DAUPHINE AM

Communication commerciale

La lettre de la gestion

Novembre 2026

Nos convictions par classe d'actifs
Focus sur la technologie chinoise
Notre positionnement

RHÉTORÈS

Document d'informations non contractuel – Dauphine AM, filiale de Rhétorès Groupe – 67 rue la Boétie 75008 Paris – Tel :01 47 20 58 07 – www.dauphine-am.fr *– agrément AMF n°GP-17000033*

Sommaire

ÉDITO — 3

La nouvelle « donne » après les élections américaines

01 **ACTIONS** — 16

L'effet des midterms, la correction de la tech américaine et notre positionnement

02 **MATIÈRES PREMIÈRES** — 8

L'espoir d'une paix avec l'Iran fait reculer le pétrole

03 **MARCHÉS ÉMERGENTS** — 10

La détente commerciale remet la Chine dans la course

04 **PRODUITS DE TAUX** — 16

Le retour des obligations d'État comme valeur refuge, notre stratégie et nos portefeuilles

05 **DEVISES** — 22

Le dollar, soutenu par la Fed et les flux refuges

AVERTISSEMENTS ET PRINCIPAUX RISQUES — 24

Informations réglementaires

Édito

La nouvelle « donne » après les élections américaines.

La popularité du président Trump n'a cessé de s'étioler depuis son investiture. Le peuple américain lui reproche d'avoir fauché son pouvoir d'achat avec une inflation qui n'a cessé de progresser d'abord par l'augmentation des droits de douane, puis par la flambée du prix du pétrole après son attaque en Iran et enfin par le coût de la technologie, où la course à l'intelligence artificielle a généré une pénurie de puces et de mémoires. Ce mouvement contestataire s'est amplifié face à la violence du président tant par son imprévisibilité en politique extérieure, avec la capture du président vénézuélien qui a précédé l'entrée en guerre contre l'Iran, qu'à l'intérieur du pays de l'Oncle Sam, avec la brutalité de la police migratoire ICE qui a terrorisé la large communauté latino-américaine. Le vote massif en faveur des démocrates qui ont remporté les deux chambres est avant tout un vote contestataire car le parti démocrate n'a pas encore trouvé de candidat capable de se présenter à la présidentielle de 2028 et l'essentiel de son programme consiste à défaire ce que l'administration Trump avait mis en place : la dérégulation, la construction de data centers, la diminution des aides aux ménages les plus démunis, etc. Pour autant, les politiques budgétaires démocrates vont, pour la plupart, grever davantage les déficits américains au moment où la dette avoisine 41 000 milliards de dollars (environ 125 % du PIB). Quant à la politique extérieure, les démocrates n'auront qu'une marge de manœuvre très limitée, puisque le président Trump va continuer d'utiliser les « executive orders », ces décrets qui permettent d'agir sans passer par le Congrès. Donald Trump en a utilisé 292 depuis le début de son second mandat (en moyenne, les présidents américains en signent environ 270 sur l'ensemble de leur présidence). Alors est-ce réellement un nouveau départ ?

Les Américains restent toujours dans l'incompréhension la plus totale sur les réelles motivations de l'administration Trump en Iran, qui divise le camp républicain, et le présidentiable JD Vance sort du bois pour dénoncer une guerre sans but, ni considération pour le peuple iranien. En voulant renverser le pouvoir en Iran, ce sont finalement les Gardiens de la révolution qui ont renversé les équilibres aux États-Unis.

La victoire des démocrates au Sénat propulse le secteur santé

Secteur santé du S&P 500 et probabilité de victoire démocrate au Sénat



Source : Bloomberg, Dauphine AM, au 13/11/2026.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Dans un premier temps, les marchés ont salué la victoire du camp démocrate, mais finalement les inquiétudes resurgissent sur l'incapacité d'infléchir la trajectoire des déficits publics, la persistance de l'inflation, la pérennité des investissements massifs dans la technologie, la fin des conflits en Ukraine, en Iran et à Gaza…

En conclusion, notre lecture se résume au schéma ci-dessous, avec un premier mouvement de détente des taux souverains américains qui ont servi de « refuge » aux prises de profits sur les actions américaines liées à l'intelligence artificielle, puis des doutes sur cette fin d'année. Les États-Unis restent une zone d'opportunités sur des sociétés ayant une accélération des profits encore très soutenue en 2027. Quant à notre « Vieux Continent », les perspectives s'assombrissent avec une inflation subie qui contraint la Banque centrale européenne à monter ses taux, quitte à étouffer le peu de croissance qui subsistait.

Élections de mi-mandat aux États-Unis : le game-changer ?



01

Actions

Après les midterms, la tech américaine sous pression

DANS CETTE PARTIE

L'effet des midterms · La correction de l'IA · Nos convictions thématiques

Actions : après les midterms, la tech américaine sous pression

Les élections de mi-mandat du 3 novembre ont rebattu les cartes. Les démocrates ont repris le contrôle des deux chambres du Congrès, avec au moins 54 sièges au Sénat et une trentaine de sièges gagnés à la Chambre des représentants, et ont remporté plusieurs postes de gouverneurs clés, dont celui du Texas. Après plusieurs semaines de repli sous l'effet de la hausse des taux, les marchés européens ont d'abord salué ce résultat : le 4 novembre, le CAC 40 a progressé de 1,96 %, le DAX de 2,38 % et le Stoxx Europe 600 de 1,82 %, portés par les banques, le luxe et l'automobile, dans un contexte de chute du pétrole et de détente des taux. Wall Street a suivi le même jour, le Dow Jones signant sa meilleure séance depuis avril 2025 (+3,03 %).

Aux États-Unis, les profits progressent et la valorisation devient attractive

S&P 500 : cours, bénéfices attendus et PER



Source : Bloomberg, Dauphine AM. Les données sont arrêtées au 13/11/2026.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Ce soulagement a toutefois rapidement laissé place à une correction brutale des valeurs liées à l'Intelligence Artificielle, conséquence directe du scrutin. Les démocrates, désormais aux commandes de plusieurs États clés, se montrent hostiles à l'expansion des Data Centers, accusés de peser sur les réseaux électriques et les ressources en eau. Le 5 novembre, le S&P 500 a cédé 4,36 % et le Nasdaq 5,52 %, leur plus forte baisse depuis avril 2025, tandis que l'indice des semi-conducteurs (SOX) a chuté de 12,25 %.

Pour autant, ce mouvement s'apparente davantage au débouclage de positions très consensuelles qu'à un retournement des fondamentaux. Les données économiques restent solides, notamment sur le marché du travail américain, et les révisions de bénéfices demeurent bien orientées. La correction a ramené les semi-conducteurs à environ 15 fois leurs bénéfices, et l'essentiel du risque réglementaire porte sur les projets prévus à l'horizon 2028-2029 plutôt que sur les capacités existantes. La sélectivité reste néanmoins de mise : la technologie américaine entre dans une phase où la visibilité sur les investissements et leur financement devient déterminante.

Notre positionnement

Zone euro : neutre, le potentiel de croissance étant réduit par la crise énergétique.

États-Unis : positif, l'accélération de la croissance y étant portée par l'investissement.

Nos convictions thématiques pour le second semestre 2026



Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en fin de document.

02

Matières premières

L’espoir d’une paix avec l’Iran fait reculer le pétrole

DANS CETTE PARTIE

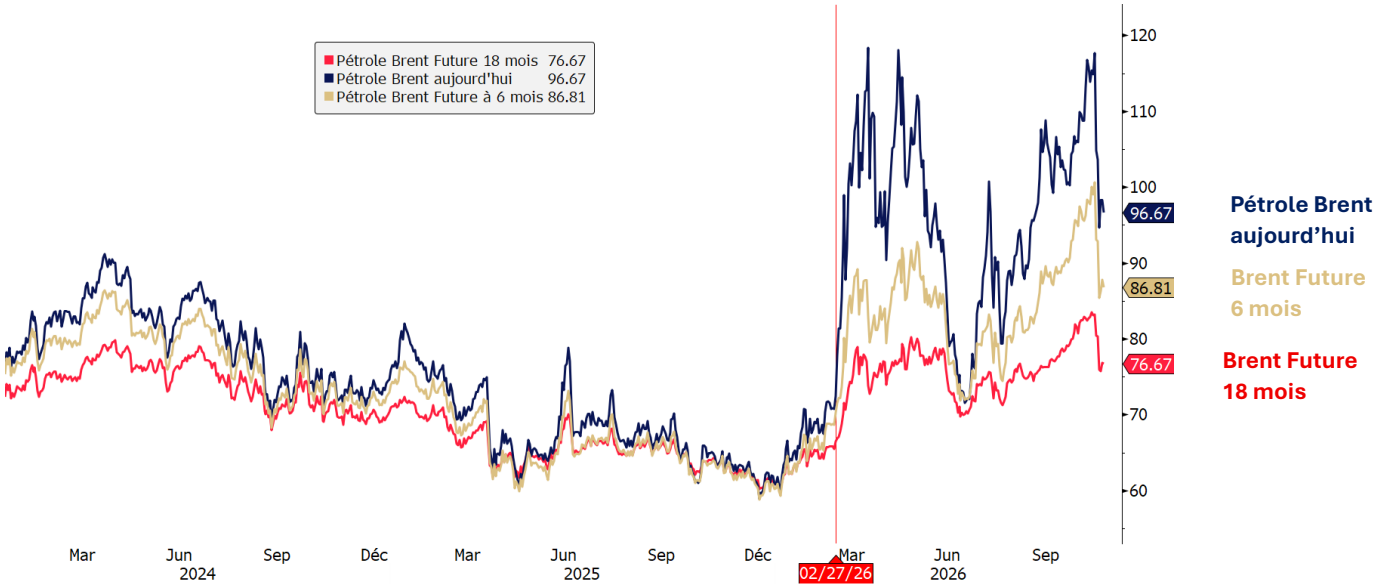
Vers un accord avec l’Iran · L’enjeu européen · Notre positionnement

Matières premières : l'espoir d'une paix avec l'Iran

La perspective d'un accord de paix avec l'Iran s'est nettement renforcée depuis les élections de mi-mandat. Fragilisé par la défaite républicaine, que son vice-président J.D. Vance attribue en partie à l'offensive contre l'Iran, Donald Trump a adopté un ton plus conciliant : il juge désormais « très improbable » une reprise des frappes si les négociations débouchent sur un accord solide. La prime de risque géopolitique se dégonfle ainsi rapidement : le baril de Brent est revenu à 91 dollars le 10 novembre, son plus bas niveau depuis fin août, contre 118 dollars dix jours plus tôt. Il reste toutefois nettement supérieur à son niveau d'avant le conflit (environ 70 dollars fin février), et les contrats à terme montrent que la tension se concentre sur le court terme : le baril livrable dans 6 mois s'échange autour de 87 dollars et celui à 18 mois autour de 77 dollars.

La détente reste fragile. Les positions de Washington et de Téhéran demeurent éloignées, Marco Rubio jugeant les exigences iraniennes trop élevées, et des frappes contre des pétroliers et des infrastructures énergétiques se poursuivent dans la région. Si la voie diplomatique se confirme, le baril pourrait se replier progressivement vers 85 dollars, ce qui allégerait les pressions inflationnistes de court terme et réduirait la nécessité d'un resserrement monétaire supplémentaire.

Évolution du prix du baril de Brent, au comptant et à terme (en dollars)



Sources : Bloomberg, Dauphine AM. Les données sont arrêtées au 09 novembre 2026.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Notre positionnement

Pétrole : principal facteur de risque de court terme pour l'inflation et les taux, que nous suivons de près.

Électrification : exposition privilégiée au travers de notre thématique « souveraineté énergétique » : réseaux, infrastructures et équipements électriques.

Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en fin de document.

03

Marchés émergents

La détente commerciale remet la Chine dans la course

DANS CETTE PARTIE

L'effet des midterms · La technologie chinoise · Notre positionnement

Émergents : la détente commerciale remet la Chine dans la course

Les élections de mi-mandat américaines changent la donne pour les pays émergents. Fragilisé par la défaite républicaine, Donald Trump a désormais intérêt à apaiser le front commercial, et la perspective d'une baisse des droits de douane se dessine. Les premiers signes de désescalade sont déjà visibles : Pékin a prolongé de deux mois la suspension de ses droits de douane additionnels de 24 % sur les importations américaines, et un sommet entre Donald Trump et Xi Jinping est attendu à Shenzhen les 18 et 19 novembre, en marge du sommet de l'APEC.

Le scrutin a aussi redistribué les cartes au sein de l'univers émergent. Les marchés les plus dépendants des investissements américains dans l'Intelligence Artificielle ont été durement sanctionnés : le 6 novembre, l'indice coréen KOSPI a chuté de 8,8 % en séance, déclenchant un coupe-circuit, et la Bourse de Taïwan est entrée en marché baissier. À l'inverse, la Chine et Hong Kong ont profité de la rotation dès le lendemain du scrutin, l'indice Hang Seng Tech gagnant 5,1 % le 4 novembre, porté par Tencent et Alibaba. Une IA américaine freinée par les restrictions sur les centres de données face à une technologie chinoise aux valorisations redevenues basses : c'est ce changement de rapport de force qui nous conduit à revenir sur la Chine.

Évolution des indices actions chinois depuis le 31/12/2025 (en %)



Sources : Bloomberg, Dauphine AM. Les données sont arrêtées au 10/11/2026.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Ce retour intervient après une correction sévère, d'abord concentrée sur les valeurs de croissance. La baisse a débuté en juillet par le retournement d'une hausse très étroite, tirée par l'intelligence artificielle : le CSI 1000, indice des moyennes capitalisations, a alors chuté de 19,6 %, contre 7,4 % pour le CSI 300. En septembre, le STAR 50, vitrine des valeurs technologiques de Shanghai, a reculé de 9,17 %, soit 1,6 fois plus que le CSI 300. En octobre enfin, la baisse a gagné les grandes capitalisations (CSI 300 −8,5 %) et le Hang Seng Tech a perdu 11,7 % en dollars. Au total, à fin octobre, le CSI 300 cédait 21 % depuis son pic du 22 juin et le STAR 50 près de 40 %.

Notre positionnement

Actions émergentes : la Chine passe à Positif, avec une entrée sur la technologie chinoise ; pas de renforcement sur le reste de l'univers, des gains aussi concentrés pourraient ne pas se reproduire.

Dette émergente : positive, renforcée en poche satellite de nos portefeuilles obligataires, avec une sélection rigoureuse des émetteurs sur un marché redevenu plus discriminant.

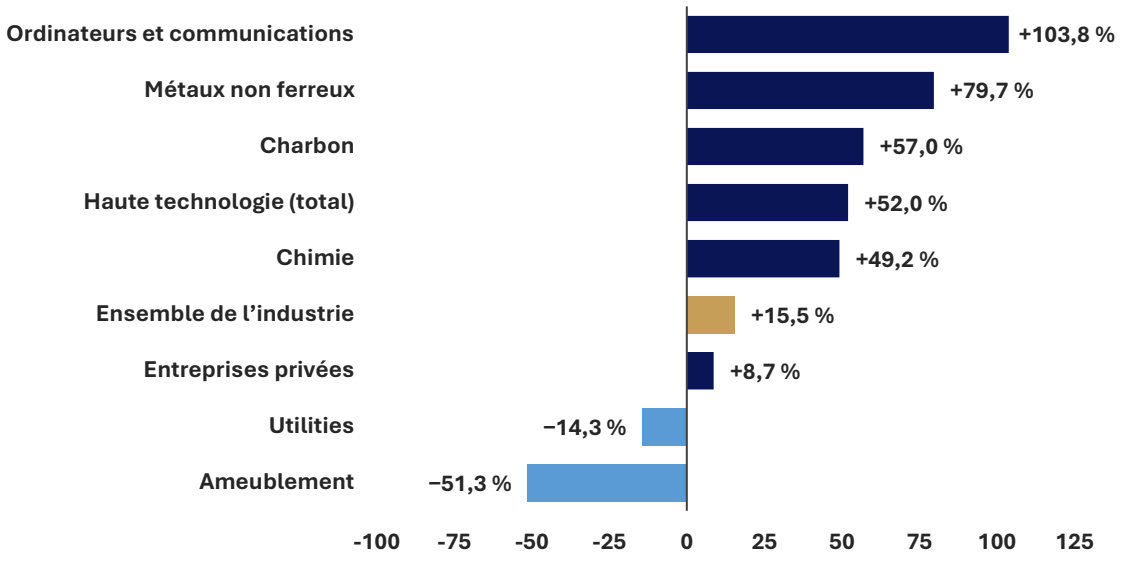
La technologie chinoise : un point d'entrée après la correction

Depuis l'été, les actions chinoises ont connu une correction sévère, dont la technologie a été l'une des premières victimes. Pourtant, cette baisse dit moins sur la santé des entreprises que sur la mécanique des marchés : le recul des cours dépasse largement celui des fondamentaux. Bénéfices en hausse, valorisations normalisées, soutien public explicite et premiers signes d'épuisement des ventes forcées : autant d'éléments qui nous conduisent à revenir sur la technologie chinoise, et plus particulièrement sur l'indice Hang Seng Tech. Nous ne revenons pas sur la Chine parce que tout va bien, mais parce que le marché a déjà largement intégré les mauvaises nouvelles, alors que le couple rendement/risque redevient attractif. Cette correction a d'abord été alimentée par des ventes contraintes : liquidations de fonds exposés aux mêmes titres et appels de marge des investisseurs ayant acheté à crédit. Dans le même temps, les assureurs et les ETF domestiques ont continué d'acheter, et le rebond du 4 novembre, avec un STAR 50 en hausse de près de 10 % et plus de 4 600 titres en progression, envoie un premier signal de fin des ventes forcées.

Des bénéfices qui progressent pendant que les cours reculent

Le contraste avec les résultats des entreprises est saisissant. Au troisième trimestre, le bénéfice net agrégé des sociétés cotées a progressé de 8,5 % sur un an, à 5 100 milliards de yuans, alors même que le CSI 300 perdait 8,5 % sur le seul mois d'octobre. Les profits industriels ont progressé de 15,5 % sur neuf mois, avec une accélération en septembre (+14,4 % après +4,2 % en août). La technologie en est le moteur : les profits du secteur ordinateurs et communications ont plus que doublé (+103,8 %) et apportent à eux seuls 9,6 points sur les 15,5 de hausse. La purge de l'été a frappé précisément ces segments : les profits tiennent, ce sont les multiples qui ont corrigé.

Profits des entreprises industrielles chinoises par secteur, janvier–septembre 2026 (glissement annuel, en %)



Sources : Bureau national des statistiques, GATE Capital Management, Dauphine AM. Données au 27/10/2026.

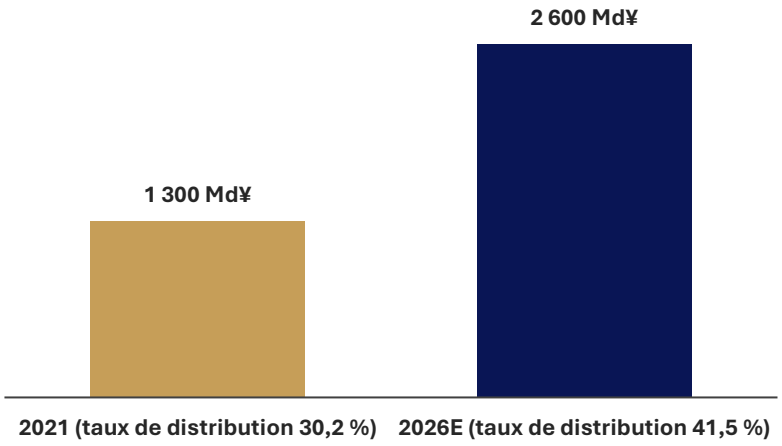
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Une valorisation remise à niveau et des actionnaires mieux rémunérés

La correction a effacé la prime accumulée au premier semestre. L'indice SSE Composite se traite désormais à 13,3 fois les bénéfices attendus, contre 15,3 fois un an plus tôt, et le CSI 300 à 12,7 fois ses bénéfices des douze derniers mois, un niveau proche de sa moyenne depuis 2011. Notre thèse repose sur la sélection plutôt que sur un rebond général des multiples.

Le rapport des entreprises chinoises à leurs actionnaires a par ailleurs profondément évolué. Les distributions, dividendes et rachats d'actions confondus, devraient doubler entre 2021 et 2026 pour dépasser 2 600 milliards de yuans. Le taux de distribution des dividendes passerait de 30,2 % à 41,5 %, et les sommes restituées aux actionnaires représenteraient 2,7 fois les augmentations de capital, contre 0,8 fois en 2021. Les autorités ont en outre un intérêt direct à stabiliser la place : une enveloppe de 800 milliards de yuans facilite le financement des intermédiaires financiers et les rachats d'actions, et l'État aurait acheté près de 25 milliards de dollars d'actions en octobre. Le marché chinois réagit souvent fortement à ces signaux, même modestes. Ces éléments permettent d'envisager la Chine non comme un simple rebond de quelques semaines, mais comme une allocation tactique de plusieurs mois, offrant un portage relatif et une optionnalité si le contexte politique s'améliore.

Distributions aux actionnaires des sociétés chinoises (dividendes et rachats, en milliards de yuans)



Sources : GATE Capital Management (Wind, CSRC, Bloomberg, Morgan Stanley, BNP Paribas), Dauphine AM.

Données arrêtées au 27/10/2026.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Un contexte extérieur plus lisible, sans être dégagé

La trêve commerciale conclue à Busan entre Washington et Pékin a été prolongée jusqu'au 10 janvier 2027, et la Chine poursuit ses grands chantiers : State Grid prévoit d'investir 4 000 milliards de yuans dans le réseau électrique sur 2026-2030, 40 % de plus que lors du plan précédent. Le sommet entre Donald Trump et Xi Jinping prévu à Shenzhen les 18 et 19 novembre pourrait prolonger cette accalmie. Le ralentissement attendu des investissements américains dans les centres de données rend par ailleurs la compétition autour de l'IA moins asymétrique : une demande américaine moins explosive détendrait les prix des puces et des mémoires, ce qui soutiendrait les marges des groupes technologiques chinois. Le recul du pétrole, revenu autour de 91 dollars après un pic à 118 dollars fin octobre, allège enfin le coût de l'énergie et des intrants pour l'industrie chinoise.

Un marché sous-détenu, où les flux peuvent amplifier le rebond

La Chine reste structurellement sous-pondérée dans de nombreux portefeuilles internationaux. Le moindre retour de confiance peut donc contraindre les gérants à reconsidérer leur allocation, et la mécanique des flux accélérer la hausse. La consommation constitue l'autre levier : sans scénario macroéconomique spectaculaire, une simple stabilisation de la confiance des ménages suffirait à redresser les anticipations de bénéfices des plateformes internet et de la consommation digitale, à l'image de Tencent, Alibaba, Xiaomi, NetEase ou PDD. Le rapport est ainsi asymétrique : le scénario négatif est déjà largement intégré dans les cours, tandis qu'un scénario positif n'a pas besoin d'être spectaculaire pour produire une forte réaction.

Nous restons lucides sur les risques. L'activité a certes mieux résisté qu'attendu (PIB +4,5 % sur un an au troisième trimestre), mais la demande intérieure demeure atone et la trêve commerciale reste courte. Le rebond pourrait donc rester

limité, la technologie et la consommation domestique demeurant les segments les plus lisibles. Nous privilégions une exposition mesurée et progressive, financée par nos liquidités, avant la Fed du 9 décembre et la fin de la trêve le 10 janvier.

Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en fin de document.

04

Produits de taux

Le retour de la valeur refuge, une prudence maintenue

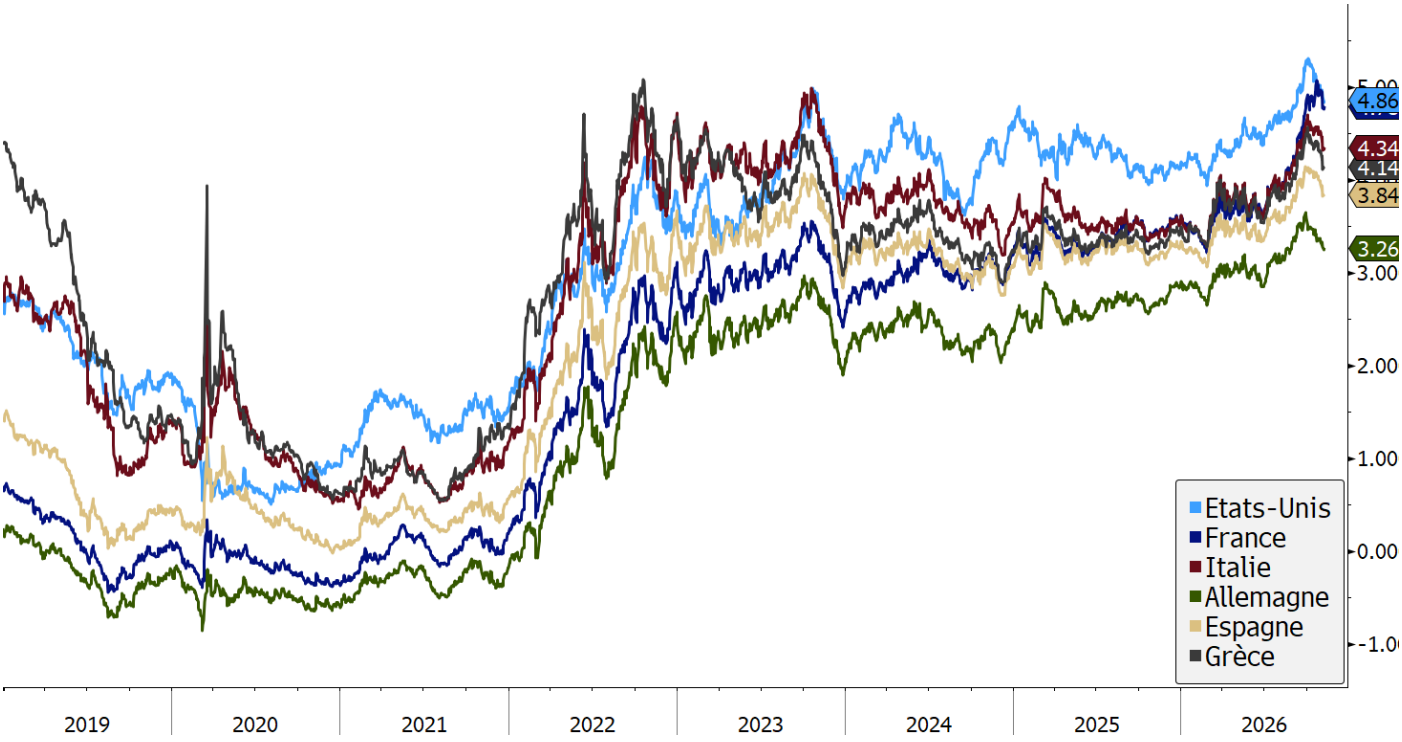
DANS CETTE PARTIE

Marchés de taux · Le crédit · Notre stratégie · Construction des portefeuilles

Marchés de taux : les emprunts d'État redeviennent une valeur refuge

Depuis le début de la guerre en Iran, les marchés obligataires ont changé de régime. La perspective de baisses de taux directeurs a disparu au profit d'un cycle de durcissement monétaire : la BCE a relevé son taux de dépôt en juin puis en septembre, à 2,50 %, et la Réserve fédérale a procédé à une première hausse en septembre. Fin octobre, les deux banques centrales ont toutefois marqué une pause : la Fed a maintenu ses taux entre 3,75 % et 4,00 % le 28 octobre, deux membres ayant voté pour une hausse, et la BCE a laissé les siens inchangés le lendemain, la forte remontée des taux longs resserrant déjà les conditions de financement. Les pressions inflationnistes de court terme restent néanmoins vives, sous l'effet notamment de l'énergie : l'indice des prix à la consommation (CPI) atteint 3,7 % sur un an aux États-Unis et l'inflation 3,8 % en zone euro. L'inflation anticipée à long terme reste pourtant proche de la cible (environ 2,2 % en France) : la remontée des taux longs, redevenus un facteur de risque à part entière, reflète avant tout l'inquiétude sur les déficits publics et le contexte politique.

Évolution des rendements des emprunts d'État à 10 ans



Sources : Bloomberg, Dauphine AM. Données arrêtées au 09/11/2026.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Après un pic à 5,13 % pour l'OAT française à 10 ans, les rendements se sont détendus début novembre, les élections de mi-mandat américaines jouant le rôle de catalyseur. La chute du pétrole, repassé sous les 100 dollars, a conduit à réviser les anticipations d'inflation, et la cohabitation entre la Maison-Blanche et un Congrès démocrate devrait freiner les nouvelles dépenses budgétaires, ce qui rassure sur la trajectoire de la dette américaine. La correction des valeurs technologiques a ensuite déclenché un mouvement de fuite vers la qualité, qui a fait refluer les rendements américains. Au 9 novembre, les États-Unis empruntent à 4,87 % sur 10 ans (après 4,93 % fin octobre) et la France autour de 4,8 %, plus cher que l'Italie (4,34 %) et l'Espagne (3,84 %), contre 3,26 % pour l'Allemagne, des niveaux qui restent proches de leurs plus hauts depuis 2019.

La détente reste toutefois fragile. Aux États-Unis, le rapport sur l'emploi d'octobre (165 000 créations de postes, contre 70 000 attendues, et un taux de chômage ramené à 4,1 %) a renforcé les anticipations d'une hausse des taux de la Fed en décembre, jugée probable à près de 80 % par les marchés : la fourchette des taux directeurs serait alors portée à 4-4,25 %. La Banque d'Angleterre a relevé son taux directeur de 25 points de base le 5 novembre, une première depuis 2023, et la BCE pourrait elle aussi relever à nouveau ses taux de 25 points de base en décembre si les tensions inflationnistes se prolongent, ce qui pèserait sur la partie courte de la courbe. Les taux longs pourraient en revanche poursuivre leur détente : ils dépendent davantage des perspectives d'inflation, que le recul du pétrole contribue à modérer, que des décisions de court terme des banques centrales. Après avoir évolué dans le même sens que les actions pendant une grande partie de l'année, les obligations d'État retrouvent depuis début novembre un rôle de valeur refuge, à la faveur du repli des valeurs technologiques. La hausse des taux depuis le début de l'année pèse à la fois sur la valeur des obligations et sur le coût du capital des entreprises.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en fin de document.

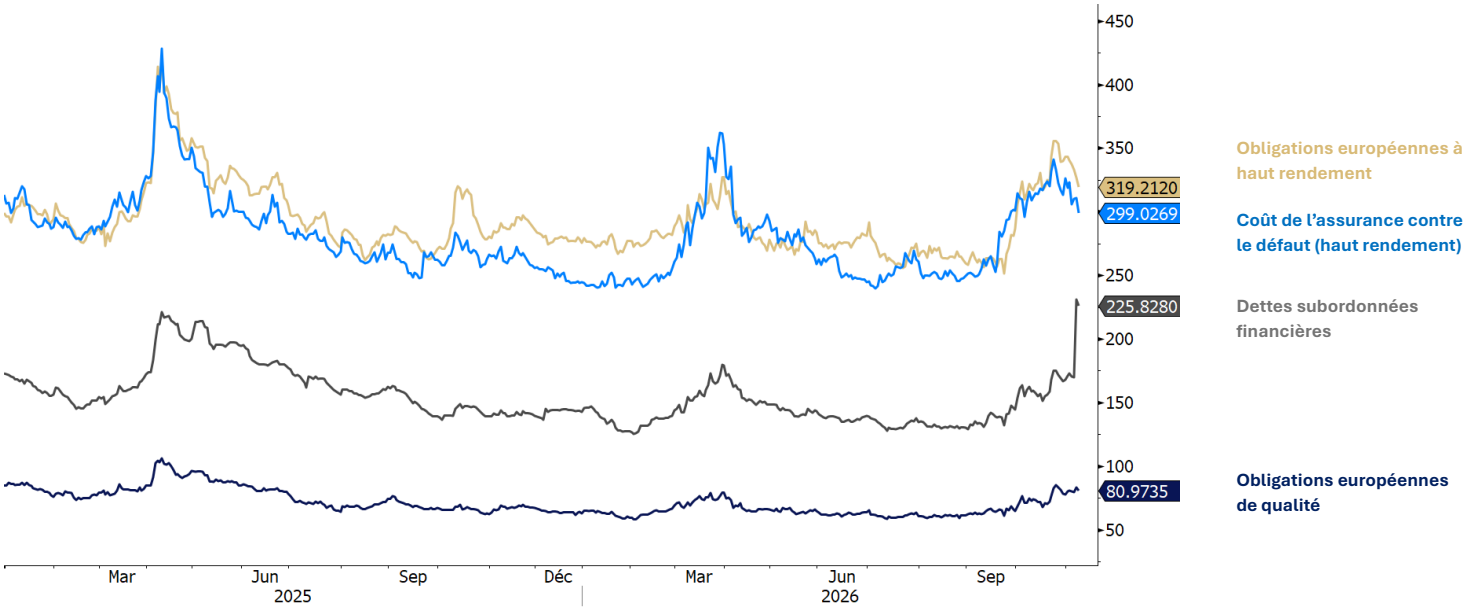
Crédit : les dettes subordonnées financières en première ligne

En zone euro, le crédit n'échappe plus à la hausse des taux. Lorsque le taux sans risque monte, les obligations d'entreprises subissent d'abord un effet de valorisation ; si le coût de refinancement reste durablement élevé, le risque devient fondamental et le marché redevient plus discriminant entre les émetteurs. C'est sur les dettes subordonnées financières, remboursées après les autres créanciers en cas de difficulté de l'émetteur, que ce mouvement est le plus marqué. Le 5 novembre, jour de la correction brutale des valeurs technologiques américaines, leur prime de risque a bondi d'environ 170 à plus de 225 points de base, au-delà même du pic d'avril 2025. Ce saut tient d'abord à un mouvement de défiance généralisé : les investisseurs ont soldé en urgence leurs positions les plus consensuelles, et les subordonnées financières, très prisées pour leur rendement, ont été parmi les premières vendues. Le marché s'interroge aussi sur le rôle des banques dans le financement de l'Intelligence Artificielle : si les projets de centres de données venaient à être freinés aux États-Unis, une partie du risque remonterait vers leurs prêteurs.

Ce choc est survenu sur un terrain déjà fragilisé par la dette française. L'écart de rendement entre l'OAT et le Bund allemand a dépassé 170 points de base en octobre, un niveau comparable à celui de la crise de la zone euro, et les actions des banques françaises ont reculé de 26 à 28 %. L'exposition directe des banques aux emprunts d'État reste limitée, mais leurs effets indirects pèsent : hausse du coût de financement, ralentissement de l'économie et montée des défaillances d'entreprises. La dynamique européenne apparaît en effet plus fragile : le PMI composite de la zone euro s'est replié à 51,9 en octobre, avec une France retombée en contraction (48,4) face à une Allemagne plus résiliente (52,8), et la confiance des ménages français, pénalisée par l'instabilité politique et les mouvements sociaux, est tombée à son plus bas niveau depuis plus de dix ans. Le resserrement des conditions financières commence en outre à se transmettre à l'économie réelle, avec un affaiblissement de la demande de crédit des entreprises et des ménages. Les obligations de qualité (Investment Grade) restent en comparaison très stables, tandis que le haut rendement (High Yield) se détend à environ 319 points de base après un pic proche de 355.

Évolution du coût de financement des entreprises selon leur note de crédit

Les écarts de taux des subordonnées financières ont bondi début novembre et dépassent désormais leur pic d'avril 2025, tandis que les obligations de qualité restent stables.



Sources : Bloomberg, Dauphine AM. Données arrêtées au 09/11/2026.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en fin de document.

Une prudence sélective, pas une sortie du marché obligataire

Notre stratégie de gestion repose sur quatre convictions principales :

- **Maturités courtes :** la duration de nos poches obligataires reste courte, de 2 à 3 ans selon les mandats. Nous restons positifs sur le haut rendement à duration courte et prudents sur les obligations souveraines et les obligations de qualité, exposées au risque de remontée des taux longs.
- **Une allocation cœur-satellite :** un cœur défensif de fonds de crédit court terme, complété par des convictions ciblées et une gestion obligataire flexible, détaillées ci-après.
- **Une poche décorrélée renforcée :** deux stratégies en portefeuille, dont la performance ne dépend ni des taux ni de la direction des marchés.
- **Une poche monétaire :** elle finance ce mois-ci nos nouvelles positions sur la dette émergente et la technologie chinoise.

[1] Obligation à taux variable : obligation dont le coupon est révisé périodiquement en fonction d'un taux de référence (€STR, Euribor, SOFR…) augmenté d'une marge fixe. Sa valeur est ainsi peu sensible aux variations des taux d'intérêt.

Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en fin de document.

Construction des portefeuilles obligataires : une allocation cœur-satellite

Nos portefeuilles obligataires s'organisent autour d'une allocation cœur-satellite, qui conjugue la stabilité d'un portage court terme et des convictions ciblées.

La poche cœur : stabilité et portage court terme

Le cœur de portefeuille est constitué principalement de fonds de crédit à duration courte, notamment des fonds datés à échéance 2028, qui privilégient la visibilité des flux financiers et la maîtrise du risque de taux.

Cette allocation poursuit trois objectifs : sécuriser le portage obligataire, limiter la volatilité en cas de remontée des rendements souverains et conserver une réelle flexibilité dans nos arbitrages.

Les poches satellites : dette émergente et obligations nordiques

Les allocations satellites regroupent nos positions tactiques et nos convictions spécifiques, destinées à améliorer le rendement global du portefeuille.

- **Dette émergente :** notre conviction est désormais positive, portée par l'affaiblissement du dollar, l'accélération de la croissance mondiale et des actifs encore sous-détenus par les investisseurs. Nous la renforçons ce mois-ci au travers du fonds IVO, de 5 % à 10 % selon les profils, financé par le monétaire.
- **Obligations nordiques :** principalement à taux variables, elles restent un pilier de nos portefeuilles obligataires (de 6 % à 21 % selon les mandats), avec un renforcement sur certains profils ce mois-ci.

Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en fin de document.

05

Devises

Le dollar, soutenu par la Fed et les flux refuges

DANS CETTE PARTIE

L'euro face au dollar · Le coût de la couverture · Notre positionnement

Devises : le dollar, soutenu par la Fed et les flux « refuges »

La victoire démocrate aux élections de mi-mandat pourrait paradoxalement soutenir le dollar. La correction des valeurs technologiques qui a suivi le scrutin a provoqué un mouvement de fuite vers la qualité, au profit des emprunts du Trésor américain et donc du billet vert. La cohabitation entre la Maison-Blanche et un Congrès démocrate devrait par ailleurs freiner les nouvelles dépenses budgétaires et limiter les pressions sur l'indépendance de la Fed, deux sources d'inquiétude qui pesaient sur le dollar. Enfin, l'économie américaine reste robuste : le PIB a progressé de 3,4 % en rythme annualisé au troisième trimestre, porté par une consommation dynamique et un investissement toujours soutenu, et le PMI composite reste élevé à 57,6 en octobre (contre 58,4 en septembre), tandis que l'indicateur de bonnes surprises poursuit son amélioration à 52,4. La Réserve fédérale pourrait encore relever ses taux en décembre, ce qui maintiendrait un écart de rémunération favorable au dollar.

De son côté, l'euro, revenu sous 1,12 dollar, reste exposé au risque spécifique européen : inquiétudes sur les déficits et la trajectoire de la dette, notamment en France, et calendrier électoral chargé, avec des scrutins en Italie, en Allemagne et en Espagne.

Le dollar, soutenu par la victoire démocrate

Fuite vers la qualité, Fed restrictive et risque européen pèsent sur l'EUR/USD



Sources : Bloomberg, Dauphine AM. Les données sont arrêtées au 10 novembre 2026.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Notre positionnement

Dollar : exposition de 23 % à 45 % selon les mandats.

Ce document présente nos convictions à titre purement indicatif. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription. Tout investissement comporte un risque de perte en capital. Pour le détail des risques associés, nous vous invitons à consulter les rubriques « Avertissements » et « Principaux risques » en fin de document.

Avertissements

Dauphine AM, filiale de Rhétorès Groupe, est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro GP-17000033 en date du 04/12/2017. Cette communication commerciale a été préparée pour des investisseurs professionnels et non professionnels. Ce document, publié à titre d'information uniquement, possède un caractère privé et confidentiel ; il ne doit être utilisé que par la personne à laquelle Dauphine AM a transmis ce document. Cette présentation n'est donnée qu'à titre indicatif et ne constitue, ni une recommandation, ni une offre ou une sollicitation de souscription à ce produit. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Ce support est conservé par le service gestion d'actifs de Dauphine AM pour une durée de 10 ans à compter de sa date de publication. Ce document est la propriété intellectuelle de Dauphine AM. Il a été soumis au contrôle interne pour accord avant utilisation et diffusion. La reproduction, la modification ou la transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Dauphine AM.

Les données recueillies sont issues de diverses sources internes et externes. Elles sont considérées comme des sources fiables par Dauphine AM mais ne saurait engager sa responsabilité en cas d'inexactitude. Le portefeuille, les valeurs figurant dans ce document sont soumises aux fluctuations du marché et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future. L'attention des investisseurs est portée sur le fait que les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Les informations présentées dans cette communication commerciale ne suffisent pas à juger des avantages, des risques et frais des produits. Ces informations présentées sont exactes au 13/11/2026.

Toute opération de marché sur instrument financier comporte des risques, notamment du fait des variations de taux d'intérêt, des taux de change, des cours ou des prix des actions ou des obligations, des indices boursiers, des prix des marchandises ou des denrées. Avant toute transaction, l'investisseur doit s'assurer que les investissements proposés correspondent à sa situation financière et à ses objectifs en termes de placement ou à sa capacité de financement. Il doit prendre en compte les caractéristiques des produits ou services proposés présentés dans la documentation contractuelle (dont mandat de gestion, mandat d'arbitrage, prospectus, DIC, rapport de gestion) et réglementaire communiquée (ou disponible gratuitement sur demande ou en téléchargement sur le site www.dauphine-am.fr), comprendre la nature des supports d'investissement, leurs caractéristiques et leurs risques de perte en capital.

Pays de diffusion : France. Langue : Français. Mode de diffusion : Mail.

Principaux Risques

Les informations présentées dans cette communication commerciale ne suffisent pas à juger des avantages, des risques et frais des produits.

RISQUE DE PERTE EN CAPITAL

La perte en capital se produit lors de la vente d'une part à un prix inférieur à celui payé à l'achat. Le mandat ne bénéficie d'aucune garantie ou protection du capital. Le capital initialement investi est exposé aux aléas du marché, et peut donc, en cas d'évolution boursière défavorable, ne pas être restitué intégralement ou totalement.

RISQUE LIÉ À LA GESTION DISCRÉTIONNAIRE

Le style de gestion discrétionnaire repose sur l'anticipation de l'évolution des différents marchés (actions, produits de taux) et/ou sur la sélection des valeurs. Il existe un risque que le mandat ne soit pas investi à tout moment sur les marchés ou les valeurs les plus performants. Sa performance peut donc être inférieure à l'objectif de gestion et la valorisation du mandat pourrait baisser.

RISQUE DE MARCHÉ ACTION

Les marchés actions peuvent connaître des fluctuations importantes dépendant des anticipations sur l'évolution de l'économie mondiale, et des résultats des entreprises. En cas de baisse des marchés actions, la valeur des titres détenus en portefeuille et la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi pourront baisser.

RISQUE DE TAUX

En cas de hausse des taux d'intérêt, la valeur des instruments investis à taux fixe peut baisser et pourra faire baisser la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi.

RISQUE DE CRÉDIT

En cas de dégradation de la qualité des émetteurs ou si l'émetteur n'est plus en mesure de faire face à ses échéances, la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi pourra baisser.

RISQUE LIÉ AUX OBLIGATIONS CONVERTIBLES

La valeur des obligations convertibles dépend de plusieurs facteurs : niveau des taux d'intérêt, évolution du prix des actions sous-jacentes, évolution du prix du dérivé intégré dans l'obligation convertible. Ces différents éléments peuvent entraîner une baisse de la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi.

RISQUE LIÉ À L'UTILISATION DES PRODUITS DÉRIVÉS

L'utilisation des produits dérivés peut entraîner à la baisse sur de courtes périodes des variations sensibles de la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi en cas d'exposition dans un sens contraire à l'évolution des marchés.

RISQUE DE CHANGE

Une évolution défavorable de l'euro par rapport à d'autres devises pourrait avoir un impact négatif et entraîner la baisse de la valeur des instruments dans lesquels le mandat est investi.

RISQUE LIÉ À L'INVESTISSEMENT PETITE CAPITALISATION

En raison de leurs caractéristiques spécifiques, ces actions peuvent présenter des risques pour les investisseurs et peuvent présenter un risque de liquidité du fait de l'étroitesse éventuelle de leur marché. Dans ce cas, la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi peut baisser plus rapidement et plus fortement.

RISQUE LIÉ AUX INVESTISSEMENTS DANS LES TITRES SPÉCULATIFS (HAUT RENDEMENT)

Les titres évalués « spéculatifs » selon l'analyse de la société de gestion ou des agences de notation présentent un risque accru de défaillance, et sont susceptibles de subir des variations de valorisation plus marquées et/ou plus fréquentes, pouvant entraîner une baisse de la valeur liquidative des fonds dans lesquels le mandat est investi.

RISQUE LIÉ AUX INVESTISSEMENTS DANS DES THÉMATIQUES

Investir sur des thématiques telles que présentées expose à un risque de perte en capital et à une forte volatilité, ces secteurs restant cycliques et sensibles à la concurrence, à l'évolution réglementaire et aux valorisations.