

Inversion des rôles

Perspectives d'investissement 2026

Sommaire

Avant-propos	03
Perspectives macroéconomiques et conséquences d'investissement	05
Enjeux essentiels	09
Analyses	
L'IA dope la demande électrique : quel impact sur le crédit ?	14
Le rôle de l'or évolue	17
IA : un nouveau cycle qui rebat les cartes du leadership	20

Fourni à titre d'information, le présent commentaire offre une vue globale de l'évolution récente de la conjoncture économique. Il s'agit d'un support marketing qui ne constitue ni un conseil d'investissement ni une recommandation d'achat ou de vente d'investissement à destination des lecteurs.

Il n'a pas été préparé conformément aux obligations légales censées promouvoir l'indépendance en recherche en investissement et n'est soumis

à aucune interdiction en matière de négociation préalablement à sa diffusion. Les points de vue exprimés dans ce document ont été énoncés lors de sa préparation et sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés

à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis. HSBC Global Asset Management décline toute responsabilité au cas où ces prévisions, projections ou objectifs ne se réaliseraient pas.

Avant-propos

AVANT-PROPOS

MACROÉCONOMIE

ENJEUX ESSENTIELS

ANALYSE
OBLIGATAIRE

ANALYSE
MULTI-ASSET

ANALYSE
ACTIONS



Avant-propos de notre Directeur des investissements

Bienvenue à la présentation de nos Perspectives d'investissement mondiales de fin d'année pour 2026, intitulées « *Inversion des rôles* ». Le thème retenu pour 2026 reflète les mutations qui interviennent sur les marchés financiers et dans les économies, avec une redéfinition complète des tendances traditionnelles.

L'ère qui a suivi la crise financière mondiale, caractérisée par l'exceptionnalisme américain et des stratégies d'investissement prévisibles, cède progressivement la place à une économie mondiale à la fois multipolaire et plus équilibrée.

Les États-Unis, aux prises avec une inflation persistante, des baisses de taux modestes et un marché du travail fragile, voient leurs prévisions de croissance converger vers celles des autres pays développés. Parallèlement, les marchés émergents, en particulier en Asie, continuent à porter la croissance mondiale. Certains pays comme l'Inde, l'Indonésie et certains marchés frontières sont devenus les principaux moteurs de la dynamique économique mondiale. Malgré ses difficultés récentes, la Chine assume toujours un rôle moteur. Le pays profite de politiques de soutien ciblées qui stabilisent son économie et renforcent sa domination dans les nouvelles technologies et l'IA.

Cette évolution de la conjoncture macroéconomique va de pair avec des mutations majeures sur les marchés financiers internationaux. Après une période marquée par la surperformance indécrite du marché américain, prolongée par l'essor de l'IA, mais aussi par les dépenses d'investissement et les promesses de revenus associées, on assiste désormais à une montée en puissance de l'Europe et de l'Asie.

Source : HSBC AM, novembre 2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.

Compte tenu de la remise en cause croissante des hypothèses traditionnelles en matière de sécurité et de croissance, le contexte d'investissement de 2026 imposera également une capacité d'adaptation accrue. Après le rebond de 2025, alimenté par l'augmentation des valorisations, la croissance des bénéfices, la productivité et les cycles d'investissement vont devoir valider les prix de marché actuels, qui ont atteint des niveaux très élevés sur certains segments.

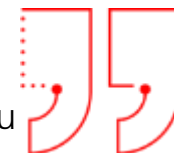
L'envolée des investissements dans les infrastructures d'IA illustre bien cette tendance, mais les retours sur investissement restent à confirmer, alors que les bénéfices sont inégalement répartis. Cette situation favorise des régions comme l'Europe et l'Asie ou encore certains marchés émergents, dont les valorisations plus attractives et les catalyseurs - comme les politiques de relance et la normalisation des échanges commerciaux - offrent des facteurs de soutien supplémentaires.

La redéfinition du concept de sécurité en matière de construction de portefeuille joue également un rôle majeur. Les emprunts d'État à long terme, autrefois synonymes de positionnement défensif, perdent de leur superbe en raison des contraintes budgétaires, de la persistance de l'inflation et des incertitudes politiques. C'est pourquoi les investisseurs s'intéressent de plus en plus aux actifs alternatifs (dette privée, infrastructures et hedge funds) pour accroître la diversification et la résilience de leurs portefeuilles. La dette privée continue notamment d'attirer l'attention sur des segments de bonne qualité et générateurs de liquidités. Quant aux infrastructures cotées et aux actifs réels, ils offrent également des opportunités intéressantes, en phase avec les tendances structurelles à long terme, comme l'essor des énergies renouvelables et l'urbanisation.

Comme la dynamique du leadership de marché se fait de plus en plus instable, que ce soit au niveau géographique, sectoriel ou des classes d'actifs, il convient d'adopter une approche plus globale en matière d'allocation d'actifs.

Dans les pages qui suivent, nous passons en revue ces mutations structurelles ainsi que d'autres tendances clés afin de vous offrir des éclairages précieux et de vous aider à préparer l'année qui se profile.

« En 2026, il faudra s'affranchir quelque peu des leaders traditionnels du marché et s'adapter à des conditions moins directionnelles. »



Xavier Baraton

Directeur des investissements

Perspectives macroéconomiques et conséquences d'investissement



Perspectives macroéconomiques et conséquences d'investissement

L'année 2026 approchant à grands pas, les marchés mondiaux s'adaptent aux prémices d'une expansion économique plus équilibrée et moins centrée sur les États-Unis.

Le monde post-crise financière mondiale, longtemps dominé par l'exceptionnalisme américain, des politiques monétaires « survitaminées » et des principes d'investissement prévisibles, fait place à des interactions plus complexes. Le contexte se caractérise désormais par une inflation persistante, des baisses de taux modestes et des politiques incertaines, autant de facteurs qui remettent en question les normes historiques et imposent de remettre à plat les notions de risque et de performance, ainsi que les grands préceptes de construction de portefeuille.

Notre thème « Inversion des rôles » témoigne des nouveaux rôles endossés par les différentes classes d'actifs et régions. Les actifs américains, longtemps la pierre angulaire des portefeuilles mondiaux, subissent une réévaluation complète, et les investisseurs se mettent en quête d'opportunités plus diversifiées sur le plan géographique et stratégique.

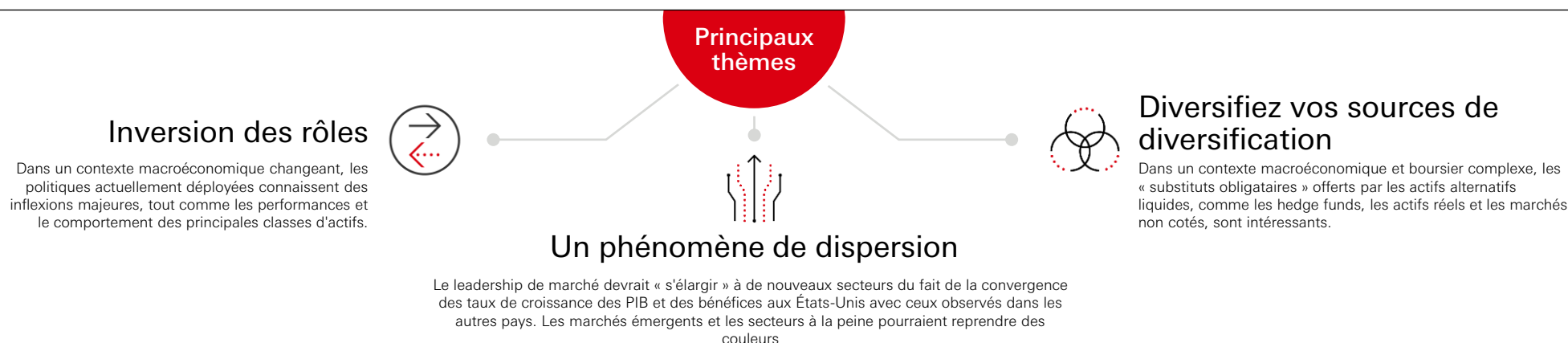
Les marchés émergents, souvent considérés comme volatils, font preuve d'une résilience accrue, grâce aux réformes structurelles et aux mesures de réduction des risques. L'Asie continue de doper la croissance du PIB mondial. L'économie indienne profite de sa demande intérieure face aux tendances extérieures, alors que la Chine se stabilise grâce à des politiques de relance ciblées, aux investissements dans l'IA et à l'essor des secteurs technologiques. Pendant ce temps, l'Europe est en plein renouveau. Les économies des pays périphériques tirent la croissance pour la première fois depuis des années, à la faveur de politiques judicieuses et de la disparition des anciens obstacles à leur croissance.

Cette thématique intègre également la perspective d'un phénomène de dispersion, qui permettrait aux secteurs et aux marchés auparavant à la traîne de rattraper leur retard, grâce à une convergence des taux de croissance des différentes économies. En dehors des États-Unis, les marchés semblent bien placés pour voir leurs performances s'améliorer, à la faveur d'une embellie des prévisions de bénéfices et d'une synchronisation de la croissance mondiale.

Le boom des investissements dans l'IA, qui ne concerne plus

seulement l'univers technologique mais des secteurs comme la santé, les services aux collectivités, la construction et les matériaux de base, illustre bien cette tendance. Le secteur technologique asiatique, en particulier en Chine et en Inde, fait désormais office d'alternative compétitive aux valeurs technologiques américaines, grâce à des valorisations plus attractives et une capacité d'innovation solide. Cette diversification des moteurs de marché offre aux secteurs et aux régions qui ont longtemps sous-performé la possibilité de rattraper leur retard, reléguant ainsi au second plan la domination des marchés américains et leur composante technologique.

Enfin, notre préconisation de « Diversifiez les sources de diversification » souligne l'importance d'intégrer des actifs alternatifs dans les portefeuilles pour composer avec cet environnement en constante évolution. Si les actifs alternatifs liquides, comme les hedge funds et la dette privée, offrent une certaine résilience, les actifs réels et le private equity (capital-investissement) devraient permettre d'exploiter des thèmes de croissance à long terme comme la transition énergétique, l'urbanisation et les évolutions démographiques.



Source : HSBC AM, novembre 2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.



Scénarios

Le contexte macroéconomique de 2026 dépendra de l'ampleur des dépenses d'investissement, de l'évolution des marchés du travail et des réponses des banques centrales.

Selon notre scénario central, intitulé « Convergence des marchés », la croissance mondiale restera modérée mais régulière, soutenue par les investissements ininterrompus dans les technologies et les infrastructures, une amélioration progressive des échanges commerciaux et des conditions plus stables dans les grandes économies.

Malgré son ralentissement généralisé dans de nombreuses régions, l'inflation n'a pas complètement renoué avec ses niveaux antérieurs, ce qui maintient les taux dans une fourchette plus élevée qu'avant la pandémie. Avec des politiques monétaires non pas radicales mais prudentes, les marchés évoluent dans un environnement globalement favorable mais qui impose une grande sélectivité.

Graphique 2 : Scénarios macro et de marché

		Les fissures se multiplient Scénario pessimiste	Convergence des marchés Scénario central	Essor de l'IA Scénario optimiste
Macro		<ul style="list-style-type: none">◆ Catalyseurs : Les politiques restrictives et les déséquilibres au niveau de la croissance entraînent des fissures sur le marché du travail◆ Croissance : Ralentissement brutal en raison de la prudence des ménages et des déceptions en matière de bénéfices◆ Inflation : Une inflation obstinément élevée, mais la récession détruit la demande◆ Politiques : La Fed, d'abord plus prudente, assouplit radicalement sa politique en raison des dommages causés à la croissance	<ul style="list-style-type: none">◆ Catalyseurs : Les droits de douane pèsent sur les États-Unis, mais sont en partie compensés par les investissements dans l'IA. Soutien des politiques (« policy put ») en Europe/Chine◆ Croissance : Une croissance américaine moins exceptionnelle, autour de 2,0 %, malgré les investissements massifs dans l'IA◆ Inflation : Supérieure à 3 % aux États-Unis, avant un repli. Proche de l'objectif dans de nombreux pays développés/émergents◆ Politiques : La Fed réduit ses taux à un niveau neutre (3-3,50 %). Assouplissement modeste dans de nombreux pays développés/émergents	<ul style="list-style-type: none">◆ Catalyseurs : La forte augmentation des investissements dans l'IA et les effets de richesse entraînent un boom économique plus large.◆ Croissance : Réaccélération aux États-Unis, à environ 3,0 %. Les esprits animaux et l'IA stimulent la croissance mondiale◆ Inflation : La demande soutenue et généralisée maintient l'inflation américaine autour de 3,0 %◆ Politiques : Cycle d'assouplissement écourté, mais la Fed s'accommode d'une inflation supérieure à l'objectif
Marché		<ul style="list-style-type: none">◆ Actions : Marché baissier historique du S&P500. Les secteurs cycliques sont les plus vulnérables. Envolée de l'indice VIX◆ Obligations : Pentification des courbes du fait du niveau obstinément élevé des rendements à long terme. Élargissement des spreads de crédit◆ Marchés émergents : Pénalisés par le ralentissement de la croissance mondiale et les problématiques commerciales	<ul style="list-style-type: none">◆ Actions : Élargissement du leadership de marché. Le S&P500 à la traîne des autres marchés. Épisodes de volatilité◆ Obligations : Les rendements évoluent dans une fourchette étroite. Risque de hausse des spreads de crédit. Les obligations IG servent de substitut obligataire◆ Marchés émergents : Marché haussier grâce à une croissance plus soutenue, à l'innovation technologique en Asie et à des valorisations faibles	<ul style="list-style-type: none">◆ Actions : Surperformance des États-Unis S&P500 à + de 7 000 points. Progression des actions coréennes, taïwanaises et à bêta élevé◆ Obligations : Risque de hausse des rendements sous l'impulsion de la vigueur de la croissance. Les spreads de crédit demeurent serrés◆ Marchés émergents : Progression des marchés émergents grâce à l'appétence pour le risque et aux valeurs technologiques asiatiques, mais limitée par l'évolution du dollar américain.

Source : HSBC AM, novembre 2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.



Conséquences en matière d'investissement

Les investisseurs exposés aux marchés émergents et aux classes d'actifs non américaines ont connu une année 2025 exceptionnelle. Selon nous, les marchés internationaux vont encore afficher des performances solides l'année prochaine.

Cela n'exclut pas nécessairement une poursuite de la hausse des actions américaines grâce à l'engouement pour l'IA. Toutefois, de nombreux signaux tendent à montrer que les investisseurs ont tout intérêt à accroître leur allocation aux marchés non américains.

En Europe et dans certaines régions d'Asie, les trajectoires des bénéfices s'améliorent et les valorisations sont moins élevées qu'aux États-Unis. En Europe, les politiques de soutien, la diminution des contraintes d'approvisionnement et les programmes d'investissement ciblés devraient créer de la valeur.

En Asie, la chaîne d'approvisionnement du secteur technologique reste l'un des principaux bénéficiaires de la construction d'infrastructures de traitement des données, et cette tendance dépasse le cadre des semi-conducteurs. Les pays où les réformes ont renforcé les systèmes financiers et réduit la volatilité permettent désormais de s'exposer à des valeurs de croissance et défensives. C'est notamment le cas de certains pays émergents qui, par rapport aux cycles précédents, profitent d'une moindre volatilité de l'inflation, de politiques monétaires crédibles et de marchés de capitaux qui ont gagné en maturité.

Sur les marchés obligataires, la stabilité relative des rendements et le faible potentiel de baisse des spreads réduisent l'intérêt d'une exposition au bêta et plaident en faveur de stratégies de génération de revenu.

Les titres de crédit de bonne qualité remplacent de plus en plus l'exposition traditionnelle à la duration, en particulier dans les régions dont les trajectoires budgétaires réduisent le caractère défensif des obligations souveraines.

Quant à la dette locale des marchés émergents, elle bénéficie d'une dynamique inflationniste plus stable et d'une base accrue d'investisseurs domestiques, ce qui réduit la dépendance vis-à-vis des flux extérieurs.

Cette évolution de la hiérarchie des risques et en matière de sécurité a également renforcé l'importance des actifs stratégiques sources de diversification, qui sont souvent considérés comme des outils tactiques. Les investisseurs considèrent de plus en plus l'or, les sources alternatives de revenus et certaines stratégies de hedge funds comme des piliers de la résilience des portefeuilles, et non comme des couvertures temporaires.

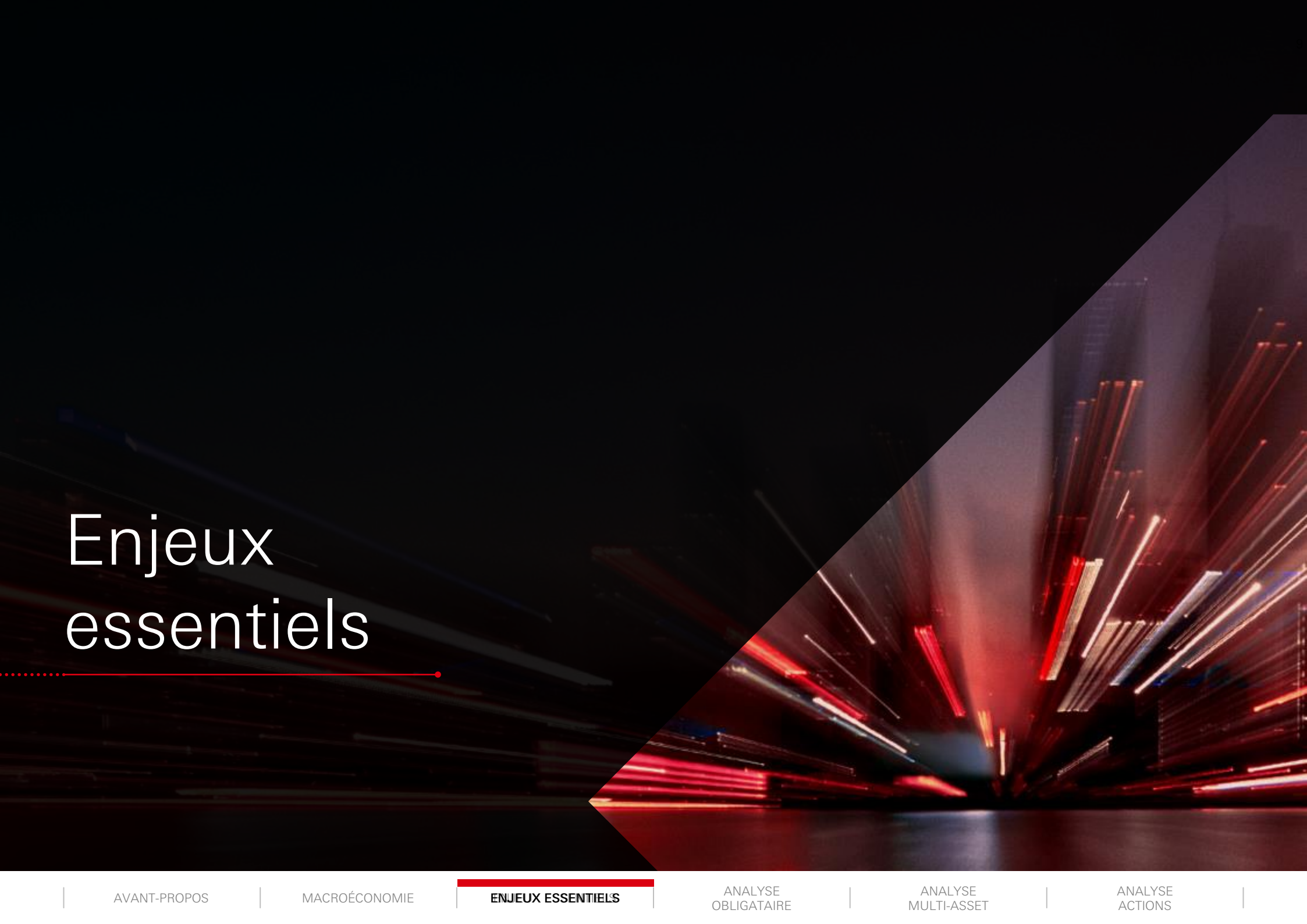
Ces inflexions témoignent d'un cycle de marché alimenté par les bénéfices, qui met la sélectivité, la gestion rigoureuse des valorisations et de nouvelles formes de défense au cœur des allocations mondiales. Autrement dit, en 2026, le leadership de marché ne dépendra pas des régions affichant la croissance la plus vigoureuse, mais de celles où le niveau des certitudes augmentera.

Graphique 3 : Opinions par classe d'actifs ▲ Positif / ↔ Neutre / ▼ Biais négatif

Actions		Emprunts d'État		Obligations privées		Matières premières, actifs alternatifs et devises		Actifs asiatiques	
Classe d'actifs	Opinion	Classe d'actifs	Opinion	Classe d'actifs	Opinion	Classe d'actifs	Opinion	Classe d'actifs	Opinion
Marchés développés (MD)	↔/▲	Marchés développés (MD)	↔	Oblig. mondiales investment grade (IG)	▲	Or	▲	Emprunts d'État pan-asiatiques	▲
États-Unis	↔	Bons du Trésor US à 10 ans	↔	IG en USD, en EUR et en GBP	▲	Pétrole	▼	Actions asiatiques (hors Japon)	↔/▲
Royaume-Uni	↔	Gilts à 10 ans	▲	Oblig. IG asiatiques	▲	Dette privée	▲	Chine	▲
Zone euro	↔/▲	Bunds à 10 ans (Allemagne)	▲	Obligations mondiales à haut rendement	↔/▼	Actifs réels	▲▲	Inde	▲
Japon	▲	Japon	▼	HY États-Unis / Europe	▼	Hedge funds (fonds alternatifs)	▲▲	Hong Kong	▲
Marchés émergents	▲	Obligations indexées sur l'inflation	↔/▲	HY Asie	▲	Capital-investissement (entreprises non cotées)	↔	Devises asiatiques	▲
Amérique latine	▲	Dette émergente (en devise locale)	▲▲	Dette émergente (en devise forte)	▲	Dollar américain	▼	CNY	▲
Pays frontières	▲	Inde	▲▲	Crédit titrisé	▲	Devises émergentes	▲▲	JPY	▲

Source : HSBC AM, novembre 2025. Notre opinion correspond à une vue au-delà de 12 mois sur les investissements dans les grandes classes d'actifs au sein de nos portefeuilles. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.

Enjeux essentiels



AVANT-PROPOS

MACROÉCONOMIE

ENJEUX ESSENTIELS

ANALYSE
OBLIGATAIRE

ANALYSE
MULTI-ASSET

ANALYSE
ACTIONS



Enjeux essentiels

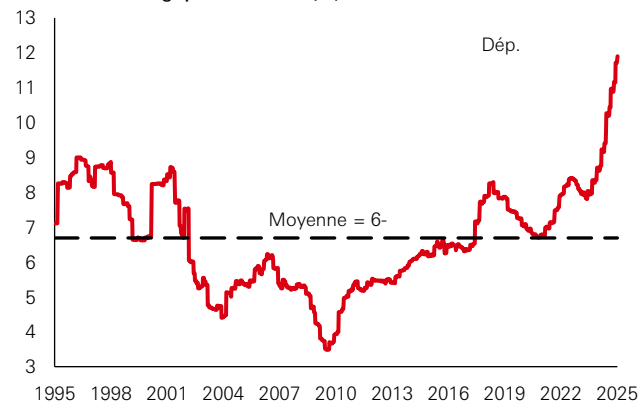
Pourquoi les marchés sont-ils si optimistes et quels sont les véritables risques liés à l'IA ?

Les marchés mondiaux évoluent toujours comme si les perspectives étaient exceptionnellement favorables. Les grands indices sont au plus haut, les spreads de crédit restent très serrés et la volatilité demeure modérée. Dans le même temps, l'inflation n'a pas renoué avec ses niveaux antérieurs, les trajectoires budgétaires restent incertaines et les dépenses d'investissement sont fortement concentrées sur un seul et même thème. La divergence entre l'appétence pour le risque et les risques sous-jacents témoigne d'un constat clair : c'est plus la résilience des bénéfices et l'assouplissement anticipé des politiques monétaires qui ont dopé les performances, et non une vigueur généralisée de l'économie.

Les États-Unis restent le pilier de cet optimisme. Selon les anticipations, la croissance des bénéfices devrait encore ressortir aux alentours de 13/14 % en 2025. Elle sera soutenue par les grandes entreprises, en particulier celles qui disposent d'un fort pouvoir de fixation des prix, d'effets de réseau ou de projets d'investissement soutenus par les politiques sectorielles, qui devraient résister à la demande inégale des consommateurs. La consommation se maintient malgré une légère dégradation et le ralentissement du marché du travail ne s'est pas encore traduit par une baisse des marges. Cette tendance a limité la désinflation salariale et maintenu l'inflation à près de 3 %. Les politiques récentes ont soutenu les investissements et la baisse des rendements des bons du Trésor ont réduit la pression sur les taux d'actualisation. Les investisseurs ont donc dû composer avec une hausse des valorisations.

La principale vulnérabilité des marchés réside toutefois dans la dépendance disproportionnée des bénéfices aux investissements dans l'IA. Une part extrêmement élevée de la croissance prévue des bénéfices dépend désormais des infrastructures d'IA, de la croissance des centres de données et de l'évolution des capacités de calcul. Les investissements des hyperscalers et des fabricants de semi-conducteurs se sont envolés, à la faveur des incitations fiscales et des politiques sectorielles. Mais compte tenu des incertitudes suscitées par ce modèle économique, on peut se demander si les dépenses dédiées au cloud computing soutiendront la croissance des chiffres d'affaires suffisamment rapidement pour protéger les performances. Comme plusieurs entreprises prévoient des dépenses d'investissement plus rapides que la croissance de leurs revenus, les ROE pourraient diminuer si la demande n'accélère pas. Les mesures incitatives entraînant une augmentation mécanique des dépenses, de même que les performances financières vont être surveillées de près en 2026.

Graphique 1 : Dépenses d'investissement/chiffre d'affaires dans le secteur technologique américain (%)



Source : HSBC AM, Refinitiv, Datastream, octobre 2025

Parallèlement, les valeurs technologiques américaines sont moins immunisées qu'auparavant. La Chine est devenue un concurrent direct dans les secteurs de la high tech, de la robotique, des batteries, des chaînes d'approvisionnement des véhicules électriques et de l'énergie nucléaire. Même si les tensions géopolitiques freinent les flux transfrontaliers, la diffusion des technologies s'accélère grâce aux chaînes d'approvisionnement régionales. Ce phénomène réduit la prime de valorisation généralement octroyée aux entreprises technologiques américaines du fait de leurs avantages concurrentiels. Parallèlement, les valorisations globales du marché américain commencent à montrer de premiers signes d'essoufflement, ce qui plaide en faveur d'une sélectivité accrue plutôt que d'un simple retour au leadership des méga-capitalisations.

Tous ces facteurs montrent qu'il est nécessaire de faire une distinction entre la thématique de croissance globale et la véritable trajectoire des bénéfices. L'IA pourrait rester un moteur de croissance majeur, mais les investisseurs ne doivent pas payer la même prime pour tous les acteurs de l'écosystème. Par conséquent, mieux vaut s'affranchir des capitalisations américaines et privilégier des entreprises gérant mieux leur capital, dont les valorisations intègrent des attentes moins élevées et possédant des sources de revenus plus diversifiées.

En d'autres termes, si les perspectives des marchés semblent très optimistes, ce n'est pas parce que le risque a disparu, mais parce que les prévisions de bénéfices n'ont pas encore été remises en question. Lorsque la progression des bénéfices devient le critère principal, ce sont les entreprises et les régions capables de convertir leurs investissements en bénéfices qui seront récompensées, et non simplement celles qui sont alignées sur la thématique.

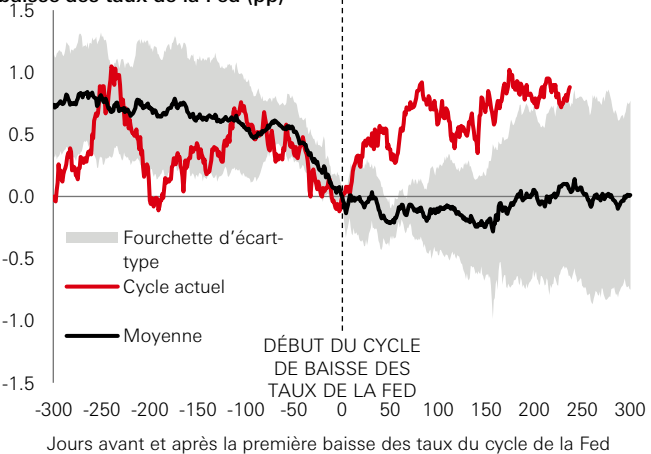
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Source : HSBC AM, novembre 2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.



Les bons du Trésor américain peuvent-ils encore diversifier les portefeuilles ?

Les bons du Trésor ont longtemps été considérés comme la couverture idéale des portefeuilles, mais cette hypothèse s'affaiblit. La capacité des emprunts d'État américains à compenser les baisses des actions reposait sur trois conditions : une inflation stabilisée autour de 2 %, une rigueur budgétaire préservant la crédibilité de l'État souverain et une capacité d'assouplissement marquée de la politique monétaire sans entraîner de véritables contraintes. Aujourd'hui, aucune de ces conditions n'est vraiment remplie. L'inflation semble s'être stabilisée autour de 3 %, ce qui correspond davantage à un plancher qu'à un plafond. Les dynamiques budgétaires se détériorent et les baisses de taux ne font plus autant baisser les rendements. Historiquement, lorsque l'inflation dépasse 2,5 %, les bons du Trésor ne protègent guère des actions, et c'est le cas aujourd'hui.

Graphique 2 : Écart de rendement à 30 ans depuis la première baisse des taux de la Fed (pp)



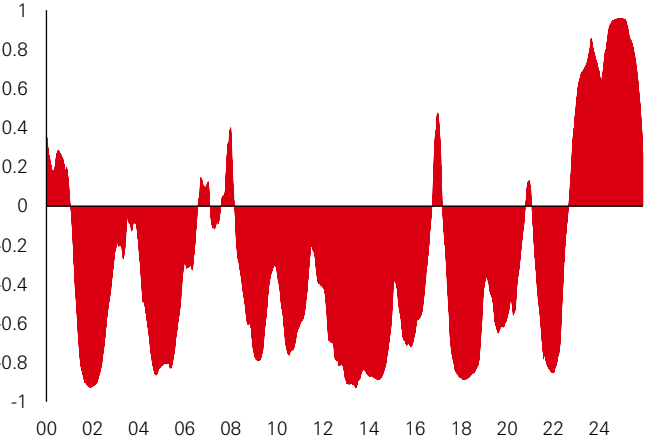
Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures

Source : HSBC AM, octobre 2025. Depuis 1989.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Source : HSBC AM, novembre 2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.

De plus, l'assouplissement de la politique monétaire américaine n'a pas entraîné le rebond anticipé des obligations à long terme. Augmentation des émissions obligataires, évolution de la gestion des réserves de change des banques centrales étrangères et politique commerciale américaine incertaine, autant de facteurs qui ont dégradé le profil défensif des bons du Trésor.

Graphique 3 : Corrélation mobile sur 18 mois entre le S&P 500 et le taux américain à 10 ans



Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures

Source : Macrobond, Bloomberg, HSBC AM, novembre 2025

Il est donc nécessaire de diversifier les actifs sources de diversification et de rechercher des substituts qui ne dépendent pas uniquement de la baisse des rendements. Dans ce contexte, les obligations privées de bonne qualité se démarquent clairement. De nombreux émetteurs ont allongé leurs échéances, réduit leur endettement et constitué des réserves de trésorerie.

Certains segments du marché investment grade sont devenus plus défensifs que la dette souveraine sur une base ajustée du risque. En particulier lorsque les valorisations des emprunts d'États sont davantage influencées par la dynamique budgétaire que par la demande fondamentale.

Diversifier son exposition aux émetteurs souverains devient également une option de plus en plus judicieuse. Les emprunts d'État suisses sont de plus en plus prisés par les investisseurs du fait de la rarefaction des politiques budgétaires crédibles. L'homogénéité des emprunts d'État des marchés émergents a aussi diminué. En effet, plusieurs pays émergents déploient désormais des politiques monétaires orthodoxes, ont amélioré leur capacité à gérer l'inflation et disposent d'une base d'investisseurs locaux plus solide, ce qui renforce leur capacité de couverture par rapport aux cycles précédents.

Enfin, les actifs alternatifs ne sont plus des composantes tactiques, mais plutôt structurelles, de la capacité de défense des portefeuilles. Si les stratégies des hedge funds profitant de la dispersion des tendances macroéconomiques présentent des corrélations plus faibles, c'est précisément parce que les politiques sont devenues moins prévisibles. L'or est redevenu un actif protecteur, non pas contre la volatilité, mais contre les incertitudes des politiques et l'érosion de la confiance envers la situation financière des émetteurs souverains. Les marchés non cotés, du fait de leurs mécanismes de valorisation périodique, présentent une valeur de marché moins volatile, tandis que les actifs réels générateurs de revenus, comme les infrastructures, offrent une protection contre la baisse progressive des taux.

Dans ce contexte, diversifier les portefeuilles ne peut plus reposer uniquement sur la durée. Pour renforcer les portefeuilles, il convient désormais de se tourner vers le crédit, de diversifier les expositions souveraines et de s'intéresser aux actifs alternatifs, qui reflètent tous un monde où la sécurité d'un actif dépend moins de son image traditionnelle que de la crédibilité du régime qui le sous-tend.



Les risques budgétaires pourraient-ils provoquer le prochain choc macroéconomique mondial ?

Petit à petit, le marché a compris que la politique budgétaire était devenue, au détriment de la politique monétaire, le moteur marginal de la croissance, de l'inflation et de la stabilité financière. Depuis la pandémie, les déficits structurels sont importants, les dépenses publiques augmentent et les banques centrales doivent composer avec des référentiels plus élevés que d'habitude. Ce qui entraîne une inflexion dans la valorisation des dettes souveraines, un comportement différent des actifs refuges et un soutien à la demande mondiale.

L'expansion budgétaire n'est plus contracyclique mais structurelle. Le vieillissement de la population exerce des pressions supplémentaires en matière de retraite et de soins de santé. La transition énergétique impose des investissements massifs. Quant à la sécurité nationale et aux politiques industrielles, elles vont mettre en place des dispositifs de subvention sur plusieurs années. Impossible de rogner sur ces engagements sans en payer un prix politique élevé. Ils gravent dans le marbre des dépenses publiques structurellement plus élevées et creusent donc les déficits. L'exemple américain est parlant. D'une part, le déficit budgétaire reste élevé malgré le plein-emploi et, d'autre part, les politiques de soutien sectorielles dopent les dépenses d'investissement en dépit d'une demande incertaine. La question n'est pas de savoir comment résorber les déficits, mais comment les financer.

Ce phénomène réduit sensiblement le caractère défensif de la dette souveraine. Lorsque le taux d'inflation se stabilise autour de 3 %, les baisses de taux ont tendance à moins réduire les rendements, en particulier lorsque les émissions de dette augmentent. Les marchés émergents ne sont donc pas exposés au risque budgétaire, contrairement aux marchés développés. Si le Japon et la Suisse conservent leur crédibilité, les États-Unis, le Royaume-Uni et certains pays d'Europe ont du mal à réduire l'écart croissant entre les projets de dépenses et la volonté politique d'augmenter les recettes.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Source : HSBC AM, novembre 2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.

Le prochain choc a donc peu de chances d'être déclenché par des surprises au niveau de la croissance ou de l'inflation, mais plutôt par une réévaluation du risque souverain des pays autrefois considérés comme solides. Par conséquent, le contexte budgétaire ne remet pas en cause la diversification, il la réoriente.

La Chine peut-elle maintenir sa croissance ?

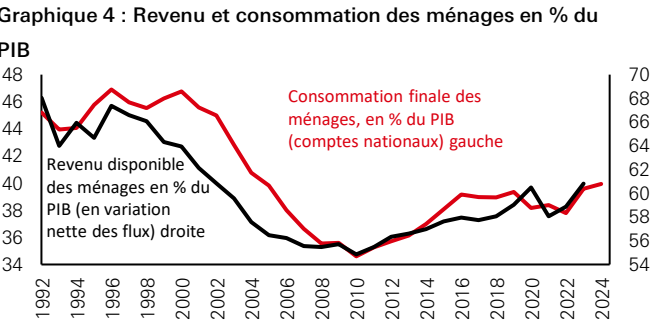
La Chine a enregistré l'une des progressions boursières les plus dynamiques de 2025. Toutefois, ce rebond n'est pas dû au cycle macroéconomique sous-jacent, toujours confronté à des difficultés structurelles, comme le désendettement des acteurs immobiliers, la morosité des consommateurs et les surcapacités industrielles. Les investisseurs apprécient surtout la transition structurelle de la Chine, qui a réduit le poids de la consommation dans la croissance pour privilégier les innovations technologiques susceptibles d'être exportées.

Sortant progressivement de la déflation, la Chine enregistre désormais une inflation modeste, ce qui permet aux autorités de soutenir l'économie via des mesures budgétaires et monétaires ciblées, sans risque de surchauffe. De nouveau modérément positif, l'IPC atténue la pression sur les prix des entreprises et soutient la croissance nominale, ce qui stabilise les bénéfices même sans rebond immédiat de la consommation. Contrairement aux pays occidentaux, cela a permis aux autorités de mettre en œuvre des mesures budgétaires plus ciblées (financement des plateformes d'innovation, de la modernisation de l'outil industriel et des infrastructures régionales), plutôt que de lancer un plan global visant à stimuler la consommation à court terme. Les politiques déployées renforcent donc la rentabilité dans les secteurs où la Chine bénéficie d'une bonne dynamique concurrentielle.

Si la Chine domine dans les secteurs des véhicules électriques, des batteries, de la robotique et du stockage d'énergie, c'est notamment grâce à la profondeur de ses chaînes d'approvisionnement et à ses innovations appliquées. Le pays a pris du retard dans les grandes plateformes d'IA, mais elle est de plus en plus compétitive dans le déploiement de l'IA dans le secteur industriel et les équipements d'automatisation.

Ces secteurs sont désormais des moteurs d'exportation capables de stimuler les bénéfices, même si la demande intérieure reste atone.

Toutefois, cet essor industriel ne peut pas être considéré isolément. Le risque ne réside pas dans la capacité du pays à rester compétitif, mais dans un éventuel décalage entre la bonne santé industrielle et le bien-être de la population. Si les salaires, la productivité du travail et la confiance des ménages ne s'améliorent pas, l'économie chinoise pourrait finir par ressembler à celle du Japon dans les années 1980, avec un haut degré d'innovation mais une faible inflation. En cherchant à accroître le poids de la consommation dans l'économie et en déployant des mesures « anti-involution », le gouvernement a compris que la croissance devait accroître l'efficacité des entreprises, mais aussi améliorer le bien-être de ses concitoyens.



Source : CEIC, HSBC AM, octobre 2025

La Chine ne devrait donc pas connaître un boom économique généralisé, mais les secteurs stratégiques répondant aux ambitions des autorités devraient conserver une bonne rentabilité, même sans une consommation robuste. C'est donc l'activité des entreprises qui soutiendra l'économie, plutôt que la consommation des ménages. La question n'est donc pas de savoir si la Chine peut maintenir sa croissance, mais d'identifier les entreprises capables de tirer profit de sa transition industrielle. La croissance chinoise sera alimentée par la viabilité des innovations industrielles et par les entreprises les mieux placées pour en profiter.



Compte tenu de l'inefficacité des approches de diversification traditionnelles, pourquoi les actifs alternatifs sont-ils devenus indispensables ?

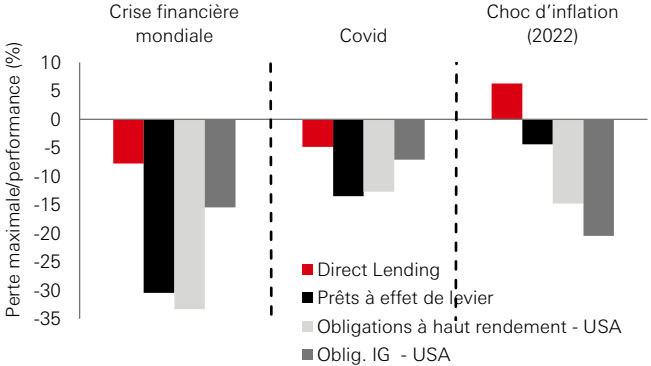
Pendant des décennies, les portefeuilles d'investissement ont surtout été composés d'actions et d'obligations. Mais la pandémie de COVID a remis en cause les bienfaits d'une telle répartition. Les chocs inflationnistes ont propulsé les rendements obligataires en forte hausse, sur fond de diminution des valorisations boursières. Les pressions budgétaires, les dépenses en matière de défense et la réorientation des politiques industrielles sous l'effet des droits de douane interrogent sur la viabilité de la santé financière des États. Le rôle de couverture défensive des emprunts d'État s'en trouve donc amoindri. Même le dollar américain et les bons du Trésor ont été malmenés lors des phases récentes de volatilité déclenchées par les politiques mises en œuvre.

Cette détérioration témoigne d'un problème structurel, à savoir que la diversification repose exclusivement sur les bilans financiers des États, qui sont devenus vulnérables aux mêmes forces qui provoquent l'instabilité macroéconomique. Dans le contexte actuel (inflation structurellement plus élevée, contraintes persistantes sur l'offre et tensions géopolitiques multipolaires), les investissements alternatifs peuvent assurer une diversification entre actifs, mais aussi entre les différents moteurs économiques des performances. Cette approche « traditionnelle optimisée » complète parfaitement les actions et les obligations avec des sources de performance alternatives, ce qui permet de retrouver le niveau de diversification que le modèle 60/40 ne peut plus garantir.

Les prêts directs (« Direct lending ») illustrent très bien cette situation. Ce segment de marché génère un revenu similaire à celui des actions, assure une bonne protection grâce à son lien de subordination élevé (« senior secured ») et offre un taux variable qui protège les performances réelles. Lors des périodes de tension, les prêts directs ont subi des pertes nettement moins importantes que les prêts à effet de levier ou les obligations

américaines à haut rendement. Cette résilience s'explique par le contrôle accru dont bénéficient les prêteurs sur les clauses restrictives et les garanties des contrats, et par leur influence sur les emprunteurs. Dans un contexte marqué par des taux élevés, une augmentation du risque de refinancement et une dispersion accrue, cette forme de crédit sert de stabilisateur plutôt que d'exposition procyclique.

Graphique 5 : Comparaison des pertes entre la dette privée et la dette publique



Source : HSBC AM, Bloomberg, JP Morgan, Cliffwater, septembre 2025. Indices utilisés : Indice JPM Leveraged Loan, indice Bloomberg US Corporate High Yield TR, indice Bloomberg US Corporate TR

Quant au capital-investissement et au capital-risque, ils renforcent encore davantage la diversification en créant de la valeur à des stades plus précoces du développement des entreprises. Les marchés publics représentent désormais une part de plus en plus faible de l'innovation mondiale, le nombre d'entreprises cotées aux États-Unis ayant diminué de plus de moitié depuis 2000.¹ En revanche, les entreprises non cotées financées par du capital-risque ont été multipliées par plus de vingt-cinq.¹ Les mutations actuelles, comme les infrastructures d'IA, la médecine de précision et les plateformes de technologies propres (« clean tech ») sont essentiellement financées sur les marchés privés bien avant leur apparition dans les indices publics. En accédant à ces marchés non cotés, les investisseurs à long terme peuvent exploiter l'intégralité des sources de la croissance mondiale.

Les actifs réels constituent le pilier défensif de l'approche « traditionnelle optimisée ». Ces actifs s'appuient sur des mégatendances séculaires, comme la transition énergétique, la numérisation et la modernisation des réseaux électriques, et sont moins dépendantes de l'évolution conjoncturelle du PIB.

Ils offrent une protection contre la volatilité de l'inflation, comme l'illustre leur performance sur les dix dernières années, ainsi qu'une participation au supercycle d'investissements qui recompose actuellement l'économie mondiale.

Cette architecture est complétée par des actifs alternatifs liquides, comme les hedge funds macro et les fonds multi-stratégies. En exploitant la dispersion des taux, des devises, des matières premières et la valeur relative entre actifs, ces actifs présentent des profils de performance convexes qui peuvent s'illustrer dans un environnement de marché aussi bien positif que négatif. Compte tenu des incertitudes suscitées par les politiques, de l'évolution des primes de risque et de la persistance de la volatilité, ces stratégies peuvent offrir la diversification que procuraient autrefois les obligations.

Ce qui rend l'évolution actuelle encore plus intéressante, c'est l'accès élargi et facilité à ces solutions d'investissement. Les réformes réglementaires au Royaume-Uni, en Europe et en Asie ont réduit les engagements financiers minimaux et amélioré la transparence. La gestion des actifs alternatifs n'en est pas simplifiée (la sélection des gestionnaires, la gouvernance et la discipline en matière de souscription demeurent cruciales), mais ils revêtent désormais une importance stratégique dans les portefeuilles. Pour résumer, les actifs alternatifs sont un choix approprié pour accroître la diversification, exploiter les sources de croissance structurelles et protéger les portefeuilles contre les forces macroéconomiques qui sapent le modèle traditionnel 60/40.

1 - « Unicorns, Decacorns and Hectocorns: The Private Companies Primer », BofA Securities, octobre 2025

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Source : HSBC AM, novembre 2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.

L'IA dope la demande électrique : quel impact sur le crédit ?



L'IA dope la demande électrique : quel impact sur le crédit ?

« Avec des dépenses d'investissement annuelles estimées à 30 milliards de dollars lors des cinq prochaines années pour financer les infrastructures énergétiques liées à l'IA aux États-Unis, les centres de données devraient entraîner d'importants volumes d'émissions de dette. »

L'essor de l'IA et l'expansion rapide des centres de données ont un impact croissant sur la demande mondiale en électricité. Selon les prévisions, la consommation va continuer à augmenter, en particulier après 2030. Malgré l'amélioration anticipée de l'efficacité, les prévisions à long terme ont été révisées à la hausse en raison du déploiement rapide de l'IA et de ses implications pour les infrastructures énergétiques.

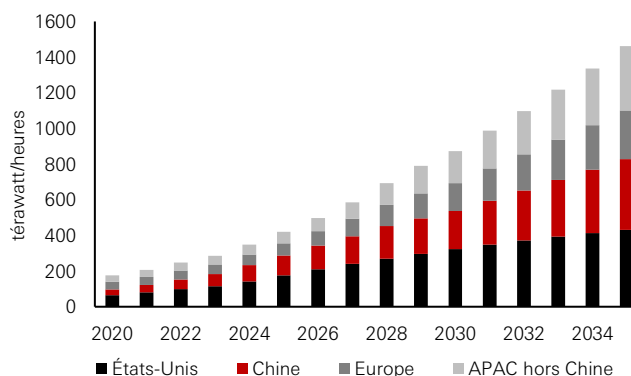
États-Unis : Un boom des émissions obligataires et des solutions de financement des infrastructures

Les États-Unis sont le principal moteur de la demande mondiale en électricité liée à l'IA et les centres de données y représentent une part élevée des nouveaux besoins en énergie. Au cours des cinq prochaines années, environ 30 milliards de dollars seront investis chaque année pour moderniser les infrastructures énergétiques en lien avec l'IA, sans compter les investissements supplémentaires réalisés par les fournisseurs d'énergie en amont et en aval de la chaîne de valeur.

Le gaz naturel joue un rôle clé pour répondre à cette demande du fait de sa fiabilité et de sa capacité à fournir une électricité ininterrompue, ce qui est essentiel pour les centres de données. D'ici 2030, les centres de données liés à l'IA devraient représenter jusqu'à 40 % de la nouvelle demande en électricité qui sera assurée par le gaz naturel aux États-Unis. Cette dynamique va renforcer les profils de crédit des producteurs de gaz naturel et des entreprises du segment « *midstream* », tout en alimentant la demande d'obligations finançant les infrastructures énergétiques.

Compte tenu du déploiement ultra-rapide de l'IA, le « délai de mise en service » (time-to-power) est devenu une contrainte majeure pour les hyperscalers, au même titre que les coûts et la fiabilité. C'est pourquoi diverses solutions d'infrastructure, notamment des systèmes connectés au réseau, hybrides et hors réseau, sont adoptées.

Graphique 1 : Demande en électricité liée à l'IA

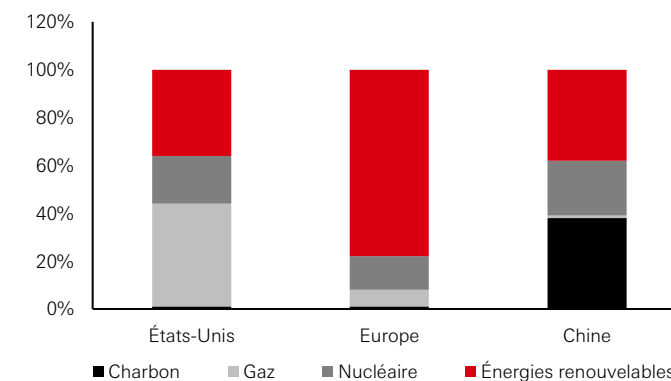


Source : HSBC AM, Bloomberg, novembre 2025

Les méthodes de financement évoluent pour répondre à ces exigences, avec une montée en puissance des entités de financement hors bilan et des accords de financement dédiés à certains projets. Ces évolutions attirent de nouveaux acteurs en quête de financement, comme les entreprises énergétiques intervenant en amont et en aval.

Cependant, le caractère abordable de ces financements reste préoccupant, en particulier pour les opérateurs de services collectifs réglementés et d'équipements raccordés au réseau. Dans les régions soumises à des contraintes réglementaires ou de capacité, les hyperscalers se tournent de plus en plus vers des systèmes hors réseau ou hybrides. Pour résoudre cette question de l'accessibilité économique, il faudrait mettre en place des réformes et des cadres réglementaires adaptés aux grands utilisateurs industriels, comme les centres de données, afin de ne pas trop pénaliser les particuliers, tout en garantissant la stabilité du secteur.

Graphique 2 : Mix électrique des centres de données en 2035



Source : HSBC AM, AIE, novembre 2025

Source : Estimations de HSBC AM reposant sur les informations fournies par les entreprises ainsi que sur les données de l'AIE, de la BNEF, de l'EEL, de S&P, de Moody's et de Bloomberg.

Novembre 2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.



En Asie, la demande en électricité liée à l'IA a des conséquences très variables d'un pays à l'autre. La Chine est en train de devenir un acteur majeur grâce à ses vastes capacités de production et à ses avantages structurels. La demande en électricité provenant de l'IA contribue à hauteur de seulement 12 % à la croissance de la demande globale dans le pays. Cette proportion est gérable en raison de la priorité accordée par les autorités chinoises à la sécurité énergétique et à l'expansion de l'outil industriel. Le réseau électrique chinois bénéficiant d'une réserve en électricité élevée et d'infrastructures modernes, le pays peut absorber la demande excédentaire liée à l'IA sans que cela n'exerce de pressions immédiates sur le système. Les nouvelles politiques déployées, comme celle baptisée « East Data, West Computing » (projet de transfert de données est-ouest), jouent également un rôle essentiel dans la gestion de la demande. En fléchissant l'activité des centres de données vers les régions disposant d'un surplus d'énergie renouvelable, ces mesures permettent d'équilibrer les besoins croissants en électricité tout en minimisant la dépendance aux nouvelles sources d'énergie fossile. Cette approche est en phase avec les engagements de la Chine en matière de neutralité carbone : la capacité de production d'électricité sobre en carbone devrait en effet augmenter de 85 % au cours des cinq prochaines années. Grâce à ces facteurs structurels et au soutien des politiques, la Chine est très bien préparée pour gérer ses infrastructures d'IA.

En revanche, à l'échelle de l'Asie, c'est le Japon qui devrait subir les effets les plus marqués de la demande en électricité liée à l'IA. Les centres de données alimentant l'IA devraient représenter plus de 60 % de la croissance future de la demande en électricité du pays, ce qui constitue un tournant majeur pour le secteur des services aux collectivités, qui a enregistré une baisse de la demande ces dix dernières années. L'augmentation prévue de 5 %

de la demande en électricité au cours des dix prochaines années pourrait stabiliser les perspectives de crédit des opérateurs de services collectifs japonais, en particulier ceux sensiblement exposés à la production d'électricité bas-carbone.

Cette croissance constitue un tournant décisif et va offrir des opportunités aux entreprises de services collectifs, en particulier celles bénéficiant de marges bénéficiaires stables grâce à l'importance accordée aux sources d'énergie bas-carbone.

Pays émergents : Impact neutre sur le crédit, grâce à de bons profils de durabilité

S'agissant des marchés émergents, comme l'Amérique latine, le Moyen-Orient et l'Afrique, l'impact sur le crédit de la demande en électricité générée par l'IA devrait être neutre. Ces régions abritent une faible part des infrastructures mondiales des centres de données, et leurs réserves actuelles sont suffisantes pour répondre à la demande supplémentaire. L'Amérique latine est particulièrement bien placée pour répondre aux nouveaux besoins électriques grâce à ses abondantes ressources en énergies renouvelables. De même, les entreprises du secteur des services aux collectivités du Moyen-Orient et d'Afrique ont intégré la demande électrique de l'IA dans leur planification à long terme, ce qui réduira les investissements supplémentaires nécessaires.

Europe : Impact limité sur le crédit grâce à une modernisation généralisée du réseau

En Europe, l'impact sur le crédit de la demande en électricité liée à l'IA devrait être minime, du moins à court terme. Les centres de données représentent une faible proportion, de quelques pourcents, de la croissance totale de la demande en électricité, et les opérateurs de services collectifs de la région redoublent

d'efforts pour moderniser les réseaux et intégrer les énergies renouvelables.

Ce « supercycle d'investissement » est financé par les marchés financiers, avec plus de 20 milliards de dollars levés récemment et 10 milliards supplémentaires attendus dans les mois à venir. Si la question de l'accessibilité financière peut constituer un risque politique, en particulier là où les prix de l'électricité sont élevés et où les capacités sont limitées, il pourrait être compensé par des réformes réglementaires et un encadrement des prix pour les grands utilisateurs industriels. Les prestataires européens de services collectifs ont toutes les armes pour gérer les exigences financières liées à la modernisation des réseaux, sans que leurs bilans ne subissent des pressions importantes.

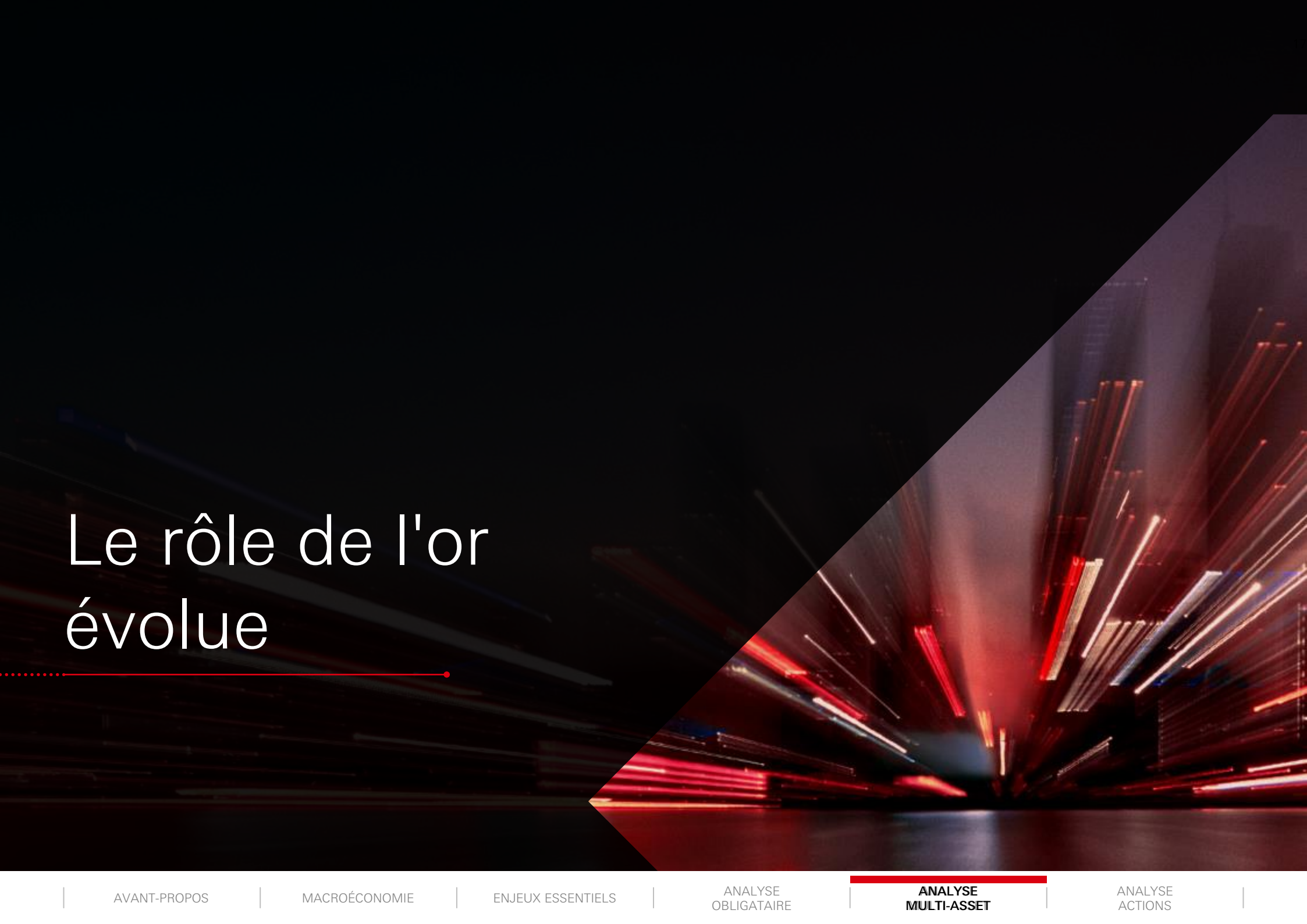
Conclusion

L'IA n'est pas le seul déterminant des tendances en matière de crédit dans le secteur de l'énergie. Elle influence toutefois les dépenses d'investissement nécessaires, redéfinit les structures de financement des projets et, enfin, entraîne une réévaluation globale de la planification, du financement et de la mise à disposition des capacités des services collectifs et des entreprises énergétiques. Face à ce constat, il est indispensable de mener des analyses régionales et sectorielles pour mieux comprendre les diverses implications de la demande en électricité alimentée par l'IA dans les différentes zones géographiques.

Source : Estimations de HSBC AM reposant sur les données de l'AIE, de la BNEF, de l'EEL, de S&P, de Moody's et sur les informations communiquées par les entreprises.

Novembre 2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.

Le rôle de l'or évolue



AVANT-PROPOS

MACROÉCONOMIE

ENJEUX ESSENTIELS

ANALYSE
OBLIGATAIRE

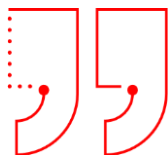
**ANALYSE
MULTI-ASSET**

ANALYSE
ACTIONS



Le rôle de l'or évolue

« Pendant des décennies, l'or a joué un rôle clair dans les portefeuilles : assurer une couverture tactique capable de surperformer en cas de hausse de l'inflation ou de baisse des rendements réels. Ce rôle est en train d'évoluer. »



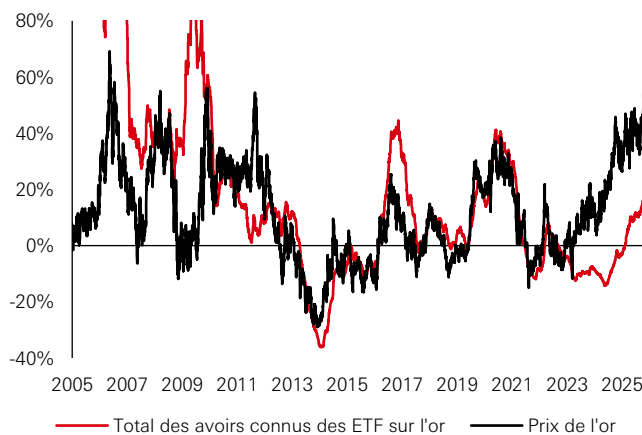
L'attractivité de l'or a longtemps été déterminée par deux facteurs cycliques : la hausse de l'inflation ou la baisse des rendements réels. Lorsqu'aucune de ces deux conditions n'était réunie, le coût d'opportunité de l'or, en tant qu'actif non productif, devenait prohibitif et limitait son intérêt stratégique. Cependant, la performance récente de l'or a remis en question les hypothèses longtemps admises concernant son comportement.

L'or représente un quart des réserves des banques centrales.

En 2024-2025, l'or s'est inscrit en forte hausse dans le sillage des actifs risqués, alors que les rendements réels restaient élevés et que l'inflation avait tendance à baisser. Cette corrélation inhabituelle a suscité des questions : les déterminants des cours de l'or ont-ils fondamentalement changé et faut-il repenser la place de cet actif dans les allocations stratégiques à long terme ? Cependant, avec l'envolée de plus de 50 % des prix depuis le début de l'année et la part croissante des banques centrales dans les réserves mondiales, peut-on conclure qu'adopter une logique cyclique ne permet plus d'évaluer précisément le prix de l'or ?

Ce tournant provient de l'évolution du profil de l'acheteur dominant du métal jaune. Jusqu'en 2023, les encours des ETF et le prix de l'or ont évolué de manière synchronisée, avec une corrélation proche de 60 %. Cependant, après le net rebond des cours en 2023, les ETF axés sur l'or ont subi un repli qui ne s'est inversé que lorsque l'or a fini par franchir le seuil de 2 700 dollars. Cette tendance a montré que les flux d'investissement traditionnels – ceux des ETF et les positions de couverture du secteur privé – ont été relégués au second plan par rapport aux achats persistants des banques centrales, en particulier celles des pays émergents. Ces entités souveraines ne réagissent pas à l'évolution de l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) ou aux taux d'intérêt relatifs, mais à la crédibilité de leurs réserves, aux tensions géopolitiques croissantes et à la menace induite par le stockage des réserves dans des pays étrangers.

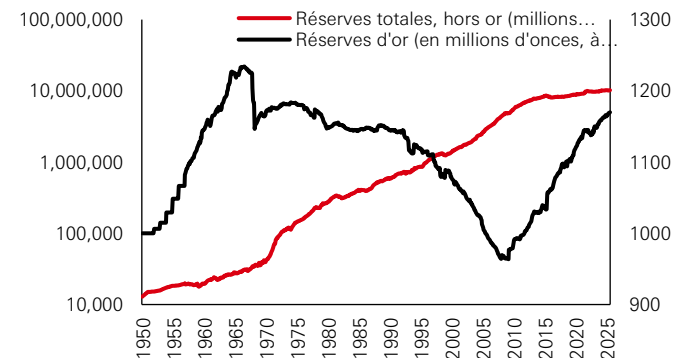
Graphique 1 : Avoirs en or des ETF vs cours de l'or



Source : HSBC AM, Bloomberg, novembre 2025

Actuellement, les différents blocs géopolitiques cherchent à protéger leurs actifs d'éventuelles sanctions, de limitations sur la conservation physique, d'une dépendance vis-à-vis des opérations de règlement en dollar ou des décisions politiques des grands émetteurs de devises de réserve. Dans ce contexte, l'or est redevenu le seul et unique actif de réserve capable de s'affranchir des décisions politiques. Les banques centrales détiennent aujourd'hui environ un quart des réserves mondiales en or, et cette demande ne réagit ni au cours ni au positionnement des investisseurs.

Graphique 2 : Réserves mondiales du FMI



Source : HSBC AM, Bloomberg, novembre 2025

Évolution de la dynamique des cours

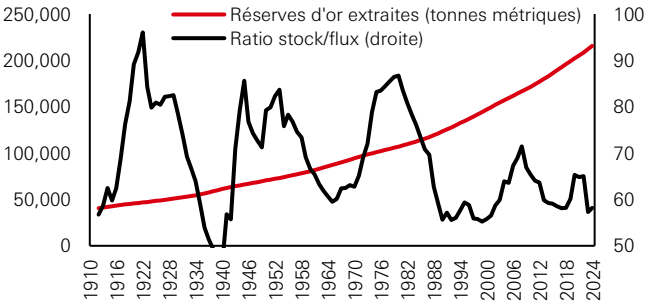
Lorsque l'acheteur marginal d'or est un investisseur privé, la demande fluctue en fonction des anticipations d'inflation, des cycles de politique monétaire et des rendements relatifs. Mais lorsqu'il s'agit d'une banque centrale, la demande devient insensible au prix, prend un aspect stratégique et persiste dans le temps.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Source : HSBC AM, novembre 2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.



Comme l'offre physique d'or s'ajuste lentement (la production minière ne pouvant augmenter de significativement à court terme), l'accumulation par les banques centrales retire des volumes négociables d'un marché qui n'est pas structuré pour reconstituer rapidement ces stocks.

Graphique 3 : Stock d'or et flux d'investissement



Source : Bloomberg, HSBC AM, novembre 2025

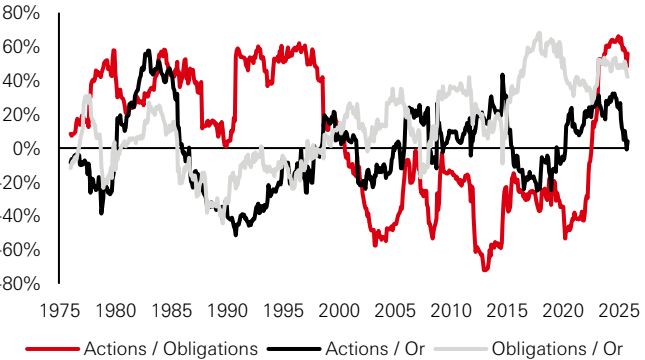
Résultat : L'or commence à se négocier comme si les réserves étaient finies avec un flottant restreint, et non comme une matière première présentant une élasticité cyclique. Cela explique en partie pourquoi cet actif peut progresser même lorsque les rendements réels sont historiquement élevés. Sa dynamique de cours est en effet désormais moins liée à l'évolution des coûts d'opportunité qui ont marqué les précédents cycles. Concrètement, cela signifie que l'or conserve un prix plancher indépendant du sentiment macroéconomique à court terme, même lorsque les investisseurs tactiques se positionnent en fonction des anticipations de taux ou des besoins de couverture sur les marchés boursiers. Ces forces structurelles s'entremêlent également avec des considérations cycliques, ce qui amplifie la tendance plutôt que de la freiner. Les États-Unis entrent dans un cycle d'investissements industriels à forte intensité capitaliste et s'engagent dans une phase d'expansion budgétaire dépendante des droits de douane. C'est pourquoi les craintes d'une persistance de l'inflation à moyen terme et d'une remise en question de la viabilité de la dette restent prégnantes, même si l'inflation globale ralentit.

Dans ce contexte, les baisses de taux de la Fed réduisent certes le coût d'opportunité explicite des avoirs en or, mais elles s'ajoutent à un plancher structurel déjà déterminé par l'accumulation des réserves par les banques centrales. Il en résulte donc une situation asymétrique, c'est-à-dire que les conditions cycliques accélèrent la hausse de l'or, sans pour autant être nécessaires pour justifier le niveau des cours.

Corrélation avec les actifs risqués

La corrélation positive entre l'or et les actifs risqués complique l'interprétation de son évolution. On estime en général que si l'or progresse au même moment que les actions, cela est davantage dû à des comportements spéculatifs qu'aux stratégies de couverture des portefeuilles. En réalité, ce mouvement simultané reflète la couverture par les investisseurs du risque de crédibilité, et non du risque de ralentissement macroéconomique. Les actions bénéficient actuellement de l'accélération des investissements induite par l'IA, de la résilience des bénéfices et des signaux favorables à un assouplissement de la liquidité.

Graphique 4 : Corrélations mensuelles sur 3 ans glissants



Source : Bloomberg, HSBC AM, novembre 2025

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Source : HSBC AM, novembre 2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.

L'accumulation actuelle d'or sert à se protéger de plusieurs risques : l'utilisation des réserves comme une arme, la détérioration budgétaire et les incertitudes à long terme en matière d'inflation.

La hausse simultanée de ces deux actifs ne doit pas être vue comme une exubérance comportementale. Elle reflète plutôt un contexte d'allocation d'actifs dans lequel coexistent les anticipations de croissance économique et la méfiance institutionnelle.

Conséquences en matière d'investissement

Les pratiques de construction de portefeuille n'ont pas encore pleinement intégré cette transition, mais les conséquences sont claires. Si la valeur de l'or découle désormais de sa neutralité dans un système de réserves politisé, sans oublier son rôle de couverture contre la moindre crédibilité des politiques budgétaires, se couvrir contre l'inflation de manière tactique perd en pertinence. Les emprunts d'État offrent encore une protection contre les chocs de croissance, mais ils sont moins efficaces contre le risque souverain. Par ailleurs, si elle atténue la volatilité des devises, la couverture du risque de change ne résorbe pas les risques liés à la centralisation des réserves, dans un système monétaire unique. Quant aux liquidités (cash), elles immunisent contre la volatilité des taux, mais elles ne permettent pas de se prémunir contre les dépréciations, a fortiori dans un monde structurellement endetté. Cependant, l'or couvre simultanément ces trois risques et n'est pas exposé au risque de contrepartie. Par conséquent, la question n'est pas de planifier ses achats d'or. Il convient plutôt de déterminer l'allocation à l'or nécessaire dans un portefeuille exposé aux engagements d'émetteurs souverains dont les bilans deviennent manifestement plus lourds, plus fragiles et plus politisés.

IA : un nouveau cycle qui rebat les cartes du leadership



IA : un nouveau cycle qui rebat les cartes du leadership

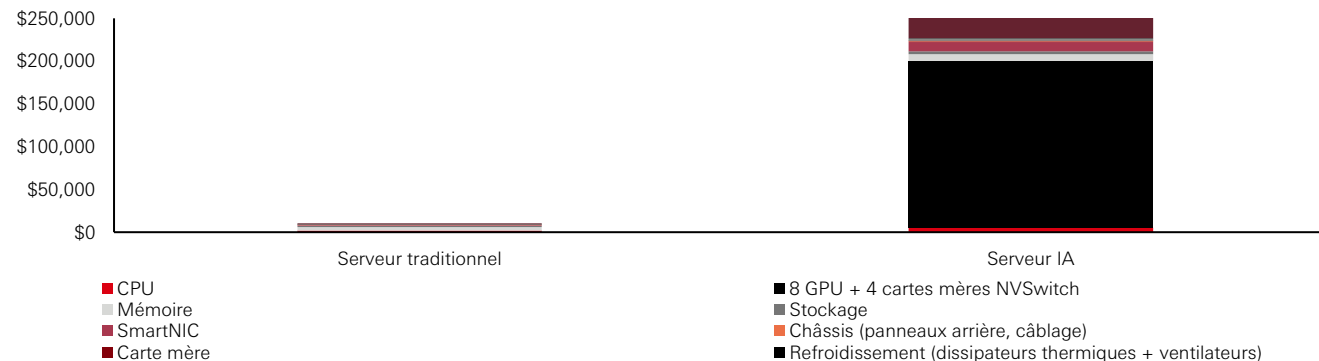
« La phase actuelle du cycle de l'IA peut s'apparenter à une bulle, mais elle est stimulée par des contraintes physiques plutôt que par l'évolution des courbes d'adoption des utilisateurs. »



Les indices actions mondiaux sont à des niveaux records, mais le leadership de marché est très restreint. Une poignée de méga-capitalisations américaines dominent, les prévisions de bénéfices des grands fabricants de semi-conducteurs sont révisées en forte hausse et les valorisations de certains segments de l'écosystème de l'IA semblent déconnectées d'une monétisation à court terme. À première vue, cette configuration ressemble aux débuts de l'essor de l'Internet.

Si les hypothèses à long terme de monétisation des marchés restent à valider, le cycle d'investissement actuel est clairement alimenté par une demande réelle et mesurable en puissance de calcul. Les hyperscalers dépensent donc autant que les opérateurs d'infrastructures de services collectifs (acquisition de terrains, accès à l'électricité, transformateurs, connexions au réseau et systèmes de refroidissement), tout en s'appuyant sur les capacités de fabrication en amont de la chaîne pour atteindre leurs objectifs en matière de puissance de calcul. En comparaison, lors des précédents booms technologiques, l'engouement du marché a souvent précédé la réalisation concrète des investissements.

Graphique 1 : Fondamentaux économiques des centres de données d'IA



Source : HSBC AM, novembre 2025

Développement de l'IA et économie de la rareté

Aujourd'hui, proposer des solutions d'IA nécessite des investissements considérables. Évalué il y a dix ans à 20 000 dollars américains, le prix d'un rack informatique dépasse aujourd'hui 250 000 dollars américains.¹ La construction de centres de données aux États-Unis, en Europe et en Asie connaît une expansion comparable à celle des infrastructures de télécommunications au début des années 2000.

Si les prix augmentent et que les infrastructures existent, c'est parce que le marché anticipe une multitude de cas d'usage. La visibilité dans le secteur des logiciels demeure limitée, cela explique le retard pris par les éditeurs et les entreprises exposées au grand public. Toutefois, le degré de conviction dans l'avenir des applications est suffisamment élevé pour doper les dépenses dédiées aux premières phases de développement.

Autrement dit, le déploiement reflète à la fois la demande réelle et la demande anticipée.

Le pouvoir de fixation des prix observable sur certains segments, en particulier celui des semi-conducteurs, illustre bien cette dualité. Par exemple, la marge bénéficiaire de Nvidia n'est pas déterminée par le sentiment des investisseurs, mais par des capacités limitées en matière de fabrication et d'intégration avancées des puces. Pourtant, les valorisations actuelles reposent sur une hypothèse : celle selon laquelle la rareté de l'offre se traduira progressivement par une demande monétisable dans tous les secteurs. Ce scénario fait le pari que les entreprises adopteront suffisamment rapidement les outils d'IA pour légitimer les dépenses d'investissement déjà engagées. Il suppose également que les pénuries économiques (électricité, main-d'œuvre, données, contraintes liées aux chaînes d'approvisionnement) seront résorbées sans peser sur le pouvoir de fixation des prix.

¹ - Dylan Patel and Gerald Wong, « [AI Server Cost Analysis – Memory is the biggest loser](#) », mai 2023.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Source : HSBC AM, novembre 2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.



Multiplicateurs mondiaux

Il reste difficile de prévoir l'évolution de la monétisation à plus long terme. Plutôt que de rejeter ce cycle, il faut reconnaître que la première phase des rendements s'est matérialisé là où l'offre ne peut pas réagir rapidement. Les premières opportunités sont offertes par les infrastructures énergétiques. La demande des centres de données absorbe désormais les capacités des réseaux plus rapidement que la construction résidentielle dans plusieurs États américains. Les pénuries en matière de transmission et de transformateurs allongent les délais de construction de plusieurs années, ce qui renforce le pricing power des fabricants coréens et européens de matériel à haute tension, ainsi que de certains fournisseurs américains.

Autre segment d'activité souvent négligé, celui de l'assemblage avancé des puces et de la conception des serveurs. Taïwan domine le secteur de l'assemblage avancé, tandis que seules trois entreprises, basées à Taïwan et en Chine, contrôlent plus de 90 % de la fabrication mondiale de serveurs. Loin d'être les bénéficiaires d'un engouement généralisé, ces entreprises sont des acteurs indispensables de la chaîne de valeur de l'IA.

Les matières premières qui sous-tendent les infrastructures de l'IA contribuent également à la dispersion de l'univers d'investissement. L'intensité en puissance de calcul et en électricité de l'IA accroît la demande en cuivre, silicium, terres rares et platine, dont une grande partie est extraite ou raffinée au Chili, en Afrique du Sud, en Indonésie et en Chine. Leur importance grandit au gré de l'augmentation de l'intensité énergétique et en puissance de calcul.

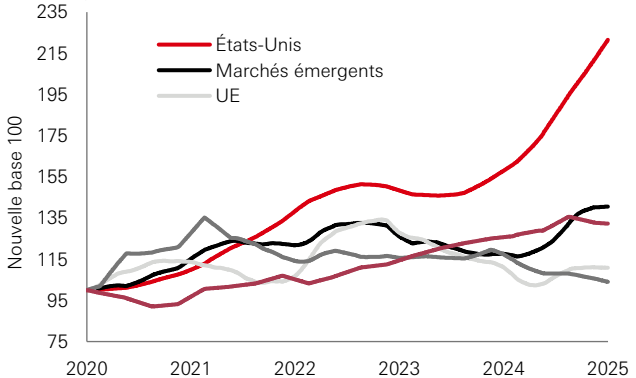
L'avantage de la Chine

Enfin, les cas de la Chine et des marchés émergents montrent qu'il n'est pas inutile de se détourner quelque peu des méga-capitalisations américaines pour anticiper la prochaine vague technologique. Le potentiel de la Chine en matière d'IA, par

exemple, est souvent sous-estimé, ses capacités étant jugées limitées par son retard dans le développement de puces de pointe et les dépenses d'investissement.

Cependant, sur le plan concurrentiel, la Chine n'a jamais vraiment cherché à faire figure de précurseur technologique.

Graphique 2 : Dépenses d'investissement par région dans les technologies et les communications (en Mds \$)



Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures
Source : Refinitiv, Datastream, HSBC Asset Management, octobre 2025.

La Chine cherche plutôt à rivaliser en gagnant en envergure, en réduisant les coûts, en tirant des enseignements industriels avec l'aide financière de l'État et en intégrant l'IA au cœur des applications de l'économie réelle. Cette approche est essentielle pour capter la valeur de l'IA. En effet, celle-ci ne dépend pas uniquement de la conception du modèle le plus avancé, mais repose plutôt sur le déploiement massif de modèles dans des écosystèmes impliquant des transactions multiples et permettant une monétisation régulière.

La Chine exploite des écosystèmes de données en boucle fermée directement liés aux volumes de transactions. À eux tous, Alibaba, Meituan, Tencent et ByteDance contrôlent une chaîne complète d'interactions avec les consommateurs, ce qui leur permet de générer des revenus par utilisateur supérieurs à ceux des

plateformes occidentales, même avec des modèles plus modestes.

Les structures de coûts consolident cet avantage. La valeur accordée aux grands modèles de langage chinois est nettement inférieure à celle de leurs homologues américains et européens, tout en offrant des performances de plus en plus compétitives. Par exemple, les taxis autonomes de Baidu affichent des coûts unitaires inférieurs de 80 % à ceux de ses concurrents occidentaux, ce qui accélère les délais de commercialisation.

Cette tendance reflète les ruptures récentes dans les domaines de l'énergie solaire, des batteries et des véhicules électriques, dans lesquels la Chine a comblé ses lacunes en matière de capacités et redéfini les prix mondiaux. Si l'IA suit une trajectoire similaire, avec une augmentation des taux d'adoption et une baisse des coûts dépassant les innovations, la Chine pourrait poser les bases économiques en matière de déploiement, même si les États-Unis dominent toujours sur les puces les plus sophistiquées.

Les restrictions imposées au commerce de puces sont contraignantes, sans que cela soit rédhibitoire. Les politiques chinoises, qui encouragent l'utilisation de puces locales pour les infrastructures d'IA, contribuent à la croissance du secteur national des semi-conducteurs, grâce à l'essor du marché du cloud, dont la valeur pourrait atteindre 1 000 milliards de dollars. Une telle taille devrait contribuer à l'émergence d'un écosystème autosuffisant susceptible de combler les écarts en matière de coûts et de capacités.

Par conséquent, bien que la monétisation soit en cours, elle reste très inégale. Pour l'instant, la rareté reste la source de performance la plus fiable. La phase suivante, au cours de laquelle les logiciels et leur adoption commenceront à valider la légitimité de la mise en œuvre, permettra de savoir si la formation de capital actuelle générera une rentabilité acceptable sur le long terme.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Source : HSBC AM, novembre 2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.

Informations
importantes



Information importante

Ce document a été produit exclusivement à des fins d'information générale. Les vues et opinions exprimées sont celles d'HSBC Asset Management, sur la base de données à novembre 2025. Ces vues et opinions ne sauraient constituer une recommandation de placement. Elles sont susceptibles d'être modifiées à tout moment et sans préavis.

Cette présentation est produite et diffusée par HSBC Asset Management et n'est destinée qu'à des investisseurs professionnels au sens de la directive européenne MIF. L'ensemble des informations contenues dans ce document peut être amené à changer sans avertissement préalable. Toute reproduction ou utilisation (même partielle), sans autorisation, de ce document engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites. Ce document ne revêt aucun caractère contractuel et ne constitue en aucun cas ni une sollicitation d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre n'est pas autorisée par la loi. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. En cas de besoin, les investisseurs peuvent se référer à la charte de traitement des réclamations disponible dans le bandeau de notre site internet et sur le lien suivant :

<https://www.assetmanagement.hsbc.fr/-/media/files/attachments/france/common/traitement-reclamation-amfr-vf.pdf>. Il est à noter que la commercialisation du produit peut cesser à tout moment sur décision de la société de gestion.

Les informations présentées concernent les encours globaux et la politique globale de HSBC Asset Management. Même si HSBC Global Asset Management (France) participe à l'implémentation et applique les politiques globales du Groupe, nous attirons votre attention sur le fait que les chiffres présentés et les engagements indiqués ne sont pas nécessairement directement liés à HSBC Asset Management en France.

Aujourd'hui, nous émettons des gaz à effet de serre et il en va de même pour bon nombre de nos clients. Voilà pourquoi HSBC Asset Management et les autres gestionnaires d'actifs ont un rôle important à jouer dans la transition vers une économie neutre en carbone. Pas à pas, nous élaborons des stratégies pour réduire nos propres émissions et tout en aidant nos clients à réduire les leurs. Pour plus d'informations, visitez : <https://www.assetmanagement.hsbc.fr/fr/professional-investors/about-us/road-to-net-zero>

En conséquence, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses. Toutes les données sont issues de HSBC Asset Management sauf avis contraire. Les informations fournies par des tiers proviennent de sources que nous pensons fiables mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude. Le capital n'est pas garanti.

HSBC Asset Management est la marque commerciale de l'activité de gestion d'actifs du Groupe HSBC, qui comprend les activités d'investissement fournies par nos entités locales réglementées.

HSBC Global Asset Management (France) - 421 345 489 RCS Nanterre. S.A au capital de 8.050.320 euros.

Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (n° GP99026)

Adresse postale : 38 avenue Kléber 75116 PARIS

Siège social : Immeuble Coeur Défense | 110, esplanade du Général de Gaulle - La Défense 4 - 92400 Courbevoie - France

www.assetmanagement.hsbc.fr

Document non contractuel, mis à jour en juin 2025.

Copyright : Tous droits réservés © HSBC Global Asset Management (France), 2025.

AMFR_2025_INSTIT_MA_0538. Expires: 30/06/2026

