, le marché anticipe des baisses substantielles de la part de la Fed ; nous pensons que la Fed mettra en œuvre la plupart de ces baisses, mais peut-être pas toutes, afin de trouver le juste équilibre entre la croissance, le chômage et l'inflation résiduelle.

Les émissions massives d'obligations d'État devraient maintenir la courbe des taux raide jusqu'en 2026. Dans le même temps, la qualité du crédit souverain continue de se

détériorer, ce qui rend les obligations d'entreprises de plus en plus attrayantes pour les investisseurs à la recherche de rendements ajustés en fonction de la qualité.

Les bilans des entreprises restent solides, leur rentabilité résiliente, et la demande d'obligations d'entreprises européennes (investment grade, high yield et crossover) reste forte dans un environnement de taux bas. Les *spreads* sont serrés, reflétant cette qualité, et pourraient devenir plus volatils à mesure que les marchés dans leur ensemble entreraient dans une période plus instable l'année prochaine. Pourtant, la forte pente de la courbe des taux nous offre un *roll-down* positif, ce qui renforce notre conviction que 2026 pourrait être une nouvelle “année du *carry*”.

Les marchés du crédit responsables ont également enregistré des progrès significatifs en 2025 et de forts afflux de capitaux, reflétant l'intérêt croissant pour les solutions intégrant les critères ESG sans exclusions trop prescriptives. Nous continuons à voir des opportunités parmi les titres de qualité « *investment grade* » et les titres BB de haute qualité, soutenues par le *carry*, le *roll-down* et les fondamentaux solides des émetteurs. Globalement, nous pensons que 2026 pourrait offrir un environnement attractif pour les investisseurs responsables en crédit corporate : calme, riche en *carry* et soutenu par des fondamentaux résilients.



WITOLD BAHRKE

Senior Macro & Allocation
Strategist, Global Evolution

La dette des marchés émergents se distingue face aux incertitudes des marchés développés

La dette des marchés émergents (DME) figure parmi les classes d'actifs les plus performantes depuis le début de l'année, surpassant ses homologues des marchés développés (MD) tels que le high yield américain. Un cocktail puissant – baisse des incertitudes liées aux politiques commerciales, expansion budgétaire (notamment en Chine et en Allemagne), politiques monétaires accommodantes, ainsi que le boom des investissements dans l'IA – crée, selon nous, un terrain fertile pour les rendements de la dette émergente à l'approche de 2026.

Certes, l'incertitude reste élevée alors que le monde traverse plusieurs mutations structurelles : inflation, risques géopolitiques et levier budgétaire ont connu des changements de régime dans les économies développées, modifiant profondément le paysage macroéconomique mondial. Cependant, ces évolutions étant principalement issues des MD, l'univers émergent n'est pas en première ligne pour en subir les conséquences négatives. Paradoxalement, le rapport risque/rendement de la dette émergente par rapport à la dette émergente s'est amélioré en raison de cette incertitude – et non malgré elle. Les devises devraient figurer parmi les principaux bénéficiaires de la surperformance des marchés émergents dans un contexte d'inflation, de géopolitique et d'espace budgétaire. D'un point de vue d'allocation d'actifs à moyen et long terme, la dette souveraine en devise locale des marchés émergents constitue donc notre approche privilégiée pour capter cette amélioration du couple risque/rendement par rapport aux obligations des MD.

Un aspect important de ces changements de régime est que les cycles de marché deviennent plus courts. Le revers de la médaille des pics fréquents des risques géopolitiques

est une augmentation des risques de baisse des marchés. Dans le même temps, la tendance à la hausse de l'inflation a supprimé les biais structurels d'assouplissement des banques centrales des marchés développés, réduisant ainsi leur capacité à lisser les fluctuations macroéconomiques et boursières. Le raccourcissement des cycles de marché et les périodes de volatilité soulignent l'importance d'une approche active de l'allocation d'actifs au sein des marchés émergents. Dans les stratégies mixtes sur les marchés émergents, une telle approche permet aux investisseurs de bénéficier du potentiel de rendement résultant de la baisse des corrélations entre les principales primes de risque des marchés émergents, tout en atténuant l'impact des fluctuations plus fréquentes du cycle de marché.

Après une forte progression depuis le début de l'année qui a surpris la plupart des investisseurs, les valorisations semblent moins attractives qu'il y a 12 mois. Les *spreads* souverains des marchés émergents sont serrés et le sentiment du marché est fragile, ce qui favorise la volatilité à court terme. Au cours des prochains mois, le *carry* devrait donc être le principal moteur des performances globales des obligations émergentes. Au sein des obligations émergentes libellées en devises fortes, nous anticipons une contribution relativement faible des *spreads* à la performance. Pour optimiser le compromis entre le *carry* et le risque de crédit, il convient de privilégier les émetteurs susceptibles de devenir des « étoiles montantes », c'est-à-dire les pays mieux notés du segment high yield en passe d'être reclassés dans la catégorie investment grade, tels que le Paraguay, la Serbie et le Maroc. De plus, les obligations quasi-souveraines peuvent offrir un *carry* attractif tout en limitant le risque de crédit dans le portefeuille.

Prêts syndiqués et CLO : des fondamentaux solides dans un contexte porteur



MICHAEL NECHAMKIN

Chief Investment Officer &
Senior Portfolio Manager,
Octagon Credit Investors

En 2025, les prêts syndiqués américains et les CLO ont affiché des rendements solides, portés par la résilience de la croissance économique américaine, l'amélioration des fondamentaux du crédit, une forte demande des investisseurs et des marchés de capitaux actifs. Les prêts syndiqués sont des financements accordés par un groupe de banques à une entreprise, généralement pour des montants élevés, et sont ensuite négociés sur le marché secondaire. Bien que les prix des prêts aient légèrement fléchi au cours de l'année, les coupons élevés, soutenus par des taux d'intérêt plus persistants que prévu, ont permis de maintenir une performance globale robuste.

La combinaison de fondamentaux favorables, d'une demande soutenue des investisseurs et d'une activité limitée en fusions-acquisitions a alimenté une vague importante de refinancements et de réévaluations en 2025. En conséquence, les spreads des prêts se sont resserrés à des niveaux proches des plus bas observés depuis la crise financière mondiale¹, tout en conservant des rendements attractifs par rapport aux obligations à haut rendement². Nous estimons que le contexte de marché reste constructif, soutenu par des rendements actuels compétitifs et des conditions de crédit globalement favorables.

Les défauts de paiement (y compris les échanges en difficulté et autres opérations de gestion du passif) ont reculé par rapport aux pics enregistrés l'an dernier³. Ces échanges en difficulté consistent à proposer aux créanciers de remplacer leurs titres existants par de nouveaux titres aux conditions

modifiées, afin de restructurer la dette et éviter un défaut formel. Nous anticipons une poursuite de cette tendance en 2026, même si des segments économiques en difficulté pourraient continuer à générer un risque de crédit propre à certains émetteurs, ce qui souligne l'importance d'une analyse fondamentale rigoureuse et d'une gestion active des portefeuilles.

À l'horizon 2026, nous prévoyons que la progression des bénéfices, de nouvelles baisses de taux de la Fed et la poursuite des refinancements renforceront les ratios de couverture des intérêts des emprunteurs et soutiendront l'amélioration des fondamentaux du crédit. La baisse des taux devrait également créer un environnement plus favorable à l'émission de prêts liés aux opérations de M&A, contribuant à stabiliser les spreads. Dans le même temps, l'augmentation de l'offre de nouveaux prêts et certains facteurs techniques pourraient peser sur les prix, mais nous anticipons que la demande des investisseurs restera soutenue compte tenu des rendements attractifs. Nous continuons à percevoir une valeur significative dans les prêts syndiqués à grande échelle, où les coupons élevés devraient compenser la volatilité potentielle des prix.

Dans l'ensemble, nous pensons que le marché américain des prêts est bien positionné à l'approche de 2026. Des rendements attractifs, l'amélioration des fondamentaux des entreprises et des perspectives économiques favorables créent un contexte équilibré mais constructif pour les rendements.

¹ Sur la base du rendement à l'échéance de l'indice Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index (le « LLI ») au 31 octobre 2025 (8,10 %) comparé au rendement à l'échéance de l'indice S&P U.S. High Yield Corporate Bond (7,13 % au 31 octobre 2025). Source : Pitchbook LCD (10 novembre 2025). En collaboration avec Pitchbook/LCD, une société Morningstar, la Leveraged Syndications & Trading Association (LSTA) a développé l'indice Morningstar LSTA Leveraged Loan Index (LLI), un indice de rendement total quotidien qui utilise la valorisation au prix du marché LSTA/Refinitiv pour calculer la variation de la valeur de marché. En temps réel, le LLI suit le solde en cours et l'écart par rapport au LIBOR et au SOFR pour les prêts à terme entièrement financés. Les facilités incluses dans le LLI représentent un large échantillon des prêts à effet de levier syndiqués aux États-Unis, y compris les prêts libellés en dollars accordés à des émetteurs étrangers. Il n'est pas possible d'investir directement dans le LLI.

² Source : Pitchbook LCD/Morningstar LSTA Leveraged Loan Index (10 novembre 2025). Sur la base de l'écart nominal de l'indice Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index (LLI) au 31 octobre 2025.

³ Source : Pitchbook LCD (31 octobre 2025). Basé sur le taux de défaut « double voie » pour le LLI, qui représente le taux sur 12 mois (LTM) calculé par nombre d'émetteurs pour la période correspondante. Les taux de défaut « double voie » pour le LLI ne reflètent pas l'expérience d'un gestionnaire d'investissement particulier ou d'un groupe similaire. Le taux inclut tous les émetteurs, y compris ceux dont les prêts ne sont pas valorisés par le service de prix de marché Refinitiv/LPC. Le taux « double voie » est calculé en divisant le nombre d'émetteurs répondant aux critères de défaut historique ou de défaut « double voie » au cours des 12 derniers mois par le nombre total d'émetteurs qui n'étaient pas en défaut il y a 12 mois. Les taux de défaut traditionnels prennent en compte les faillites, les déclassements à D par S&P et les défauts de paiement d'intérêts sans tolérance ; les taux « double voie » incluent ces critères ainsi que les opérations de gestion du passif considérées comme un échange en difficulté ou un défaut par S&P Global Ratings. Les défauts passés ne préjugent pas des taux de défaut futurs.

ACTIONS





DONALD TOWNSWICK
CFA, Director of Equity
Strategies, Conning

L'année 2026 verra-t-elle une divergence entre les Magnificent 7 et le "S&P 493" ?

Conning prévoit un rendement typique du marché compris entre 7 et 9 % en 2026, mais le chemin vers ce rendement devrait être volatil. Des vents contraires et favorables soufflent sur le marché et seul le temps nous dira si celui-ci va accélérer ou s'il va dévier de sa trajectoire.

Les solides bénéfices enregistrés en 2025 ont contribué à faire progresser le marché. La croissance des bénéfices pour l'ensemble du marché américain (représenté par l'indice S&P 500) devrait terminer l'année en hausse d'environ 10 % par rapport à l'année précédente. Les prévisions de croissance pour 2026-2027 sont encore plus optimistes, avec respectivement +14,2 % et +14,6 %. La croissance des bénéfices est toujours un facteur favorable pour le marché.

Parmi les autres facteurs potentiellement positifs pour le marché, figurent la prolongation des réductions d'impôts de 2017 et d'autres mesures incitatives contenues dans le « One Big Beautiful Bill » signé par le président Trump le 4 juillet 2025. Les négociations commerciales en cours visant à réduire les barrières aux produits et services américains à l'étranger pourraient également alimenter la croissance des bénéfices.

Le principal facteur négatif potentiel pour le marché réside dans le secteur de l'IA, représenté par les grandes valeurs technologiques du Magnificent 7. Ces entreprises ont pris de l'ampleur et représentent désormais près de 40 % de l'indice S&P 500. Toutes choses étant égales par ailleurs, si ces actions devaient chuter de 20 %, le S&P 500 baisserait de 8 %. Toute baisse du « Mag 7 » est susceptible d'exercer une pression à la baisse sur l'ensemble du marché (le « S&P 493 »), même si toutes les autres entreprises du marché restaient stables.

Cela va-t-il se produire ? Considérons que le ratio cours/bénéfice du Mag 7 est légèrement supérieur à 30, contre 20,2 pour le S&P 493. Il ne faut pas beaucoup d'imagination pour envisager une compression significative des multiples du Mag 7 si la croissance de ses bénéfices commence à ralentir.

Les Magnificent 7 pourraient-elles subir une compression des multiples tandis que le S&P 493 verrait ses multiples s'élargir, entraînant des effets compensatoires ? C'est très difficile à prévoir, mais nous anticipons depuis un certain temps un élargissement du marché, et il se pourrait que ce moment soit enfin arrivé. Si cela se produit, le S&P 493 pourrait naviguer en eaux calmes, tandis que les Magnificent 7 feraient face à des turbulences¹.

Les banques européennes vont-elles surperformer pour la sixième année consécutive ?

2025 a incontestablement été l'année des banques européennes, avec un rendement total supérieur à 50 % depuis le début de l'année, soit une surperformance de 40 %² par rapport à l'indice géographique global. Plus remarquable encore, le secteur affiche cinq années consécutives de surperformance après plus d'une décennie « perdue » sous l'effet d'une politique monétaire très accommodante et de contraintes réglementaires significatives. Durant cette période, le rendement des capitaux propres est passé d'environ 4 % à 15 %, et l'interdiction de verser des dividendes en 2020 a laissé place à des distributions en numéraire proches de deux chiffres, incluant des rachats d'actions. Le troisième trimestre a confirmé cette dynamique, avec des revenus solides, une meilleure maîtrise des coûts et un niveau de provisions toujours favorable, entraînant une nouvelle révision à la hausse du consensus. Mais la question demeure : que nous réserve la suite ?

Historiquement, sur les 30 dernières années, les banques européennes n'ont jamais enregistré six années consécutives de surperformance (même si les banques de la zone euro y sont parvenues au début des années 2000). Les valorisations se sont normalisées, avec un ratio cours/bénéfice prévisionnel de 9x et un ratio cours/

valeur comptable tangible de 1,4x, contre des multiples bas les années précédentes. Le secteur est même devenu une position « surpondérée » selon le consensus. Malgré cela, nous estimons que les perspectives restent encourageantes : les valorisations conservent un potentiel de hausse avant de devenir exigeantes et le revenu net d'intérêt devrait se situer proche d'un point bas, sauf si la BCE adopte une politique monétaire très accommodante.

Nous maintenons donc notre position positive de longue date sur le secteur, renforcée par la conviction que, dans les semaines et mois à venir, plusieurs banques présenteront leurs nouveaux plans stratégiques et/ou actualiseront leurs objectifs pluriannuels, ce qui pourrait soutenir la rentabilité attendue. Toutefois, il est trop tôt pour affirmer que le secteur pourra surperformer à nouveau en 2026.

Pour atteindre les attentes du consensus, il faudra que les volumes de prêts progressent, que les coûts n'augmentent que marginalement et, surtout, que le coût du risque – c'est-à-dire le niveau des provisions inscrites au compte de résultat pour couvrir les prêts problématiques – reste à des niveaux historiquement bas ou proches, ce qui pourrait constituer un scénario particulièrement optimiste.



LUCA FINÁ
Head of Active Equity,
Generali Asset Management

¹ Source de toutes les données : FactSet au 19 novembre 2025.
² Source : Bloomberg au 30 Octobre 2025 en euros.



ANIS LAHLOU
CIO European Equities,
Aperture Investors

Le supercycle de l'IA se poursuivra en 2026, avec les acteurs européens au cœur de la dynamique

Alors que les gros titres font récemment état d'une bulle, nous restons convaincus qu'à l'aube de 2026, le supercycle de l'IA n'en est encore qu'à ses débuts. Chaque jour nous rapproche de la prochaine grande avancée en matière de consommation. Et lorsque ce changement se produira, il donnera probablement naissance à des modèles commerciaux et des services entièrement nouveaux, à l'instar de l'iPhone en 2007, mais à une échelle bien plus vaste.

Avant même d'atteindre ce point, l'infrastructure sous-jacente de l'IA se développe à un rythme extraordinaire. La capacité mondiale des processeurs graphiques (GPU) doit être multipliée par cinq rien que pour suivre la trajectoire sur laquelle nous nous trouvons. Le volume de calcul nécessaire pour faire fonctionner les modèles d'IA – autrement dit la quantité de données traitées – double tous les deux à trois mois, tandis que les investissements dans les capacités de production de puces progressent d'environ 20 % par an¹. Cette dynamique crée une tension persistante qui alimente des flux d'investissement se chiffrant en milliers de milliards de dollars. Même si les centres de données aux États-Unis représentent près de la moitié de la construction de bureaux privés², le monde est encore sous-équipé par rapport à l'évolution de l'IA.

En parallèle, l'IA se retire des centres de données. Les équipementiers télécoms intègrent des processeurs avancés dans les stations de base 5G/6G de nouvelle génération, marquant l'essor de l'« IA de pointe » et permettant une inférence moins coûteuse, plus rapide et plus proche de l'utilisateur final. L'Europe joue ici un rôle essentiel : elle abrite les principaux fabricants mondiaux d'équipements réseau, les spécialistes des équipements semi-conducteurs et les entreprises d'automatisation industrielle qui constituent l'épine dorsale de cette nouvelle infrastructure.

C'est pourquoi nous estimons que l'Europe est bien plus stratégique pour la transition vers l'IA que ne le perçoit actuellement le marché. Le « continent industriel » combine des écosystèmes technologiques profonds avec un cadre réglementaire et fiscal qui privilégie la souveraineté numérique, la résilience des infrastructures et l'indépendance énergétique. À notre avis, l'Europe est fondamentale pour la chaîne de valeur mondiale de l'IA et de l'électrification, et n'est pas seulement une alternative au commerce américain.

Le contexte macroéconomique renforce cette conviction. Le programme d'infrastructures de 500 milliards d'euros annoncé par l'Allemagne est le plus important depuis la réunification et pourrait ajouter 0,4 à 0,5 point à la croissance de la zone euro dès l'année² prochaine, avec un impact plus notable à partir de 2026. Les premiers indicateurs sont déjà visibles, avec des carnets de commandes plus remplis dans le domaine de la défense, une demande de modernisation du réseau électrique et de meilleures conditions de prix pour les matériaux de construction.

Enfin la dispersion sectorielle s'accroît. Pour nous, c'est précisément dans ce type d'environnement que la sélection active des titres prend toute son importance. Nous pensons que les pôles liés à l'IA et à l'électrification devraient continuer à afficher une forte dynamique de bénéfices, mais nous estimons que de nombreuses entreprises européennes de logiciels, d'automatisation et de semi-conducteurs sont structurellement mal valorisées à l'ère de l'IA – ce qui nous semble être une vision à trop court terme. À horizon 2026, l'évolution devrait être rapide et marquée par l'innovation. Selon nous, l'Europe occupera une place de plus en plus centrale dans le paysage technologique et industriel mondial.

¹ Source : Counterpoint Research, Octobre 2025
² Source : US Census Bureau, 2025

**LUCA FASAN**

Senior Portfolio Manager,
Sycomore Asset
Management

Pourquoi la prochaine vague de croissance des actions pourrait être portée par des thèmes sociaux

Chez Sycomore, nous pensons que les entreprises qui apportent une valeur sociale tangible et mesurable devraient se démarquer à mesure que les actions retrouvent leur éclat. Ces dernières années ont révélé la fragilité des systèmes de santé, des chaînes d'approvisionnement et des communautés, mettant ainsi les thèmes d'investissement sociétaux au premier plan. Les entreprises qui s'attaquent à ces vulnérabilités sont non seulement en mesure de « faire le bien », mais aussi de saisir des opportunités de croissance à long terme.

Après plusieurs années marquées par des tensions commerciales, des fluctuations tarifaires et une incertitude réglementaire, les perspectives géopolitiques pour 2026 semblent se normaliser à l'approche des élections de mi-mandat aux États-Unis. Nous pensons qu'une plus grande stabilité devrait contribuer à restaurer la confiance des investisseurs et à améliorer la visibilité des entreprises mondiales, permettant ainsi aux gestionnaires actifs de privilégier à nouveau la génération d'alpha fondamental plutôt que de devoir naviguer dans des changements politiques rapides et imprévisibles.

L'intelligence artificielle reste un moteur clé de l'innovation et des dépenses d'investissement sur les marchés mondiaux. Nous voyons de nombreuses opportunités d'investissement non seulement dans les applications de l'IA, mais aussi dans l'ensemble de l'écosystème qui la rend possible, de la production et la distribution d'électricité à la fabrication de semi-conducteurs, en passant par l'outillage de pointe et l'expansion des infrastructures de centres de données à haute efficacité énergétique. Ces technologies périphériques et ces fournisseurs d'infrastructures sont essentiels pour soutenir la transition mondiale vers des industries à forte intensité de données, dont beaucoup jouent un rôle vital dans l'accélération de l'inclusion numérique, l'innovation dans le domaine des soins de santé et l'efficacité des ressources.

La Chine devrait continuer à rester au cœur des thèmes de croissance durable mondiale, avec deux évolutions parallèles créant des opportunités. Premièrement, l'engagement du pays à développer son propre écosystème technologique en réponse aux tensions actuelles entre les États-Unis et la Chine entraîne des investissements substantiels dans l'innovation nationale, la capacité de production de semi-conducteurs et les technologies d'énergie propre. Cela pourrait conduire à une distinction de plus en plus marquée entre les sphères technologiques chinoise et occidentale, élargissant ainsi l'univers d'investissement pour les stratégies à impact.

Deuxièmement, l'accent renouvelé mis par Pékin sur la stimulation de la consommation des ménages en tant que part plus importante du PIB pourrait profiter de manière significative aux secteurs liés à l'urbanisation durable, aux services numériques, à l'éducation et aux soins de santé. Ce changement pourrait favoriser un modèle de croissance plus résilient et tiré par la demande intérieure.

Globalement, nous anticipons que 2026 sera une année où la normalisation de la situation géopolitique, l'accélération des investissements dans les infrastructures énergétiques et informatiques et l'évolution du modèle de croissance chinois pourraient créer un terrain fertile pour des opportunités actions à long terme, orientées vers l'impact social.



MULTI ACTIFS & STRATÉGIES ALTERNATIVES LIQUIDES



GIORDANO LOMBARDO
CEO and Co-CIO,
Plenisfer Investments

Le nouveau cycle : inflation, or, IA, Chine et actifs réels

Si l'année 2025 a été globalement positive pour les marchés mondiaux, nous pensons que 2026 sera plus complexe, avec des divergences régionales plus marquées en termes de performances et des opportunités plus sélectives. Nous estimons que plusieurs thèmes seront essentiels à appréhender à l'approche de 2026.

Tout d'abord, les principales banques centrales assouplissent actuellement leur politique monétaire ou se préparent à baisser leurs taux, alors que les pressions inflationnistes persistent. Les niveaux d'endettement public et privé à l'échelle Mondiale atteignent des sommets historiques, et les outils politiques tendent de plus en plus à utiliser l'inflation comme mécanisme pour gérer ces charges. Les droits de douane sont également structurellement plus élevés qu'il y a quelques années, ce qui ajoute un autre facteur de risque d'inflation à long terme. En parallèle, les États-Unis adoptent une position plus centrée sur eux-mêmes sur le plan géopolitique et économique, ce qui affaiblit la demande structurelle d'actifs libellés en dollars dans de nombreuses économies émergentes. Dans l'ensemble, ces évolutions remettent en question les hypothèses sous-jacentes aux indices de référence en actions comme en obligations.

Dans ce contexte, l'or est l'une de nos convictions les plus fortes. Nous le considérons moins comme une simple couverture contre l'inflation que comme une couverture contre une période prolongée de taux réels artificiellement bas. Le gel des réserves russes a fondamentalement changé le comportement des banques centrales des marchés émergents, accélérant la diversification hors des bons du Trésor américain vers l'or. Les flux de détail ne sont apparus que récemment et, selon nous, la plupart des portefeuilles institutionnels et privés restent nettement sous-exposés.

L'intelligence artificielle est un autre thème déterminant, mais elle est souvent mal comprise. Ce cycle d'innovation est extrêmement capitalistique, contrairement aux révolutions technologiques basées sur des plateformes et peu capitalistiques du passé. Des centaines de milliards sont investis chaque année dans le matériel informatique, les puces, les centres de données et, de plus en plus, l'énergie. C'est pourquoi l'accès à une électricité à bas prix devient un avantage concurrentiel méconnu mais essentiel. Plutôt que de courir après les méga capitalisations les plus prisées, nous privilégions les facilitateurs : fabricants de semi-conducteurs, testeurs de puces et l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement qui bénéficie généralement des investissements liés à l'IA sans présenter le même risque de valorisation.

Nous restons également optimistes à l'égard de la Chine, malgré le scepticisme généralisé des marchés occidentaux. La Chine s'est repositionnée comme un concurrent mondial non pas grâce à ses faibles coûts, mais grâce à son envergure technologique et à sa maturité, en particulier dans les domaines des véhicules électriques, des batteries, du nucléaire et du solaire. Sur le plan intérieur, les autorités ont de fortes incitations à soutenir les marchés boursiers après le ralentissement du secteur immobilier.

Enfin, les matières premières et les actifs réels, de l'uranium au cuivre, restent au cœur de notre stratégie sans contrainte. Ils se situent à la croisée des besoins énergétiques de l'IA, de la transition énergétique et du réalignement de la chaîne d'approvisionnement. Le pétrole reste plus complexe, mais nous sommes attentifs aux opportunités tactiques.



Couverture et diversification : des leviers essentiels en 2026

En 2025, les décisions politiques ont été un moteur majeur des marchés financiers, générant une forte volatilité des rendements. À l'horizon 2026, les perspectives semblent plus favorables. L'économie américaine devrait bénéficier d'une expansion budgétaire et d'une croissance soutenue des bénéfices des entreprises, tandis que la Fed pourrait procéder à au moins deux baisses de taux. Par ailleurs, les élections de mi-mandat en novembre pourraient réduire l'incitation du président Trump à exercer une pression sur les portefeuilles financiers des électeurs, ce qui pourrait soutenir les actifs risqués. Selon nous, les actions des banques centrales devraient également maintenir une pression à la baisse sur les rendements, créant un environnement propice aux portefeuilles multi-actifs.

Cependant, des risques persistent. Les inquiétudes autour de l'intelligence artificielle et du secteur technologique pourraient s'accroître dans un contexte de valorisations élevées. Si les revenus devaient continuer à croître à des niveaux exceptionnels et que les leaders du secteur capteront probablement l'essentiel de la hausse, les investissements massifs nécessaires pour soutenir cette croissance pourraient inciter les entreprises à recourir davantage à l'endettement. Cela soulève des interrogations sur le rendement des dépenses d'investissement. La structure du marché accentue ces risques : la concentration des investisseurs dans la technologie est forte, ce secteur représentant désormais près de 40 % du S&P 500, alors que les conditions de liquidité se dégradent.

C'est pourquoi la diversification sera cruciale en 2026

pour atténuer l'impact d'une éventuelle réévaluation brutale des modèles économiques liés à l'IA. Si un tel scénario se produisait, la corrélation entre actions et obligations deviendrait probablement fortement négative, renforçant les bénéfices de la diversification au sein des portefeuilles multi-actifs. L'or devrait également jouer son rôle traditionnel de valeur refuge, soutenu par les achats à long terme des banques centrales des marchés émergents.

Toutefois, la diversification seule pourrait ne pas suffire en cas de forte correction des marchés. Il sera essentiel d'ajouter des protections systématiques et tactiques pour introduire une convexité à la baisse. Si des couvertures structurelles existent pour faire face aux risques extrêmes, des mesures supplémentaires à court terme seront nécessaires lorsque les marchés actions auront pleinement intégré des scénarios optimistes et que le positionnement des investisseurs sera tendu. C'est pourquoi nous utilisons des options et des stratégies systématiques (y compris des stratégies de dispersion pour se prémunir contre un choc lié à l'IA) comme couvertures superposées sur les classes d'actifs traditionnelles et diversifiées.

En résumé, si le début de l'année devrait offrir un environnement favorable aux actions et aux obligations pour les stratégies multi-actifs, nous pensons que les stratégies de couverture superposées, conçues pour naviguer dans un contexte d'incertitude accrue et de volatilité potentiellement explosive, seront déterminantes en 2026.



CÉDRIC BARON
Head of Asset Allocation
Products,
Generali Asset Management



ALEXANDER SCHOENFELDT

Head of Investments,
Lumyna Investments

Les opportunités sur les marchés obligataires sont à leur niveau le plus intéressant depuis plusieurs années

Le premier semestre 2025 a été marqué par l'incertitude quant aux perspectives politiques aux États-Unis, notamment en matière de droits de douane. Les États-Unis ont annoncé de nouveaux droits de douane en février et mars, laissant également entendre que d'autres mesures étaient à venir. En Europe, les propositions visant à assouplir le frein à l'endettement pour les dépenses de défense, ainsi qu'un vaste plan de dépenses d'infrastructure, ont entraîné une décorrélation des marchés boursiers et obligataires européens par rapport aux États-Unis, même si, à la mi-année, les actions américaines étaient à nouveau en passe de surperformer. Au troisième trimestre, la loi américaine « *One Big Beautiful Bill Act* » a été promulguée, ce qui a été accueilli favorablement par les marchés boursiers, soutenus par des résultats d'entreprises généralement solides. Si les données économiques américaines ont montré des signes de ralentissement au cours du trimestre, la Réserve fédérale a réagi de manière accommodante en abaissant ses taux lors de sa réunion de septembre, sa première baisse cette année, et en annonçant de nouvelles mesures d'assouplissement. Ce contexte globalement favorable aux actions mondiales a permis à l'indice MSCI World Equity Index de progresser de 18 % depuis le début de l'année (dividendes compris) à la date de rédaction de cet article¹.

Où en sommes-nous aujourd'hui ? Eh bien, les actions américaines affichent actuellement leur plus forte valorisation (en termes de ratio cours/bénéfice prévisionnel) depuis la bulle technologique de 1999/2000, malgré une forte croissance des bénéfices déjà intégrée dans le dénominateur du calcul. Bien qu'il existe sans aucun doute

des circonstances particulières qui expliquent la performance remarquable des actions, et qui pourraient ou non s'avérer justifiées à terme, nous pensons que le moment est venu d'envisager des alternatives qui pourraient également offrir des opportunités intéressantes, mais avec un risque de valorisation moindre.

Nous identifions actuellement des opportunités attractives dans l'investissement obligataire macro, qui peut générer des rendements en prenant des positions directionnelles sur les instruments de taux, tout en bénéficiant des écarts de valeur relative au sein de l'univers obligataire. Cette stratégie peut également profiter des variations des taux de change, offrant des opportunités liées aux divergences de politiques monétaires et de conditions économiques entre pays. Surtout, elle peut constituer une source de performance différenciée par rapport aux marchés actions, avec un univers d'opportunités qui n'a jamais été aussi favorable depuis des années. Cela s'explique par le passage du système financier mondial d'une période de taux d'intérêt comprimés à une phase où les mouvements de taux et de devises sont dictés par des conditions spécifiques à chaque pays.

Parmi les marchés développés, les taux montent au Japon, les courbes de rendement évoluent en Allemagne, tandis qu'ils baissent au Royaume-Uni et aux États-Unis. Ces dynamiques influencent également les taux de change, créant de multiples opportunités pour les investisseurs expérimentés de générer des rendements dans les mois et années à venir.

¹Source: Bloomberg, données au 18 Novembre 2025.



DETTE PRIVÉE



SANDRINE RICHARD
Head of Direct Private Debt,
Generali Asset Management

PME européennes : la dette privée au cœur des stratégies d'investissement

La dette privée européenne aborde 2026 soutenue par une demande persistante des investisseurs pour le rendement, la diversification et l'impact sur l'économie réelle. Malgré un contexte macroéconomique plus morose et quelques défauts isolés qui ont attiré l'attention des médias, nous pensons que le marché reste fondamentalement solide et offre de nombreuses opportunités aux prêteurs disciplinés disposant d'une expertise sectorielle et de relations solides avec les sponsors. Trois thèmes guident notre approche :

1. Un environnement économique qui se détériore

L'activité économique ralentit en Europe, sous l'effet de conditions financières plus strictes, d'une demande des consommateurs en baisse et d'une incertitude géopolitique persistante. Les faillites récentes, notamment aux États-Unis, ont fait la une, mais elles s'inscrivent dans le cycle normal du risque et ne sont ni inédites ni systémiques. Elles rappellent un point essentiel : un environnement plus fragile exige une analyse de crédit plus rigoureuse. Nous renforçons notre vigilance sur les scénarios de stress, les risques de refinancement et les secteurs où le pouvoir de fixation des prix s'érode. Nous identifions un ensemble d'opportunités attractives, qui nécessitent comme toujours précision et sélectivité.

2. Réévaluer le risque

Avec des coûts de financement durablement élevés et des banques qui continuent de se retirer, les prêteurs privés jouent un rôle crucial, mais doivent rester vigilants. Nous privilégions les positions de premier rang garanties, un effet de levier maîtrisé et des clauses restrictives solides pour

protéger les investisseurs. L'alignement avec les sponsors demeure essentiel. Le flux de transactions reste robuste, en particulier sur le segment européen du *mid-market* inférieur, où les PME recherchent des solutions de financement à long terme fondées sur des relations durables.

3. Intégration ESG : une opportunité stratégique pour la dette privée

Les PME intègrent les critères ESG dès la conception de leurs modèles économiques, contrairement aux grandes entreprises qui les ajoutent a posteriori. Elles développent les produits et services nécessaires à un monde en mutation et sont les leaders industriels de demain. Pourtant, ces entreprises innovantes restent sous-desservies par les banques traditionnelles. La dette privée peut les soutenir directement via des financements liés à des indicateurs de performance clés (KPI) clairs et mesurables. Les attentes des investisseurs évoluent dans le même sens : plus de 80 % des investisseurs mondiaux exigent désormais des gérants d'actifs qu'ils démontrent une stratégie d'investissement durable¹. Avec des pertes économiques liées au climat dépassant 300 milliards d'euros à l'échelle mondiale en 2024², nous considérons que l'intégration approfondie des critères ESG est une responsabilité autant qu'une opportunité.

En résumé, nous pensons que 2026 récompensera les investisseurs sélectifs, alignés sur la durabilité et orientés solutions, capables de naviguer dans l'incertitude macroéconomique tout en finançant la prochaine génération de leaders européens.



SEAN SULLIVAN
Head of Private Credit,
Octagon Credit Investors

Le flux des opérations de prêt direct aux États-Unis devrait s'accélérer en 2026

Le marché américain du prêt direct a poursuivi son expansion en 2025, dépassant le seuil du trillion de dollars³. Nous pensons que le flux des opérations de prêt direct devrait s'accélérer en 2026, sous l'effet de niveaux élevés de liquidités disponibles dans le capital-investissement, du vieillissement des sociétés en portefeuille des fonds et d'un environnement de taux d'intérêt plus favorable.

Les sponsors de capital-investissement sont le principal moteur de ce marché, représentant 75 % du volume des transactions en 2025⁴. Selon nous, le secteur aborde 2026 avec des niveaux de liquidités historiquement élevés, après plusieurs années de forte collecte et un contexte de fusions-acquisitions relativement calme. Les actifs sous gestion des fonds américains ont atteint 3 600 milliards de dollars fin 2024, dont environ 1 000 milliards de dollars de liquidités disponibles – soit près de 25 % de la classe d'actifs et l'équivalent de la taille totale du marché du prêt direct⁵. À mesure que les attentes en matière de valorisation se normalisent, nous pensons que les sponsors sont de plus en plus incités à réaliser de nouveaux investissements dans des plateformes et des acquisitions complémentaires, renforçant la demande pour des solutions de financement direct grâce à la certitude d'exécution et à la flexibilité structurelle qu'elles offrent.

La combinaison de multiples d'acquisition élevés sur les millésimes précédents et d'une incertitude macroéconomique persistante a allongé la durée de détention des sociétés en portefeuille. La durée médiane de détention des entreprises soutenues par des fonds de capital-investissement atteint désormais 3,8 ans, un record depuis 2011, ce qui crée une pression pour restituer le capital aux investisseurs⁶. À mesure que ces sociétés consolident leurs valorisations, nous pensons que les sponsors chercheront davantage à procéder à des sorties. Les perspectives de nouvelles baisses de taux en 2026 devraient réduire les écarts de valorisation, améliorer la capacité d'emprunt et renforcer la volonté des sponsors de conclure des transactions. Selon nous, un contexte monétaire plus accommodant devrait également stimuler l'activité globale de fusions-acquisitions, créant un vent favorable pour les opérations à effet de levier et permettant aux prêteurs d'être plus sélectifs.

Selon nous, dans l'ensemble, ces dynamiques suggèrent que 2026 pourrait marquer un tournant significatif pour le marché du prêt direct, caractérisé par une hausse des volumes de transactions, des relations emprunteur-prêteur plus équilibrées et des opportunités accrues pour les prêteurs directs de proposer des solutions de financement sur mesure à un univers de sponsors particulièrement actif.

¹ Source : Morgan Stanley, Décembre 2024.

² Source : Munich Re, 2025

³ Source : Jefferies, Juillet 2025

⁴ Source : BoFA Global Research, "CLO Weekly - 2026 Private Credit Outlook: Peak interest vs PIK interest" (16 Novembre 2025).

⁵ Source : Morgan Stanley, "Weighing in on Direct Lending: Analyzing Durability & The Supply-Demand Balance" (Octobre 2025).

⁶ Source : Pitchbook LCD, "Q3 2025 US PE Breakdown" (30 Septembre 2025).

Les marchés secondaires de la dette privée connaîtront une année décisive



MARCO BUSCA

Head of Indirect Private Debt,
Generali Asset Management

À l'approche de 2026, nous estimons que le marché des opérations secondaires en dette privée évolue d'un simple outil de liquidité émergent vers un pilier stratégique de l'allocation sur les marchés privés. Le volume des transactions est porté par une combinaison de croissance structurelle, d'infrastructures de marché en développement et de nouveaux besoins des investisseurs. La classe d'actifs de la dette privée représente désormais environ 1,7 billion de dollars et devrait croître à un rythme annuel de 15 %, constituant ainsi une base substantielle pour l'essor des transactions secondaires¹.

Cette dynamique est renforcée par une volatilité accrue des marchés, incitant les investisseurs à rechercher des rendements relativement stables et prévisibles associés à la dette privée. Les opérations secondaires sont devenues un outil privilégié pour la liquidité, le rééquilibrage des portefeuilles et l'amélioration des rendements. Les volumes de transactions ont fortement progressé, passant de 3 à 5 milliards de dollars par an à plus de 10 milliards ces dernières années. Nous anticipons qu'ils atteindront 40 à 50 milliards par an d'ici 3 à 5 ans, sous l'effet d'un taux d'adoption croissant par les investisseurs. Les tailles de transaction se situent désormais fréquemment entre 100 millions et 1 milliard de dollars, reflétant l'ampleur et la sophistication croissantes du marché².

Ce qui renforce l'attrait des opérations secondaires en dette privée, selon nous, c'est la possibilité d'acquérir des portefeuilles matures, souvent à prix décoté. Cela peut se traduire par une amélioration immédiate de la valeur totale par rapport au capital investi permettant aux investisseurs de bénéficier de durées plus courtes, d'un déploiement plus rapide du capital et d'un profil de distribution accéléré. Ces portefeuilles se composent généralement de fonds proches ou au-delà de leur période d'investissement, déjà orientés

vers la monétisation et offrant des paiements d'intérêts réguliers issus des prêts performants sous-jacents. Cette combinaison de rendement et d'efficacité du capital est difficile à reproduire ailleurs sur les marchés privés.

Ce qui renforce l'attrait des opérations secondaires en dette privée, selon nous, c'est la possibilité d'acquérir des portefeuilles matures, souvent à prix décoté. Cela peut se traduire par une amélioration immédiate de la valeur totale par rapport au capital investi permettant aux investisseurs de bénéficier de durées plus courtes, d'un déploiement plus rapide du capital et d'un profil de distribution accéléré. Ces portefeuilles se composent généralement de fonds proches ou au-delà de leur période d'investissement, déjà orientés vers la monétisation et offrant des paiements d'intérêts réguliers issus des prêts performants sous-jacents. Cette combinaison de rendement et d'efficacité du capital est difficile à reproduire ailleurs sur les marchés privés.

Certaines caractéristiques restent propres à un marché en développement. Les écarts entre prix acheteur et vendeur persistent dans certains segments, tels que les fonds d'opportunités de crédit, et l'analyse préalable peut être complexe – axée sur la génération de revenus, la préservation du capital et l'identification de la valeur latente, comme les opportunités de « pull to par ». Mais nous pensons que ce sont précisément ces dynamiques qui récompensent les gérants disposant d'une expertise approfondie en crédit et de solides capacités de sourcing.

En résumé, l'univers des opportunités s'élargit rapidement et nous pensons que les opérations secondaires en dette privée sont en bonne voie pour une croissance continue, voire accélérée, en 2026 et au-delà.

¹ Source : Brookfield, Mars 2025
² Source : Jeffries, July 2025



IMMOBILIER

**MICHEL TE PASKE**

Head of Investor Relations and
Capital Raising,
Generali Real Estate

Des fondamentaux solides dans un marché immobilier européen résilient

Les perspectives économiques européennes s'améliorent progressivement malgré l'incertitude géopolitique généralisée et la volatilité liée au commerce observées en début d'année. La croissance dans la zone euro devrait rester stable, soutenue par la hausse des salaires réels, la résilience des marchés du travail et des dépenses budgétaires ciblées, notamment dans les infrastructures et la défense. Si la hausse des droits de douane américains pèse sur les exportations, la réduction de l'incertitude politique et les anticipations d'un nouvel assouplissement des conditions de financement pourraient améliorer le sentiment du marché. À l'avenir, l'inflation devrait se stabiliser autour de l'objectif moyen de 2 % fixé par la BCE, tandis que les risques pesant sur la croissance restent orientés à la baisse, les tensions commerciales mondiales et la faiblesse potentielle de la demande étrangère constituant des facteurs défavorables. Dans ce contexte d'amélioration, nous pensons que la logistique, les bureaux, le commerce de détail, l'hôtellerie et la dette immobilière commerciale seront des thèmes intéressants dans l'immobilier européen à l'horizon 2026.

Le secteur européen de la logistique reste attractif, soutenu par la croissance soutenue du commerce électronique et le passage d'un modèle de chaîne d'approvisionnement « juste à temps » à un modèle « juste au cas où ». La demande d'actifs bien situés le long des principaux corridors de transport est forte, grâce à des taux de vacance faibles et à une offre nouvelle limitée. Ces actifs peuvent offrir un solide potentiel de réversion, qui soutient la croissance future des flux de trésorerie.

Le secteur des bureaux connaît une différenciation prononcée, les actifs « prime » et bien situés bénéficiant d'une demande soutenue de la part des occupants qui privilégient la qualité de l'emplacement, les équipements

destinés aux locataires et les références ESG. Les grandes entreprises peuvent se permettre de privilégier la qualité des espaces de bureaux plutôt que les économies de coûts, car l'immobilier ne représente qu'une part mineure de leurs dépenses globales. Les contraintes d'offre sur les principaux marchés, combinées à un nombre limité de nouvelles constructions dans les emplacements de premier choix, font de la croissance des loyers une caractéristique structurelle à court et moyen terme, en particulier dans les principaux quartiers d'affaires.

Le commerce de détail s'est adapté aux défis du commerce en ligne et à une décennie de pression sur les loyers. Les centres commerciaux dominants dans les zones de chalandise clés affichent de bons résultats. Avec des valeurs d'actifs ajustées et une offre nouvelle à des niveaux historiquement bas, le secteur fait preuve de résilience et affiche des perspectives positives.

Le secteur de l'hôtellerie bénéficie de la croissance du tourisme mondial, qui stimule les rénovations et les nouveaux développements. Les voyages d'agrément sont à la tête de la reprise, tandis que la demande augmente sur les marchés urbains riches sur le plan culturel. Le secteur offre des opportunités de valeur ajoutée et de stratégies fondamentales à long terme.

Enfin, dans le domaine de la dette immobilière commerciale, les prêts alternatifs gagnent du terrain, les banques adoptant une attitude prudente. Les prêteurs non bancaires comblent le vide avec des prêts immobiliers de premier rang à taux variable et des ratios LTV conservateurs (~50-60 %). Ces structures offrent généralement une résilience sur des marchés volatils et une couverture contre la hausse des taux d'intérêt, ce qui en fait une option attractive pour les investisseurs en quête de stabilité.

INFRASTRUCTURE

A photograph of a winding asphalt road with a yellow center line and a green guardrail, leading towards a large white wind turbine on a grassy hill. In the background, several other wind turbines are visible on distant hills under a clear blue sky. A semi-transparent white banner is overlaid on the upper part of the image, containing the word "INFRASTRUCTURE" in bold red capital letters.

**GILLES LENGAIGNE**

Managing Partner, Head of
Origination and Corporate
Development,
Infranity

Des opportunités majeures dans les infrastructures européennes

Les infrastructures continuent de s'imposer comme une classe d'actifs résiliente et dynamique, avec des perspectives solides pour 2026.

Le marché européen des infrastructures offre une opportunité d'investissement particulièrement attractive, portée par des mégatendances structurelles et un soutien politique robuste. Les deux impératifs que sont la décarbonation et la numérisation transforment les économies, générant une demande sans précédent de capitaux pour financer des actifs essentiels. Selon la Commission européenne, 5 400 milliards d'euros supplémentaires seront nécessaires entre 2025 et 2031 pour atteindre les objectifs climatiques et de connectivité, avec un déficit annuel estimé entre 400 et 600 milliards d'euros que les marchés privés devront combler.

Les investisseurs institutionnels sont de plus en plus attirés par les infrastructures en raison de leurs caractéristiques distinctives : flux de trésorerie stables indexés sur l'inflation, faible corrélation avec les marchés cotés et protection contre les baisses. Ces atouts font des infrastructures un puissant outil de diversification et une source de revenus prévisibles à travers les cycles. En Europe, les opportunités couvrent à la fois les stratégies actions et obligataires, offrant une flexibilité sur l'ensemble de la structure du capital. Les stratégies obligataires à rendement amélioré peuvent générer des rendements de l'Euribor + 550 à 600 points de base, tandis que les investissements actions « core-plus » visent des TRI bruts supérieurs à 13 %, combinant rendement et création de valeur à long terme¹.

Nos convictions sectorielles pour 2026 et au-delà reposent sur des fondamentaux solides :

- **Transformation numérique** : la croissance exponentielle des données, le cloud computing et l'intelligence artificielle stimulent la demande pour les centres de données, les réseaux en fibre optique et la connectivité 5G. Les infrastructures numériques durables sont désormais aussi stratégiques que l'étaient autrefois les réseaux de transport ou d'électricité.
- **Transports décarbonés** : l'électrification des transports individuels et collectifs, ainsi que les investissements dans le fret ferroviaire et les systèmes de transport public, redéfinissent la mobilité et la logistique tout en soutenant les objectifs climatiques.
- **Environnement, eau et déchets** : la réglementation liée à l'économie circulaire et la raréfaction des ressources stimulent les investissements dans les plateformes de recyclage, les installations de traitement de l'eau et les solutions d'efficacité industrielle. D'ici 2030, l'UE vise à recycler 65 % des déchets d'emballage et à réduire la mise en décharge à moins de 10 % des déchets totaux, créant un marché considérable pour les opérateurs durables.

Si les besoins d'investissement dans ces secteurs sont immenses, une part significative des opportunités se situe dans le segment mid-market, qui offre certaines des propositions de valeur les plus attractives.

Pour les investisseurs, les infrastructures européennes représentent une combinaison rare de taille, durabilité et résilience. Avec des gestionnaires expérimentés déployant des capitaux à un rythme soutenu et intégrant des objectifs ESG, nous considérons cette classe d'actifs comme une pierre angulaire des portefeuilles en quête de performance ajustée au risque à long terme pour 2026 et les années à venir.

¹ Source : Infranity à fin Novembre 2025

Des rendements défensifs, en toute logique : un vent porteur pour l'infrastructure verte européenne



CHRISTOPHER DEVES
Partner and Head of Investor
Relations,
Sosteneo Infrastructure
Partners

Pour les investisseurs institutionnels, 2026 marque un tournant décisif dans le paysage énergétique européen : une phase où déploiement des énergies propres, résilience des systèmes et impératifs de sécurité deviennent indissociables. Dans les sphères politiques, industrielles et financières, la conviction s'affirme que les systèmes énergétiques doivent être plus robustes et moins dépendants des importations ou de sources concentrées. Ainsi, les infrastructures renouvelables « *greenfield* » passent d'une priorité climatique à un pilier central de la stratégie de stabilité à long terme en Europe.

Les perturbations récentes ont montré à quel point les faiblesses des systèmes énergétiques peuvent rapidement se traduire par une exposition économique plus large. Cela a incité les décideurs politiques à renforcer la production nationale, à diversifier les sources d'énergie et à améliorer la flexibilité. Dans ce contexte, l'énergie renouvelable, le stockage par batterie et les nouvelles infrastructures de réseau sont appréciés non seulement pour la décarbonisation, mais aussi pour les avantages en matière de sécurité qui découlent d'une production dispersée, d'une capacité de secours renforcée et d'une dépendance réduite à l'égard des sources d'énergie concentrées ainsi que des importations d'énergie provenant de l'étranger.

Pour les investisseurs, il est important de noter que le changement d'orientation vers la défense et la résilience accélère la formation de capital. Les institutions publiques consacrent davantage de ressources à l'innovation à double usage et aux infrastructures qui soutiennent la compétitivité industrielle, tandis que le capital privé cible de plus en plus des actifs alignés sur ces besoins systémiques à long terme. Concrètement, cela génère un flux croissant d'investissements dans des technologies qui garantissent une électrification sécurisée, un approvisionnement fiable et

une continuité opérationnelle. Cela constitue un vent porteur durable pour les nouvelles infrastructures propres, avec des implications commerciales et financières clairement positives pour les investisseurs qui allouent des capitaux à cette classe d'actifs

Pour Sosteneo, cette dynamique renforce la pertinence de notre stratégie. Les projets Greenfield dans les énergies renouvelables, le stockage par batteries et l'amélioration des infrastructures de réseau apportent la capacité résiliente et pérenne que l'Europe cherche à développer à grande échelle. Notre approche industrielle et notre capacité à nous associer avec des acteurs du secteur énergétique permettent de livrer ces projets rapidement, tout en bénéficiant de revenus contractuels de long terme, parfaitement adaptés aux portefeuilles institutionnels. Le résultat est un accès à des infrastructures essentielles qui répondent à des défis systémiques, pouvant offrir des revenus contractuels à long terme et des caractéristiques de flux de trésorerie généralement associées aux actifs d'infrastructure.

En 2026, l'interaction entre la résilience du système énergétique et le programme de sécurité au sens large continuera de façonner les investissements dans les infrastructures à travers l'Europe. Les investisseurs qui s'associent à des gérants spécialisés capables de créer, de structurer et de livrer de nouveaux actifs essentiels dans le domaine des énergies propres seront bien placés pour bénéficier de la prochaine phase de croissance.



GENERALI
INVESTMENTS

Pour plus d'informations :

www.generali-investments.com

INFORMATIONS IMPORTANTES

Cette communication a été préparée par Generali Investments sur la base des informations et des opinions des sociétés de gestion d'actifs affiliées, en s'appuyant sur des sources internes et externes au Groupe Generali. Bien que ces informations soient considérées comme fiables aux fins du présent document, aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité de ces informations ou opinions. Les informations, opinions, estimations et projections contenues dans ce document sont à la date de cette publication et ne représentent que le jugement de la société de gestion d'actifs affiliée respective et peuvent être modifiées sans préavis. Elles ne doivent pas être considérées comme une recommandation, explicite ou implicite, concernant une stratégie ou un conseil d'investissement. Avant de souscrire à une offre de service d'investissement, chaque client potentiel recevra tous les documents prévus par la réglementation en vigueur, qu'il est tenu de lire attentivement avant de prendre toute décision d'investissement. Les sociétés de gestion citées peuvent avoir pris, et peuvent prendre à l'avenir, des décisions d'investissement pour les portefeuilles gérés qui sont contraires aux opinions exprimées ici. Generali Investments et les sociétés de gestion d'actifs affiliées n'assument aucune responsabilité en cas d'erreurs ou d'omissions et ne peuvent être tenues pour responsables des dommages ou pertes résultant d'une mauvaise utilisation des informations fournies dans le présent document.

À propos de Generali Investments

Generali Investments comprend Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio, Infranity, Sycomore Asset Management, Aperture Investors LLC (y compris Aperture Investors UK Ltd), Plenisher Investments S.p.A. Società di gestione del risparmio, Lumyna Investments Limited, Sosteneo S. p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Real Estate S.p.A. Società di gestione del risparmio, Conning* et parmi ses filiales Global Evolution Asset Management A/S - y compris Global Evolution USA, LLC et Global Evolution Fund Management Singapore Pte. Ltd - Octagon Credit Investors, LLC, Pearlmark Real Estate, LLC ainsi que Generali Investments CEE. *Comprend Conning, Inc, Conning Asset Management Limited, Conning Asia Pacific Limited, Conning Investment Products, Inc, Goodwin Capital Advisers, Inc (collectivement, « Conning »). Conning fait partie du Groupe Generali, fondé en 1831 à Trieste sous le nom d'Assicurazioni Generali Austro-Italiche et qui est l'un des leaders dans les secteurs de l'assurance et de la gestion d'actifs

Your Partner for Progress.