

En quête de catalyseurs sur des marchés complexes

Perspectives
d'investissement
2026

Nous avons le plaisir de vous présenter les perspectives 2026 de Goldman Sachs Asset Management : En quête de catalyseurs sur des marchés complexes

De nombreux facteurs devraient influencer les conditions d'investissement en 2026. À la fois complexe et dynamique, le contexte d'investissement actuel est influencé par de nombreux facteurs : les mesures des banques centrales, le nouvel ordre commercial, les risques budgétaires, les tensions géopolitiques ou encore l'intelligence artificielle. Il faut donc prendre des décisions rapides et construire des portefeuilles à la fois solides et diversifiés pour affronter la volatilité et générer de l'alpha. Dans nos Perspectives, nous décrivons les stratégies à la disposition des investisseurs pour vraiment profiter des catalyseurs qui vont influencer les performances des investissements sur les marchés cotés et non cotés. Nous vous remercions de nous laisser l'occasion de partager nos réflexions et sommes impatients de travailler avec vous en 2026.



Marc Nachmann

Responsable mondial de la gestion de patrimoine au sein de Goldman Sachs

Nos principaux thèmes pour 2026



Parmi toutes les thématiques que nous avons identifiées, certains catalyseurs devraient offrir des opportunités sur les marchés publics cotés et non cotés. Nous avons également étudié diverses méthodes pour recomposer les portefeuilles et libérer le potentiel de performance en exploitant les mégatendances actuelles.

- | | | |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 01 | Rester actif face à la complexité
Quels catalyseurs pourraient façonner l'environnement d'investissement et influencer sur les performances des portefeuilles ? | 04 |
| 02 | Savoir composer avec les nuances des marchés cotés
Quelles perspectives pour les actions et les obligations en 2026 % | 18 |
| 03 | Explorer les opportunités alternatives sur les marchés privés
Quelles sont les perspectives du private equity, de la dette privée, de l'immobilier et des infrastructures ? | 32 |
| 04 | Changement de paradigmes en matière de construction de portefeuilles
Les ETF actifs, les allocations passives optimisées, la couverture des risques extrêmes et les actifs alternatifs peuvent aider les investisseurs à recomposer leurs portefeuilles. Nous vous expliquons comment. | 41 |
| 05 | La gestion thématique et les mégatendances ne cessent d'évoluer
Quelles sont les nouvelles opportunités d'investissement offertes par la transition énergétique et l'évolution des dynamiques commerciales ? | 47 |

Ce document est fourni à des fins pédagogiques uniquement et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement ou une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Rien ne garantit que les objectifs soient atteints. Les prévisions économiques et de marché présentées dans ce document sont fournies à titre d'information. Il ne peut y avoir aucune assurance que ces prévisions s'avéreront exactes. Tout investissement comporte des risques, y compris celui de perte en capital. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne garantissent pas les futurs résultats, qui peuvent varier.** Veuillez consulter les informations complémentaires à la fin du présent document.

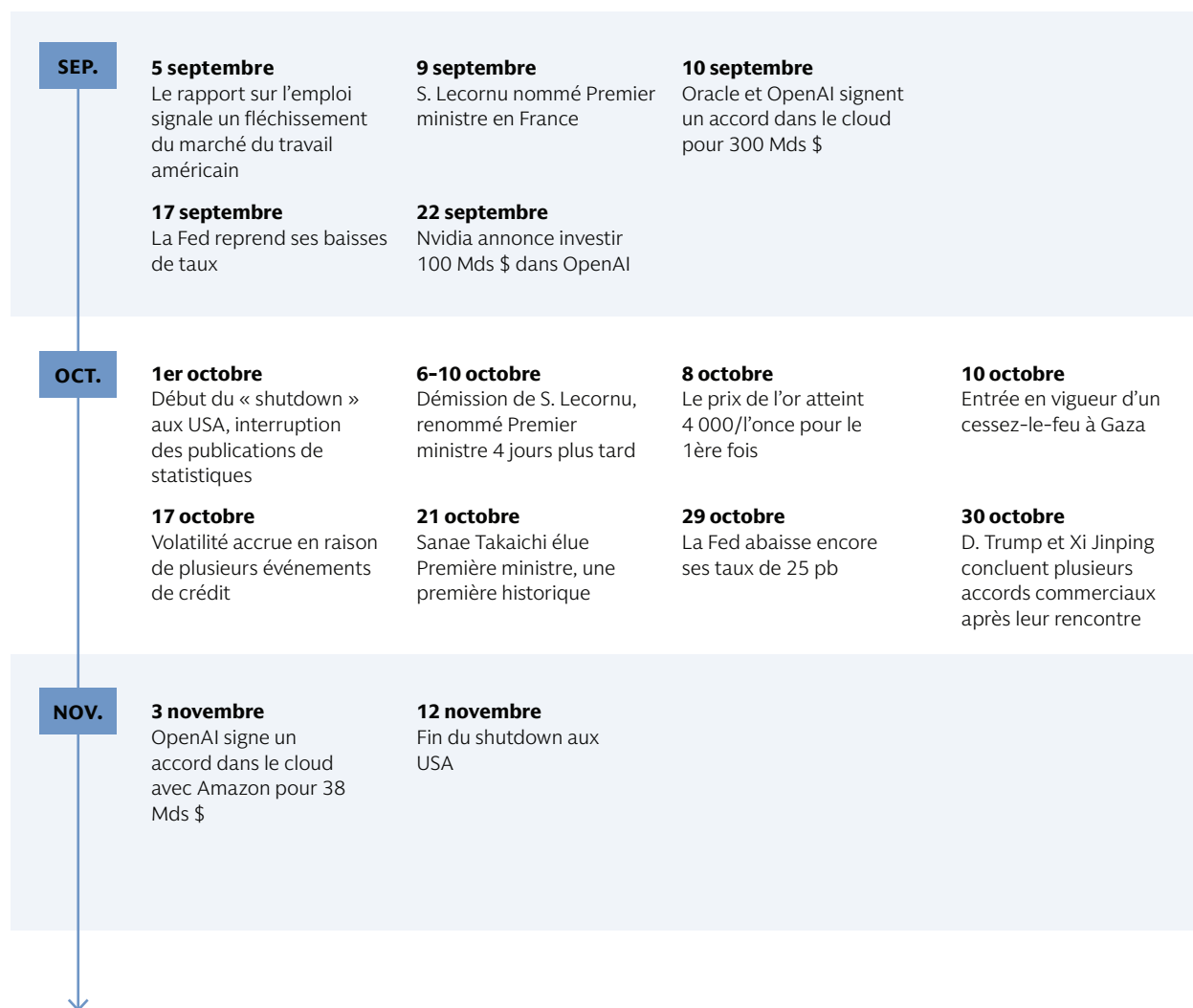
Rester actif face à la complexité

Adopter une stratégie d'investissement active et rigoureuse sera indispensable pour composer avec l'évolution des politiques monétaires, les nouvelles dynamiques commerciales et les événements de crédit. Si les cycles d'assouplissement monétaire, l'IA et la capacité à exécuter des transactions financières seront des catalyseurs potentiels, le positionnement stratégique des portefeuilles sera essentiel pour générer des performances.

Ce document est fourni à des fins pédagogiques uniquement et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement ou une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Rien ne garantit que les objectifs soient atteints. Les prévisions économiques et de marché présentées dans ce document sont fournies à titre d'information. Il ne peut y avoir aucune assurance que ces prévisions s'avéreront exactes. Tout investissement comporte des risques, y compris celui de perte en capital. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne garantissent pas les futurs résultats, qui peuvent varier.** Veuillez consulter les informations complémentaires à la fin du présent document.

Événements ayant mené au contexte d'investissement actuel

Après un début d'année 2025 mouvementé, plusieurs facteurs ont émergé au second semestre et ont influencé la trajectoire des marchés. Ce contexte témoigne de la complexité et du dynamisme auxquels les investisseurs pourraient être confrontés en 2026.



Quelles perspectives pour votre portefeuille en 2026 ?

Source : Goldman Sachs Asset Management. Au 18 novembre 2025. Cette chronologie est fournie à titre d'information uniquement et ne prétend pas constituer une liste exhaustive des facteurs ou événements ayant influencé les marchés financiers.

Composer avec la complexité

Comme de nombreux facteurs pourraient déterminer la conjoncture économique et les marchés financiers en 2026, toute prévision s'avère difficile. Pour composer avec cet environnement, adopter une gestion active nous semble être une approche judicieuse. Dans les pages suivantes, nous décrivons un contexte complexe marqué par les différentes trajectoires des politiques monétaires, les droits de douane et les dynamiques budgétaires. Nous partageons également nos observations concernant la concentration des marchés actions, les événements de crédit et la géopolitique.

CHIFFRES CLÉS

9/10

Pays

du G10 ont abaissé leur taux en 2025

Mesures des banques centrales

Tant que l'inflation restera maîtrisée, c'est selon nous l'évolution du marché du travail qui déterminera le rythme et l'ampleur de l'assouplissement monétaire de la Fed en 2026. Si les restrictions des flux migratoires, les licenciements dans la fonction publique et les destructions d'emplois causées par l'intelligence artificielle continuent à peser sur le marché du travail, la Fed pourrait procéder à de nouvelles baisses de taux, a fortiori si l'inflation induite par les droits de douane ne dure pas. Nous pensons que la BCE va maintenir son taux directeur à 2 % en raison d'une inflation conforme à l'objectif et de l'expansion budgétaire allemande, mais nous n'excluons pas de nouvelles baisses de taux si l'inflation commence à ralentir. Au Royaume-Uni, le ralentissement de l'inflation, le fléchissement du marché du travail et la consolidation budgétaire plaident selon nous en faveur d'une poursuite de l'assouplissement monétaire. Sur les marchés émergents, la désinflation, les baisses de taux de la Fed et les signes d'un nouvel affaiblissement du dollar pourraient se traduire par un nouvel assouplissement des politiques monétaires, avec des différences entre pays. Nous pensons que les taux vont augmenter au Japon, dans le sillage d'une inflation soutenue, d'une croissance dynamique du PIB et d'un assouplissement des conditions budgétaires. Comme les taux directeurs se font moins restrictifs et que les droits de douane ne semblent pas augurer de récession, des hausses de taux sont également possibles dans d'autres pays, ce qui augure une nouvelle phase pour les politiques monétaires mondiales.

18 %

Taux effectif des droits de douane américains

Le plus élevé depuis 1934

Un nouvel ordre commercial mondial

Les accords commerciaux conclus par les États-Unis avec le Royaume-Uni, l'UE et le Japon ont stabilisé la situation après le choc des droits de douane en avril. Un accord commercial se profile également entre l'Inde et les États-Unis.¹ Les discussions entre Donald Trump et Xi Jinping lors d'une réunion en Corée du Sud se sont révélées productives sur les questions des droits de douane et du contrôle des terres rares. Un risque d'escalade des tensions n'est toutefois pas à exclure. Les dynamiques géopolitiques qui accélèrent le découplage entre les deux principales économies mondiales l'emportent sur les catalyseurs d'une intégration plus étroite entre les deux pays. Au-delà de l'aspect commercial, le marché estime que les droits de douane n'auront qu'un impact ponctuel sur les prix, et non des répercussions durables. Jusqu'à présent, les entreprises ont toutefois réussi à protéger leurs marges en cherchant rapidement à atténuer l'incidence des droits de douane, notamment en ajustant leur chaîne d'approvisionnement et en augmentant leurs prix de manière ciblée. Les droits de douane, plus faibles qu'escompté mais relativement élevés, pourraient encore ralentir la croissance en 2026, surtout si une répercussion marquée des droits de douane sur les prix à la consommation se confirme dans les mois à venir.

Sources : (en haut) Réserve fédérale américaine, BCE, Banque du Japon. Au 14 octobre 2025. (à droite) Budget Lab de l'Université de Yale, Goldman Sachs Global Investment Research. Au 12 octobre 2025. (à droite) OCDE, Reuters. Au 20 mars 2025.

CHIFFRES CLÉS

**En milliers de milliards de dollars**

Volume total de dette publique

Déficits et endettement

S'il est impossible de déterminer avec précision à quel moment les inquiétudes budgétaires se concrétiseront ou atteindront leur paroxysme, il est indispensable de connaître le contexte actuel dans les moindres détails. Le déficit budgétaire américain est très élevé par rapport à la vigueur de l'économie. En effet, le ratio dette/PIB s'approche d'un plus haut depuis la 2^{de} guerre mondiale et l'augmentation des taux réels accroît le service de la dette. En France, l'instabilité politique persistante a complètement fragmenté le parlement et a rendu la moindre réforme budgétaire d'ampleur improbable. Depuis, les investisseurs se focalisent sur la détérioration des perspectives budgétaires du pays à l'approche de l'élection présidentielle de 2027, et les rendements des emprunts d'État français à 10 ans sont désormais équivalents à ceux de l'Italie. Les pressions sur les dépenses s'intensifient également dans tous les pays. Elles augmentent en effet dans de nombreux domaines, comme la défense, la transition climatique, la santé et les retraites, sur fond de vieillissement démographique.

**En milliers de milliards de dollars**Capitalisation boursière de
9 valeurs du S&P 500**Concentration des marchés**

Les 10 plus grandes entreprises américaines représentent environ 40 % de la capitalisation boursière du S&P 500.² La concentration du marché est certes élevée, mais des cycles similaires marqués par la domination d'un secteur spécifique, comme la finance ou l'énergie, ont déjà duré des décennies sans nécessairement aboutir à une crise. Les valorisations des entreprises technologiques américaines ont fortement augmenté du fait de l'enthousiasme des investisseurs pour l'IA. Mais plus qu'une exubérance irrationnelle, nous pensons que la hausse des cours est surtout due à une croissance des fondamentaux et à la solidité des bilans. Selon nous, le principal risque serait une déception sur le front des bénéfices, laquelle pourrait remettre en cause les perspectives de rentabilité. Sur le marché actions, nous cherchons à identifier les entreprises affichant des marges brutes élevées et des bilans robustes et répondant à des marchés finaux pérennes. Sur les segments des petites et moyennes capitalisations, nous pensons que les facilitateurs, fournissant les « pioches et les pelles » du boom de l'IA, offrent d'excellentes opportunités. Les dépenses d'investissement dans l'IA ont jusqu'à présent été largement financées par fonds propres, mais le recours croissant à l'endettement devra être surveillé attentivement en 2026.

Sources : (en haut) OCDE, Reuters. Au 20 mars 2025. (à droite) Notation de S&P Global. Au 11 novembre 2025.

CHIFFRES CLÉS

360 \$

En milliards

Private equity et prêts non cotés accordés par 7 grandes banques américaines, représentant près de 11 % du total de leurs prêts

3 nov.

Scrutin des

élections de mi-mandat en 2026

Événements de crédit

Les faillites récentes ont renforcé la surveillance de l'exposition des banques américaines aux institutions financières non-dépositaires.³ Ces événements ont également suscité des inquiétudes quant à la santé et à la résilience globale du secteur bancaire et ont accru la sensibilité des émetteurs à la qualité du crédit et aux interconnexions au sein du système financier. Selon nous, ces difficultés découlent de situations spécifiques et n'augurent pas une augmentation systémique du risque de crédit sur les marchés de la dette privée, qu'ils soient cotés ou non. Elles plaident toutefois en faveur d'une sélection active des titres sur les marchés publics, mais aussi d'une vigilance accrue et d'un processus de souscription rigoureux sur le segment de la dette privée. Selon nous, la résilience des indicateurs de crédit des entreprises américaines montre que le marché se trouve en milieu de cycle, et non en fin de cycle. Sur le segment de la dette privée, les fondamentaux des emprunteurs restent globalement solides.

Géopolitique, élections américaines de mi-mandat et pilotage de la Fed

Malgré la progression des initiatives vers la paix au Moyen-Orient, les risques géopolitiques demeurent élevés. Les exigences de la Russie et de l'Ukraine pour mettre fin à la guerre restent très éloignées. Les incursions de drones dans l'espace aérien polonais témoignent d'un risque d'escalade au-delà de l'Ukraine. Les marchés ont assez peu réagi aux événements géopolitiques de 2025, mais l'approvisionnement, la demande et les prix de l'énergie pourraient devenir à nouveau volatils. Les élections de mi-mandat aux États-Unis en novembre 2026 pourraient influencer la confiance des intervenants de marché et se répercuter sur les actions, les taux d'intérêt et le dollar américain. Les pressions constantes exercées par la Maison Blanche sur la Fed pour qu'elle réduise ses taux pourraient déstabiliser les marchés, faire grimper les anticipations d'inflation, pentifier la courbe des taux et peser sur le dollar. Le mandat du président de la Fed, Jerome Powell, prendra fin en mai, mais l'annonce d'un nouveau candidat pourrait intervenir plus tôt.

Sources : « Global Debt Monitor » de l'Institute of International Finance (IIF), à fin septembre 2025. Données relatives aux dettes publiques, à fin juin 2025 Federal Financial Institutions Examination Council. Données des entreprises, Goldman Sachs Global Investment Research. Au 19 octobre 2025. Données à la fin du T2 2025. Selon nous, les prêts aux acteurs du private equity sont essentiellement des facilités sous forme d'appels de fonds et d'autres types de facilités reposant sur les souscriptions, tandis que les prêts de dette privée sont principalement accordés à des prêteurs directs, des Business development companies (BDC) ou des prêteurs passant par des plateformes en ligne.

En quête de catalyseurs

Dans notre recherche d'opportunités d'investissement pour 2026, nous avons identifié des catalyseurs – qu'il s'agisse de déclencheurs, d'événements ou de thèmes séculaires – susceptibles d'accélérer la croissance et de créer de la valeur dans les portefeuilles les mieux alignés. Nous avons passé en revue de nombreuses thématiques : les cycles d'assouplissement monétaires, les dépenses d'investissement liées à l'IA, les opérations financières, mais aussi les conséquences de la déréglementation aux États-Unis, la priorité accordée par certains pays à la sécurité économique et la demande croissante en énergie.

CHIFFRES CLÉS

12 %

Surperformance des petites capi. américaines

vs l'indice S&P 500 après la fin des 5 derniers cycles de baisse des taux

Cycles d'assouplissement

Les cycles d'assouplissement offrent selon nous des opportunités dans toutes les classes d'actifs. Les baisses de taux pourraient profiter aux instruments obligataires, notamment les bons du Trésor américain à court terme et les obligations Investment grade, dont la composante « taux » est plus élevée que par le passé. Autrement dit, cette baisse des taux pourrait améliorer les performances totales. Les cycles d'assouplissement devraient également soutenir les classes d'actifs sensibles aux taux d'intérêt, comme les petites capitalisations et l'immobilier commercial. Les obligations en devises locales et la dette extérieure des pays émergents devraient également en bénéficier. En effet, l'assouplissement de la Fed va encore permettre à leurs banques centrales de réduire leurs taux, sans affaiblir sensiblement leur devise. Quant aux prêts à effet de levier à taux variable, ils devraient permettre aux émetteurs sous-jacents de bénéficier d'un service de la dette plus faible et ainsi d'améliorer la couverture des intérêts. Sur le front des devises, le dollar américain a enregistré des performances mitigées sur fond de baisse des taux de la Fed. Mais historiquement, le dollar a tendance à se raffermir ou à évoluer en dents de scie lorsque la baisse des taux de la Fed n'entraîne pas de récession.

27 %

des investissements du S&P 500 ont été réalisées par 5 entreprises

Dépenses d'investissement du S&P 500 assumées par les 5 principaux hyperscalers d'IA

Investissements et innovation dans le domaine de l'IA

Les investissements des grands groupes technologiques dans l'IA dépassent toutes les prévisions. Nous pensons que les hyperscalers vont poursuivre leurs investissements dédiés à l'IA en 2026. Chaque trimestre depuis deux ans, les analystes sous-estiment les dépenses d'investissement dans l'IA,⁴ ce qui laisse présager un essor généralisé de l'IA d'ici la fin de l'année. Parallèlement, l'IA transforme radicalement le secteur technologique en stimulant une croissance inédite dans les domaines des semi-conducteurs, des logiciels utilisant des agents d'IA, de la gestion des données, de la cybersécurité et des technologies financières. Sur les marchés actions, l'enthousiasme suscité initialement par l'IA générative concernait un groupe restreint de valeurs. Mais l'univers d'investissement devrait selon nous s'élargir – pour des motifs légitimes – et donner accès à de nouvelles opportunités aux entreprises innovantes. Bien que les entreprises continuent à déployer l'IA en interne et en externe, la visibilité sur la rentabilité de ces investissements reste faible. C'est pourquoi il est selon nous essentiel d'analyser de manière rigoureuse les fondamentaux des entreprises.

Sources : (en haut) Goldman Sachs Asset Management, FactSet. A fin mars 2020. Performance moyenne prévisionnelle de l'indice Russell 2000 après la fin des 5 derniers cycles de baisse des taux : Janv. 1996, Nov. 1998, Juin 2003, déc. 2008, Mars 2020. (à droite) Goldman Sachs Global Investment Research. Au 16 octobre 2025. Les Hyperscalers sont Amazon, Google, Meta, Microsoft et Oracle.

CHIFFRES CLÉS

15 %

Dynamique des fusions-acquisitions aux États-Unis

Augmentation anticipée du nombre d'introductions en bourse aux États-Unis en 2026.

Reprise des opérations financières

A l'échelle mondiale, les opérations financières montrent des signes de forte reprise qui vont selon nous se prolonger en 2026. Aux États-Unis, les fusions-acquisitions ont considérablement augmenté en 2025 par rapport à 2024, tout comme les introductions en bourse. Selon les indicateurs avancés, la trajectoire favorable des opérations financières devrait se poursuivre. Les fusions-acquisitions ont également rebondi en Europe et les transactions annoncées sur l'année écoulée ont dépassé les moyennes historiques. Nous pensons qu'une augmentation des opérations financières pourrait relancer l'activité du private equity et stimuler la demande de financement via la dette privée, y compris pour les solutions mezzanine. La reprise des fusions-acquisitions pourrait également susciter un intérêt accru pour les petites entreprises, qui constituent l'épine dorsale du tissu économique. Une baisse des taux d'intérêt pourrait également stimuler les opérations financières. Par ailleurs, les petites entreprises pourraient devenir une cible fréquente d'offres de rachat, les acheteurs étant en quête d'acquisitions complémentaires (« bolt-on ») ou d'opérations de consolidation sectorielle.

3,4 \$

En milliers de milliards de dollars

Accroissement potentiel du déficit budgétaire américain en raison de la loi OBBBA sur les dix prochaines années.

Baisses d'impôts et déréglementation aux États-Unis

Nous pensons que le contexte d'investissement de 2026 sera influencé par l'interaction entre la politique fiscale américaine, la répartition des recettes douanières et la déréglementation. Selon nous, les réductions d'impôts ne devraient pas se concrétiser aux États-Unis avant la période de dépôt des déclarations de revenus au printemps 2026. Nous estimons que le coût des réductions d'impôts prévues dans la loi One Big Beautiful Bill Act (OBBBA) et les recettes tarifaires vont globalement s'équilibrer à court terme. Le déficit budgétaire pourrait donc rester quasiment inchangé, voire légèrement diminuer. L'administration Trump mène également une politique économique axée sur la déréglementation, qui pourrait servir de catalyseurs à certains secteurs comme la finance, l'énergie et l'industrie pharmaceutique. Alors que le Congrès va progressivement se focaliser sur les élections de mi-mandat, l'agenda réglementaire pourrait devenir un sujet sensible pour les responsables politiques et les investisseurs.

Sources : (en haut) Goldman Sachs Global Investment Research. A fin septembre 2025. (à droite) L'estimation de 3 500 milliards de dollars correspond à l'augmentation nette du déficit budgétaire commun sur la période 2025-2034.

CHIFFRES CLÉS

5 %

du PIB

Engagement de dépenses en matière de défense des membres de l'OTAN d'ici 2035.

Sécurité économique

Après une année dominée les droits de douane, nous pensons que le thème de la sécurité économique va occuper une place centrale et entraîner des investissements massifs dans les secteurs de la défense, de l'énergie et des infrastructures dans les pays développés. Longtemps atone et sous-évalué, le marché européen de la défense est devenu une priorité pour les autorités et l'un des secteurs les plus dynamiques de la région. Nous pensons que le déploiement du plan budgétaire allemand va jouer un rôle majeur. Par rapport au budget allemand de 2024, les dépenses pourraient augmenter de plus de 80 milliards d'euros (1,8 % du PIB) en 2026.⁶ Divers projets d'infrastructure et d'énergie devraient également bénéficier d'investissements. Selon nous, les gérants actifs vont chercher à identifier les entreprises américaines et européennes qui devraient connaître un fort développement en fournissant des solutions dédiées à la sécurité des ressources, à la résilience de la chaîne d'approvisionnement, à l'indépendance énergétique et à la défense nationale.

+175 %

Croissance prévue de la demande en électricité

Prévision des centres de données d'ici 2030 vs 2023.

La demande en électricité

Nous restons convaincus que la demande de données, alimentée par l'IA mais aussi par la demande accrue en données non liée à l'IA, va entraîner une accélération massive de la croissance de la demande mondiale en électricité. Dans ce contexte, il convient d'adopter une approche d'investissement globale incluant la production d'électricité sobre en carbone, l'électrification mondiale des transports et la modernisation indispensable des réseaux électriques dans les pays émergents et développés. Les entreprises technologiques et les hyperscalers se livrant à une course effrénée pour déployer leurs solutions d'IA, la rapidité d'accès aux sources électriques est également primordiale. Le financement par la dette des installations de production d'énergie durable, la dette privée octroyée aux entreprises, les infrastructures et les obligations vertes offriront selon nous des opportunités prometteuses. Les secteurs énergétiques américain et européen sont par ailleurs confrontés à une situation démographique critique : plus de 750 000 nouveaux travailleurs seront nécessaires d'ici 2030, dans un contexte de vieillissement de la population active et de pénurie de main-d'œuvre qualifiée. La capacité à attirer les talents et la main-d'œuvre va devenir un avantage concurrentiel majeur pour les entreprises.⁷

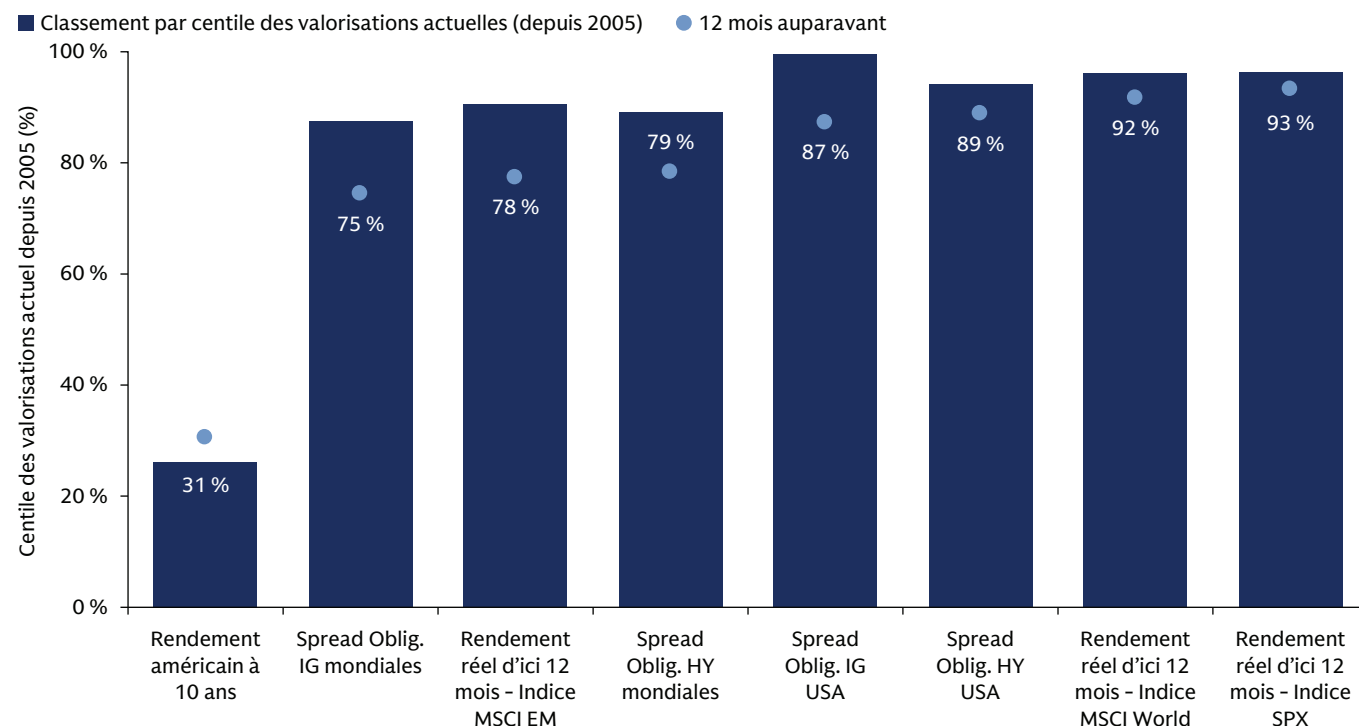
Sources : (en haut) Congressional Budget Office (CBO). 21 juillet 2025. Organisation du traité de l'Atlantique Nord (OTAN). Au 27 août 2025. (à droite) Goldman Sachs Global Investment Research. Au 13 octobre 2025.

Principales questions :

1. Où investir lorsque tous les actifs semblent onéreux ?

Les valorisations des actions et des obligations sont élevées

Valorisations des actifs depuis 2005



Source : MSCI Goldman Sachs Asset Management. Au 24 octobre 2025. Les centiles des valorisations datent de 2005, année lors de laquelle MSCI a commencé à calculer les ratios cours/bénéfices à terme sur les marchés émergents. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, qui sont susceptibles de varier.**

Les grands indices boursiers n'ont cessé d'enregistrer des records historiques en 2025, notamment le S&P 500 aux États-Unis, le STOXX 600 en Europe et le Nikkei 225 au Japon.⁸ Sur les marchés obligataires, les spreads oscillent toujours à des niveaux historiquement bas. Lorsque les investissements traditionnels semblent onéreux, il devient indispensable de ne plus simplement chercher à répliquer les indices de référence. Selon nous, les investisseurs ont tout intérêt à gérer activement la répartition entre actions et obligations – ainsi que les titres sous-jacents de chaque allocation –, et à ajuster l'exposition de leur portefeuille afin de s'adapter aux conditions de marché. Malgré les valorisations élevées des actions, nous pensons que les performances boursières américaines des derniers trimestres ont davantage été dictées par la croissance des bénéfices que par l'augmentation des valorisations. Les valorisations

des petites capitalisations nous semblent attractives à l'aune de leurs perspectives bénéficiaires, mais une approche nuancée s'impose en raison des inefficiences du marché et des risques individuels. Certains segments obligataires pourraient être intéressants, notamment les titres à haut rendement et le crédit titrisé, qui peuvent générer un revenu non-négligeable. Diversifier son exposition, tant au niveau géographique qu'entre les différentes classes d'actifs, est également essentiel. Certains actifs alternatifs comme ceux des marchés privés ou encore les hedge funds peuvent notamment offrir des performances ajustées du risque élevées. Combiner des actifs réels, comme les infrastructures et l'immobilier, peut également améliorer la performance globale d'un portefeuille. Compte tenu de l'évolution des corrélations entre actifs et de la dynamique du dollar, se couvrir contre le risque de change est un aspect à ne pas négliger.

2. Quel pourrait être l'impact des mesures prises par les banques centrales en 2026 sur la valeur des investissements ?

Les trajectoires divergentes empruntées par les banques centrales vont permettre de diversifier les expositions en duration.

Calendrier des réunions des banques centrales en 2026

	Fed	BCE	BoE	BoJ
Janvier	28			23
Février		5	5	
Mars	18	19	18	19
Avril	29	30	30	28
Mai				
Juin	17	11	18	16
Juillet	29	23	30	31
Août				
Septembre	16	10	17	18
Octobre	28	29		30
Novembre			5	
Décembre	9	17	17	19

Sources : Fed, Banque centrale européenne (BCE), Bank of England (BoE), Bank of Japan (BoJ). Derniers calendriers des réunions prévues. Au 20 octobre 2025.

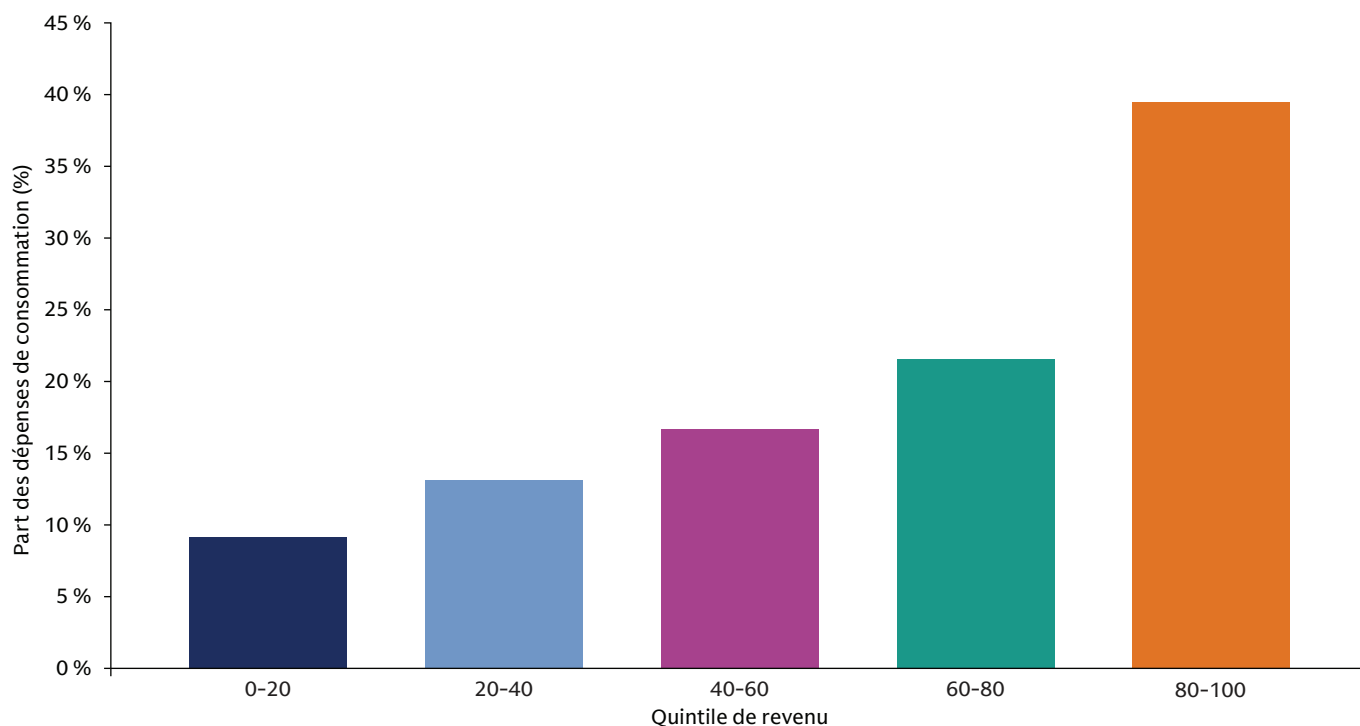
Les mesures des banques centrales permettent aux investisseurs obligataires d'exprimer leurs opinions vis-à-vis des titres souverains sur les différentes parties des courbes de taux, et de diversifier leur exposition en duration. Aux États-Unis, nous pensons que la Fed pourrait réduire ses taux à deux reprises en 2026, compte tenu de son point de vue à l'égard de la faiblesse du marché du travail. En Europe, la résilience de l'économie et le caractère restrictif de la fonction de réaction de la BCE laissent présager une pause prolongée du cycle d'assouplissement. Cependant, le marché semble sous-estimer la probabilité d'une reprise de l'assouplissement si l'inflation devient inférieure à l'objectif. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre pourrait reprendre ses baisses de taux en décembre

en raison du recul de l'inflation, de l'atonie relative du marché du travail et d'éventuelles hausses d'impôts. La Banque du Japon devrait selon nous relever ses taux en raison d'une inflation élevée et d'une croissance soutenue. Dans les autres pays du G10, les cycles d'assouplissement seront variables : la Suède pourrait interrompre le sien, alors que celui de la Norvège devrait se poursuivre. Il est peu probable que les taux redeviennent négatifs en Suisse. Les baisses de taux pourraient marquer une pause en Australie, tandis que ceux de la Nouvelle-Zélande pourraient encore baisser. Les marchés de la dette émergente anticipent une poursuite de l'assouplissement des politiques, à la faveur de la dépréciation du dollar et du recul du pétrole.

3. Quel pourrait-être l'incidence des droits de douane sur les dépenses de consommation ?

Aux États-Unis, les dépenses de consommation reflètent deux réalités

Les 20 % des ménages américains les plus riches représentent 40 % de la consommation totale.



Sources : Bureau of Labor Statistics, Macrobond. Données de 2023. Une analyse historique montre que les proportions sous-jacentes des dépenses sont restées relativement stables au fil du temps.

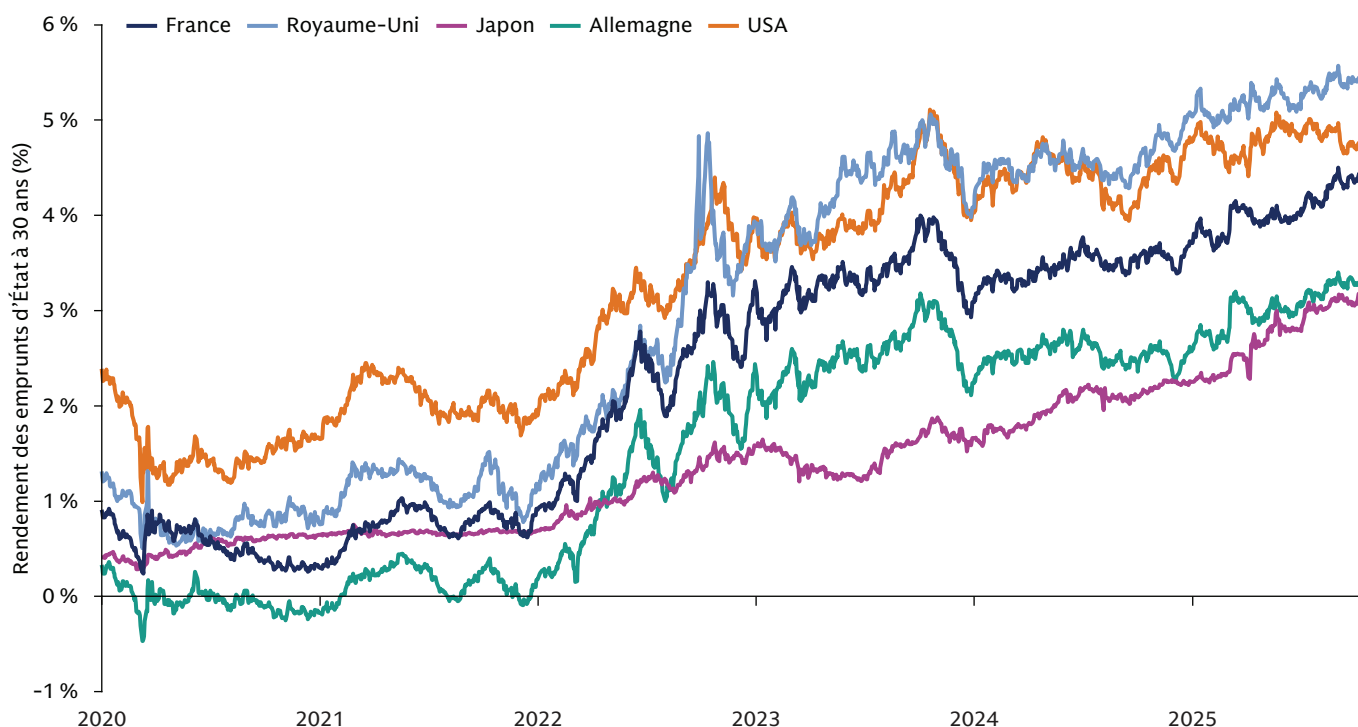
Globalement solide, la confiance des consommateurs américains montre de premiers signes de dégradation, notamment chez les ménages modestes. Cependant, cette cohorte de la population a un impact limité sur les dépenses globales, puisque les 20 % des ménages les plus aisés représentent 40 % de la consommation totale, contre moins de 10 % pour les catégories à faibles revenus. Et pourtant, les priorités des consommateurs se portent de plus en plus sur la valeur de ce qu'ils achètent, le prix, la diversité de choix et la commodité d'achat. Si la répercussion des droits de douane n'était finalement que retardée en 2025, il faudrait s'attendre à un fléchissement des dépenses en 2026. Cet accès de faiblesse potentiel des dépenses pourrait toutefois être compensé par la bonne situation financière des ménages, le niveau élevé des taux d'épargne

et les patrimoines accumulés. Les baisses de taux attendues de la Fed et les mesures de relance budgétaire aux États-Unis rendent également improbable un ralentissement brutal de l'économie. La mesure dans laquelle les entreprises pourront répercuter les droits de douane aura un rôle majeur, ce qui pourrait s'avérer difficile en raison de la dégradation potentielle du marché du travail et de la hausse du chômage. Les défauts de paiement sur les prêts automobiles et les cartes de crédit ont augmenté aux États-Unis, en particulier chez les ménages à risque. Cette tendance est surtout due aux « effets de variation des scores de crédit » induits par la pandémie et à l'augmentation du montant des prêts automobiles, plutôt qu'à des difficultés financières généralisées chez les ménages.

4. Les investisseurs en emprunts d'État vont-ils encore subir les tensions budgétaires ?

La hausse des rendements à 30 ans reflète en partie les inquiétudes suscitées par la viabilité de la dette.

Les rendements à long terme sont plus sensibles aux craintes budgétaires et aux anticipations d'inflation.



Sources : Goldman Sachs Asset Management, Macrobond. Au 15 octobre 2025. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, qui peuvent être différentes.**

Pour les adeptes des marchés des emprunts d'État, le contexte budgétaire est un enjeu majeur susceptible de déclencher une forte volatilité sur les marchés. Nous pensons que les emprunts d'État pourraient encore atténuer les risques de ralentissement de la croissance, notamment car les rendements réels sont positifs. Ces dernières années, les prix des obligations ont progressé lors des périodes d'incertitude économique. Cela a notamment été le cas lors de la crise des banques régionales en mars 2023, puis en réponse à la détérioration du marché du travail en 2024 et 2025, et enfin lors des périodes d'augmentation du risque géopolitique. Nous pensons toutefois que les investisseurs doivent absolument ajuster de manière dynamique leur allocation entre les actifs risqués et les emprunts d'État. La corrélation entre les obligations et les actifs risqués peut passer de négative à positive, en particulier si les craintes inflationnistes ou budgétaires s'intensifient, ce qui pourrait réduire la capacité de couverture des obligations. Plus sensibles à la politique des banques centrales, les rendements à court terme

présentent des caractéristiques contracycliques intéressantes et peuvent servir de couverture en cas de ralentissement économique. À l'inverse, les rendements à long terme sont plus sensibles aux aspects budgétaires et aux anticipations inflationnistes, qui peuvent les faire augmenter et ainsi entraîner une pentification de la courbe. S'ils savent décrypter ces dynamiques, les investisseurs peuvent exploiter leurs anticipations relatives à la courbe des taux et optimiser le profil défensif de leur portefeuille.

Le contexte joue un rôle majeur. Aucun ratio dette/PIB ne déclenche automatiquement une crise budgétaire, puisque, par exemple, celui du Japon dépasse 200 % depuis plus de dix ans sans que cela n'ait entraîné de catastrophe. Selon nous, la conjoncture environnante est plus importante. Les craintes actuelles sont alimentées par le contexte actuel, marqué par un ralentissement de la croissance et des taux d'intérêt plus élevés, d'autant que les banques centrales ont cessé de procéder à des achats massifs d'obligations.

5. Quelles politiques les investisseurs doivent-ils surveiller en Europe ?

La propension des entreprises européennes à investir a augmenté

Le ratio dépenses d'investissement/chiffre d'affaires a atteint son plus haut niveau depuis 10 ans, ce qui témoigne d'une transition vers des stratégies plus gourmandes en actifs.



Sources : Goldman Sachs Global Investment Research. Datastream. Crise financière mondiale. Au 23 octobre 2025.

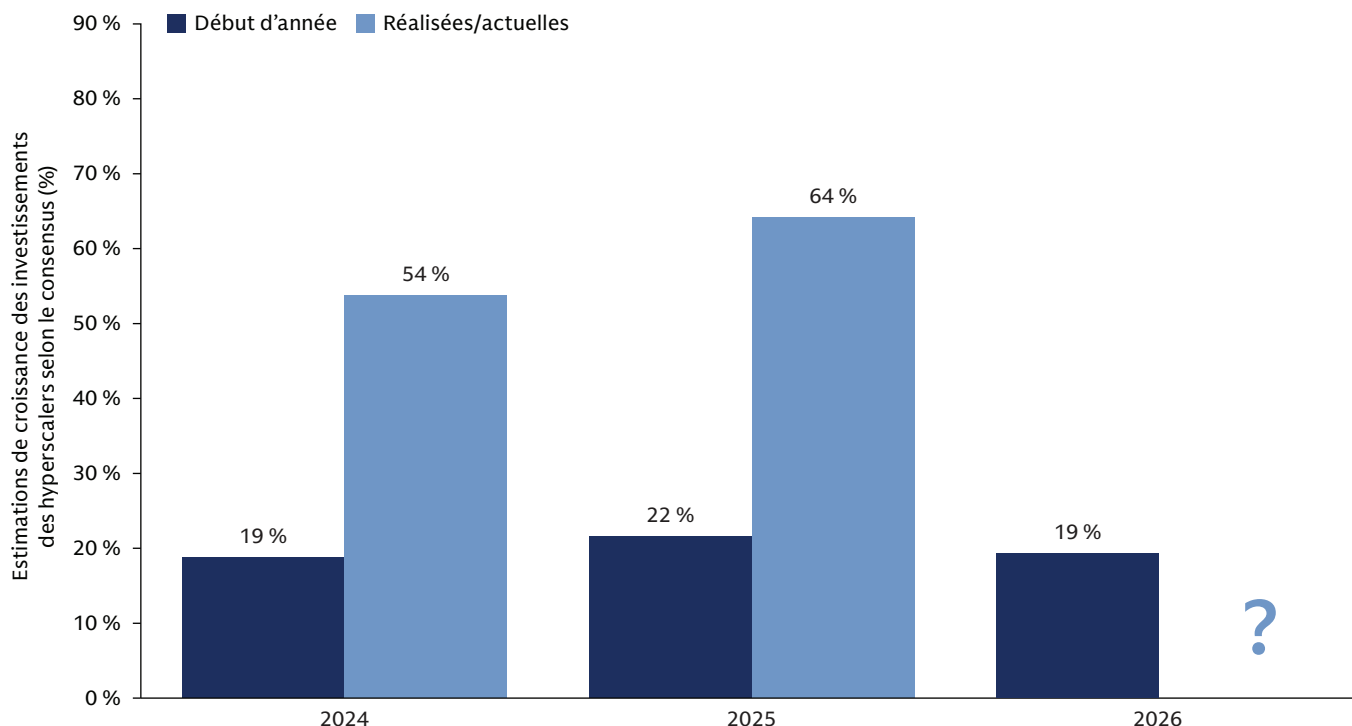
Dans toute l'Europe, les plans de relance stimulent déjà les dépenses d'investissement. Des entreprises qui ont sous-investi pendant deux décennies ont pris de nouveaux engagements de dépenses dans les secteurs à forte intensité capitalistique, en raison des besoins d'investissement dans les secteurs suivants : transition énergétique, sécurité énergétique, défense, relocalisation, modernisation des infrastructures, numérisation et IA. Après une période de croissance atone dans le sillage de la pandémie, l'augmentation des dépenses publiques dans les infrastructures et la défense devrait propulser la croissance du PIB allemand à 1,4 % en 2026 et à 1,8 % en 2027. Les investisseurs devront surveiller la rapidité et la mise en œuvre du plan budgétaire allemand en 2026 en raison de

l'incapacité du gouvernement à mener à bien ses projets d'investissements ces dernières années. Avec l'adoption fin septembre du budget allemand pour 2025 et de la loi encadrant le fonds dédié aux infrastructures, les dépenses pourraient augmenter de manière significative en 2026, notamment dans le secteur de la défense. Le déploiement des dépenses de défense sera progressif et complexe, mais elles pourraient nettement accélérer la croissance à moyen terme. Les autorités allemandes cherchent également à accroître l'efficacité du fonctionnement de l'État, en recourant à l'IA et à la numérisation. Selon nous, la croissance pourrait pâtir de la dépendance du pays au commerce mondial, des prix élevés de l'énergie et d'une bureaucratie importante.

6. Compte tenu de l'augmentation des dépenses d'investissement dans l'IA, quels facteurs pourraient entraîner une dispersion des performances des 7 Magnifiques ?

Le marché a sous-estimé les dépenses d'investissement des hyperscalers ces deux dernières années

Estimations de croissance des dépenses d'investissement des hyperscalers selon le consensus



Sources : FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research. Au 17 octobre 2025. Les hyperscalers sont : Amazon, Google, Meta, Microsoft et Oracle.

L'ampleur et la rapidité des dernières annonces d'investissements dans l'IA par les hyperscalers soulèvent des questions concernant la viabilité de ces dépenses. Selon nous, les dépenses d'investissement dans l'IA n'en sont qu'à leurs prémices et nous pensons que la concurrence accrue dans ce domaine entre les hyperscalers et les pays va stimuler les dépenses à l'échelle mondiale. On peut notamment citer des pays qui possèdent à la fois des capacités de production d'électricité et des capitaux importants, notamment au Moyen-Orient et en Asie. Malgré la durabilité probable des dépenses d'investissement dans l'IA, nous pensons que deux facteurs clés vont différencier les performances des 7 Magnifiques. Premièrement, quel est l'objectif des entreprises en investissant dans l'IA : s'agit-il de conquérir de nouveaux marchés ou d'une initiative stratégique visant à renforcer une position de marché déjà dominante ? Deuxièmement, la différenciation dépendra de l'accès de ces entreprises à une

technologie d'IA propriétaire et compétitive, ou de la nécessité de nouer des partenariats durables avec des prestataires extérieurs spécialistes de la conception de modèles, afin de conserver leur avantage concurrentiel. Plus globalement, en tant qu'investisseurs adeptes de l'analyse des fondamentaux, il est selon nous essentiel que les entreprises conservent des cœurs de métier solides, en particulier lorsqu'elles investissent massivement dans l'IA. Au-delà des 7 Magnifiques, l'adoption de l'IA se généralise dans les entreprises, ce qui les pousse à nettoyer, structurer et sécuriser leurs données afin qu'elles puissent être utilisées efficacement par les systèmes d'IA. Les applications de l'IA se développent rapidement, en particulier dans l'automatisation, la relation client et l'intelligence opérationnelle, ce qui offre des opportunités aux plateformes cherchant à aider les entreprises à intégrer les outils d'IA.

Savoir composer avec les nuances des marchés cotés

Pour exploiter la dispersion accrue des performances que nous anticipons sur les marchés boursiers, nous comptons diversifier notre exposition active aux actions mondiales et combiner des stratégies fondamentales et quantitatives. En matière de gestion obligataire, nous avons diversifié nos expositions en duration, mis en place un positionnement stratégique sur les courbes de taux et assurons une sélection active des titres individuels. Le crédit titrisé, les obligations à haut rendement et la dette des marchés émergents vont selon nous permettre de générer des revenus.

Ce document est fourni à des fins pédagogiques uniquement et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement ou une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Rien ne garantit que les objectifs soient atteints. Les prévisions économiques et de marché présentées dans ce document sont fournies à titre d'information. Il ne peut y avoir aucune assurance que ces prévisions s'avéreront exactes. Tout investissement comporte des risques, y compris celui de perte en capital. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne garantissent pas les futurs résultats, qui peuvent varier.** Veuillez consulter les informations complémentaires à la fin du présent document.

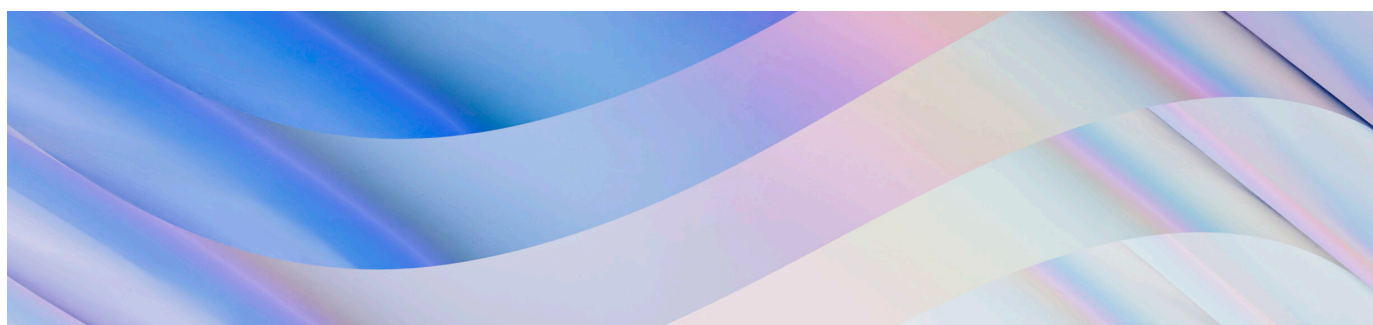
Les actions dans un monde multipolaire

L'environnement économique et géopolitique mondial devient selon nous plus multipolaire, ce qui entraîne une fragmentation accrue des marchés et un éventail plus large d'opportunités pour les investisseurs en actions.

Les marchés boursiers américains sont toujours portés par l'essor de l'intelligence artificielle et l'engouement qu'elle suscite auprès des investisseurs. Quant aux leaders du secteur, ils ne cessent de déployer de nouvelles technologies pour gagner en taille et accélérer leur croissance. En Europe, la priorité de nouveau accordée à sécurité nationale et économique se traduit par une augmentation des

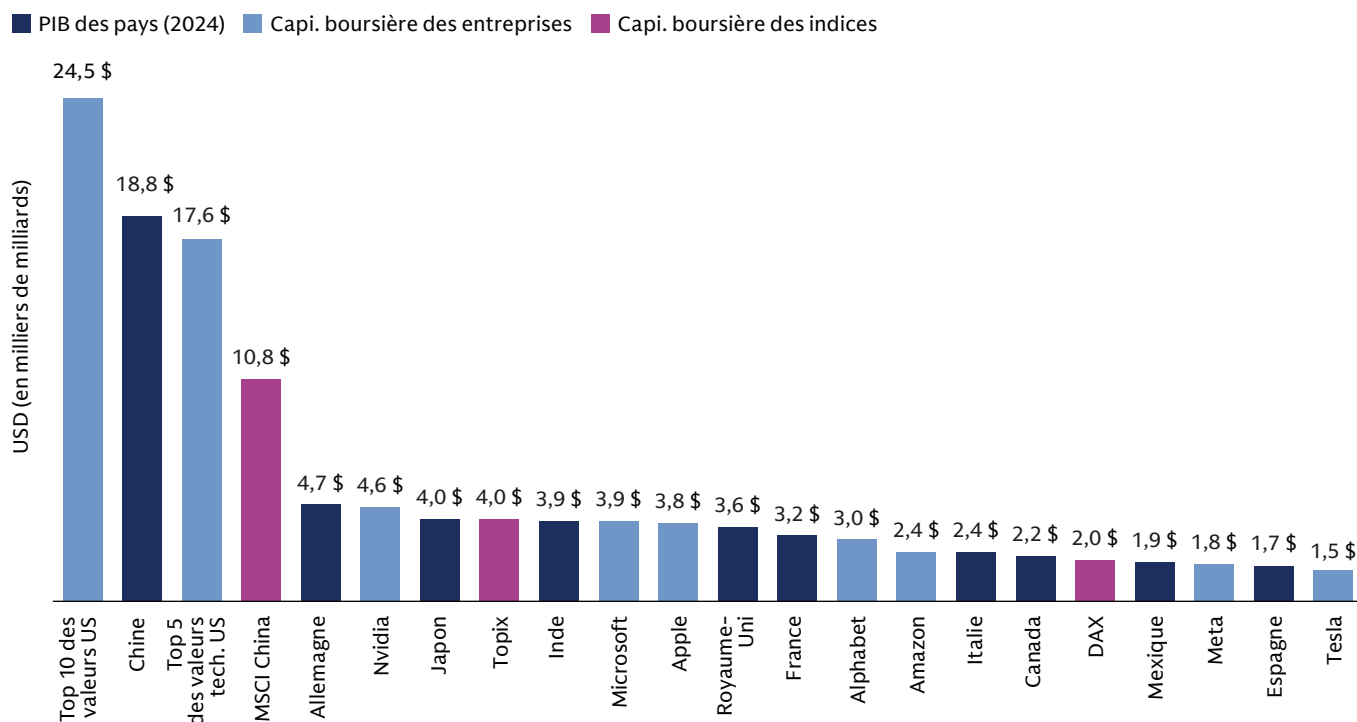
investissements dans les infrastructures et les capacités de défense. L'évolution de la situation politique dans certains pays, notamment en France et au Japon, ne fait que renforcer la complexité ambiante.

Compte tenu du contexte actuel, il nous semble essentiel de diversifier au maximum l'exposition aux actions et de gérer efficacement les risques. Pour cela, plusieurs conditions doivent être réunies : adopter une exposition active, investir à l'échelle mondiale, disposer d'une solide expertise régionale, mais aussi combiner des stratégies actions fondamentales et quantitatives.



Les 10 premières entreprises américaines dominent les marchés actions mondiaux

La valeur combinée des cinq plus grandes entreprises technologiques américaines (17 600 Mds \$) est supérieure au PIB combiné du Japon, de l'Inde, du Royaume-Uni, de la France et de l'Italie (17 100 Mds \$).



Source : Compustat, IBES, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research. Au 8 octobre 2025.

Actions américaines : Un équilibre entre taille et champ d'action

Les grandes entreprises ne cessent de grossir

Les 10 plus grandes entreprises américaines (dont 8 appartiennent au secteur technologique) représentent près de 25 % du marché actions et valent près de 25 000 milliards de dollars.⁹ Les 10 principales entreprises du SP 500 représentent désormais une part substantielle de la capitalisation boursière (env. 40 %) et des bénéfices (env. 30 %) de l'indice.¹⁰ Quant aux principaux hyperscalers de l'IA (Amazon, Google, Meta, Microsoft et Oracle), ils représentent à eux seuls près de 27 % des dépenses d'investissement du SP 500.¹¹

Les « 7 Magnifiques » continuent d'accroître leur part de marché grâce à la solidité de leurs cœurs de métier et à des réinvestissements stratégiques. Selon nous, la puissance bénéficiaire de ces grandes entreprises devrait leur permettre de poursuivre leur progression en bourse. Nous anticipons une accélération des dépenses d'investissement des hyperscalers de l'IA en 2026 et nous continuons de surveiller les

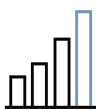
dépenses associées aux infrastructures d'IA, ainsi que l'accumulation et la monétisation des applications d'IA. Cependant, l'homogénéité actuelle des performances de ces grands acteurs devrait se fracturer et entraîner une dispersion accrue.

Nous observons également une course à la taille sur d'autres segments du marché. Dans le commerce de détail, par exemple, Walmart et Costco ont capté une part importante de la croissance des ventes, grâce des offres présentant un bon rapport qualité-prix, à un fort levier opérationnel et à des négociations favorables avec les fournisseurs.¹² Une tendance similaire s'observe également dans le secteur financier.

Grâce à des investissements gigantesques, ces entreprises aux moyens énormes peuvent tirer parti du pouvoir de transformation des technologies et des dynamiques de marché. Nous continuons à privilégier celles se caractérisant par des marges brutes élevées, des bilans fortifiés et des marchés finaux durables. Si certaines entreprises de taille plus modeste pourraient avoir du mal à rester compétitives, le segment des petites et moyennes capitalisations offre toutefois des opportunités ciblées.

Nous cherchons à exploiter les opportunités liées à la dispersion des marchés, à identifier des entreprises de qualité bénéficiant de mégatendances et à faire preuve de rigueur en matière de valorisation afin de générer des performances élevées.

Les déterminants du potentiel de surperformance des grandes capitalisations



Des marges brutes élevées

- Moindre impact tarifaire
- Différentiation concurrentielle
- Pouvoir de fixation des prix



Des bilans fortifiés

- Capacité à investir de manière contra-cyclique
- Augmentation des rachats d'actions
- Diminution du levier financier

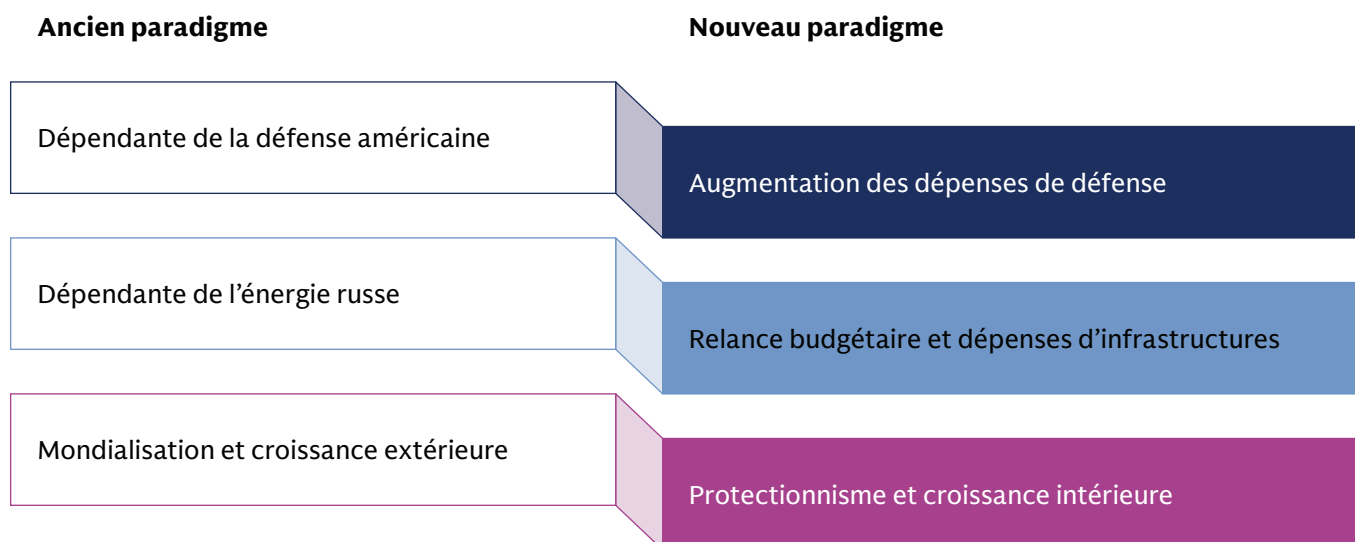


Des marchés finaux durables

- Moindre cyclicité
- Tendances de croissance à long terme
- Non-dépendantes des marchés de capitaux

Source : Goldman Sachs Asset Management. À titre d'illustration uniquement.

Le changement de paradigme européen



Source : MSCI Goldman Sachs Asset Management. A fin novembre 2025.

Libérer le potentiel des petites et moyennes capitalisations

Sur les segments des petites et moyennes capitalisations, nous pensons que les facilitateurs, ceux qui fournissent les « pioches et les pelles » du boom de l'IA, offrent d'excellentes opportunités, notamment celles en première ligne des innovations liées à l'IA. Par ailleurs, que ce soit aux États-Unis et à l'international, les petites capitalisations offrent des opportunités prometteuses, sous l'effet des baisses de taux anticipées et de l'accélération des bénéfices. La reprise des opérations financières pourrait également être source d'optimisme et inciter les investisseurs à s'intéresser à l'ensemble de l'univers des petites capitalisations. Si la trajectoire du bêta de marché est favorable, il sera selon nous essentiel de générer de l'alpha de manière active sur le segment des « small caps » afin de convertir les tendances positives actuelles en performances financières élevées et d'éviter les pièges potentiels. Le phénomène des « actions mêmes », extrêmement volatil du fait de l'influence des réseaux sociaux et du trading des investisseurs particuliers, impose une surveillance active en allant au-delà de l'analyse financière traditionnelle.

Conserver des horizons d'investissement à long terme

Les actions européennes et le changement de paradigme du Vieux continent

Les marchés actions européens ont connu deux phases distinctes en 2025 : ils ont d'abord surperformé le marché américain en raison de l'anticipation d'une reprise économique et des incertitudes suscitées par les politiques américaines, qui ont nettement pénalisé le secteur technologique américain. Toutefois, à l'annonce des nouveaux droits de douane américains le 2 avril, le marché américain

a repris le dessus grâce à engouement pour l'IA. L'indice S&P 500 a donc surperformé le MSCI Europe en devise locale au mois de septembre, même si les deux indices ont enregistré une hausse à deux chiffres.¹³ La dépréciation marquée du dollar américain, plombé par les politiques incertaines des États-Unis et le creusement du déficit budgétaire, a créé un risque de change non-négligeable pour les investisseurs dont le billet vert n'est pas la monnaie de base. Les écarts de performance en euros ont atteint un niveau inédit depuis plus de deux décennies.

Les actions décotées (« value »), notamment dans les secteurs financier, de la défense et des services aux collectivités, ont surperformé les valeurs de croissance et les titres de qualité. Les valorisations des banques européennes sont inférieures à leur moyenne à long terme depuis la crise financière mondiale. Malgré des performances positives en 2025, la situation reste similaire à l'approche de 2026. Leurs multiples de valorisation pourraient donc à nouveau augmenter, à la faveur de fonds propres plus solides et d'un rendement du dividende attractif.¹⁴ Tous secteurs confondus, les actions européennes présentent toujours une décote importante par rapport à leurs homologues américaines, même après ajustement des expositions sectorielles ou des écarts de prévision de croissance.¹⁵

De nombreuses grands groupes mondiaux d'origine européenne, notamment ceux bénéficiant de tendances favorables à long terme, comme la transition énergétique et la consommation durable, ont déjà montré qu'elles étaient capables de s'adapter à des changements d'environnement. La sous-performance des valeurs de bonne qualité en 2025 devrait permettre d'accroître certaines expositions, notamment si l'économie européenne connaît un point d'inflexion.

Selon nous, la flexibilité budgétaire accrue des pays européens (avec par exemple, l'assouplissement par l'Allemagne du frein à l'endettement pour les dépenses de défense et d'infrastructures) et la réindustrialisation (avec notamment le nouveau Pacte pour une industrie propre de l'UE et le programme européen pour l'industrie de la défense) vont doper la croissance économique de la région au-delà de 2026, ce qui réduira l'écart de croissance du PIB avec les États-Unis. La diversité du marché actions européen est également propice aux stratégies d'investissement quantitatives, qui peuvent traiter des informations complexes et ainsi identifier les inefficiences modestes du marché et les dynamiques structurelles.

Actions japonaises : Le gouvernement de Sanae Takaichi profite de tendances favorables

Nous pensons que les marchés actions japonais vont bénéficier d'une conjoncture positive au début 2026. On peut notamment citer le ralentissement de l'inflation¹⁶,

la stabilité de la politique monétaire et un renforcement potentiel de la politique budgétaire par le gouvernement de Sanae Takaichi. La vigueur des dépenses d'investissement des entreprises et de la consommation, alimentée par la croissance des salaires, va stimuler les bénéfices des entreprises en 2026. La dépréciation du yen pourrait profiter aux exportateurs et l'essor du tourisme devrait être favorable aux entreprises exposées au marché intérieur. Les réformes de la gouvernance des entreprises ont toutes les chances de créer de la valeur actionnariale, mais aussi d'augmenter les dividendes et les rachats d'actions. Les valorisations sont certes supérieures aux moyennes historiques, mais la croissance des bénéfices et les réformes du secteur privé justifient l'optimisme des investisseurs. La politique budgétaire du gouvernement de Sanae Takaichi devrait soutenir les secteurs de la défense, de l'énergie nucléaire et des technologies, grâce aux engagements d'investissement dans l'IA, les semi-conducteurs, l'informatique quantique, l'espace, la médecine de pointe et la cybersécurité.¹⁷

Les thématiques que nous privilégions sur les marchés actions des pays émergents



Chine

Les dernières mesures de relance annoncées pour stimuler la consommation et l'innovation technologique confortent selon nous l'attrait de la Chine. La sélection des valeurs est néanmoins essentielle pour profiter d'une véritable croissance des bénéfices et éviter les risques induits par les politiques. Nous privilégions les nouveaux thèmes d'investissement, à savoir la fabrication de produits de pointe, l'innovation technologique (IA, robotique, véhicules électriques et énergies propres, biotechnologies et technologies financières), la résilience de la consommation et les entreprises défensives versant des dividendes élevés.



Inde

La croissance soutenue du PIB contribue à la croissance régulière des bénéfices. Le volume des paiements numériques en Inde a triplé depuis juin 2021.²¹ Les tendances favorables en matière de démographie (65 % de la population indienne ayant moins de 35 ans) et de consommation attirent les investisseurs. L'âge médian ressort à 28 ans, soit environ dix ans de moins qu'aux États-Unis et en Chine.²²



Moyen-Orient

S'agissant des pays du Conseil de coopération du Golfe (CCG), les réformes économiques et les projets de diversification au détriment du pétrole offrent de nouvelles opportunités d'investissement. Plusieurs thématiques, comme la numérisation et les investissements dans les infrastructures, devraient soutenir les bénéfices des entreprises. Si le conflit à Gaza et les tensions en mer Rouge ont accru les risques pour le commerce et le tourisme, l'Arabie saoudite, le Qatar et les Émirats arabes unis n'ont guère pâti de ces tendances.



IA et valeurs technologiques

Les marchés émergents sont à la pointe de l'innovation en matière d'IA et de puces électroniques : la Chine, l'Inde, la Corée du Sud et Taïwan abritent toutes des entreprises exceptionnelles qui stimulent la croissance du secteur technologique mondial. Par exemple, la société taïwanaise TSMC domine la fabrication de puces électroniques de moins de 10 nanomètres utilisées pour l'IA et la 5G.²³ L'entreprise prévoit d'investir environ 165 milliards de dollars dans la fabrication de semi-conducteurs de pointe aux États-Unis.²⁴

Les investisseurs japonais, qui ont longtemps été friands des instruments liquides, se tournent progressivement vers des actifs plus risqués.¹⁸ Ce nouveau comportement s'explique notamment par la prolongation du programme de promotion des comptes d'épargne (Nippon Individual Savings Account – NISA), qui propose des seuils d'investissement défiscalisés plus élevés et séduit particulièrement les investisseurs jeunes et avertis. Ce changement de comportement et les réformes des entreprises renforcent l'attrait pour la classe d'actifs. Le marché actions japonais présente également des caractéristiques qui lui sont propres, notamment une analyse financière individuelle moins développée par rapport aux autres marchés développés,¹⁹ des différences linguistiques et des données précieuses difficiles à obtenir. Ce contexte est propice aux investisseurs quantitatifs qui analysent les données pour identifier des entreprises prometteuses.

Actions des marchés émergents : sources de nouvelles opportunités

En 2025, nous avons suivi de près la manière dont le contexte (dépréciation du dollar, recul des prix du pétrole, ralentissement de l'inflation et politique plus accommodante de la Fed) s'est révélé favorable aux actions des marchés émergents. Ces derniers devraient selon nous continuer à enregistrer des performances positives en 2026. Si l'on s'en tient au ratio cours/bénéfice (PER) à un an, les actions des marchés émergents affichent une décote d'environ 40 % par rapport aux actions américaines, un niveau inférieur à la moyenne à long terme.²⁰ Cette décote pourrait se réduire grâce aux résultats solides des entreprises sur ces marchés. En Inde, par exemple, la croissance soutenue du PIB devrait continuer à porter les résultats des entreprises. Nous nous efforçons d'identifier des entreprises possédant des fondamentaux solides et exposées à leur marché intérieur.



L'avantage de la gestion quantitative face à des marchés multipolaires

L'augmentation constante des données et les capacités de transformation de l'IA créent également de nouvelles perspectives d'investissement. Malgré leur explosion, une grande partie des données restent inexploitées par les investisseurs traditionnels. Nous pensons que les stratégies quantitatives reposant sur des capacités informatiques avancées et sur l'IA peuvent synthétiser ces informations complexes et déstructurées, en extraire des enseignements précieux et repérer des tendances globales. Elles procurent donc selon nous un avantage informationnel majeur permettant aux gérants adeptes de la gestion des données de décrypter les nuances du marché, d'intervenir plus rapidement que les autres et d'exploiter les opportunités avant qu'elles ne soient complètement intégrées dans les cours.

Au-delà de la croissance des données, les inefficiences des marchés européens, des petites capitalisations et des économies émergentes ne cessent d'augmenter et offrent un terrain propice à la gestion active. Selon nous, l'essor de la gestion passive, bien qu'elle offre une large exposition au marché, contribue paradoxalement à des anomalies de valorisations car un volume croissant des transactions ne tient plus compte de la valeur fondamentale des titres. Si l'on ajoute à ces anomalies la composition plus fragmentée des acteurs de marché et une dispersion accrue des performances, les conditions globales amplifient le potentiel de la sélection des valeurs.

Les approches d'investissement quantitatives procurent également des bienfaits structurels pour 2026 mais aussi pour les années suivantes.

Grâce à leurs caractéristiques systématiques, ces stratégies permettent de s'adapter en continu aux évolutions du marché, et la priorité qu'elles accordent aux profils individuels des entreprises minimise les biais macroéconomiques, tout en permettant un contrôle rigoureux des biais stylistiques, géographiques ou sectoriels. De par leur capacité à construire des portefeuilles très diversifiés composés de nombreuses positions modestes, les stratégies quantitatives peuvent selon nous nettement surperformer, sans prendre un risque actif excessif. Du fait de cette polyvalence et leur aptitude à diversifier les portefeuilles, les stratégies systématiques reposant sur l'analyse des données jouent un rôle clé pour les investisseurs cherchant à exploiter les tendances de marché, tout en optant pour un positionnement défensif.



Assouplir les contraintes de la gestion « long-only »

Formuler des opinions actives et génératrices d'alpha à la vente et à l'achat

La stratégie d'investissement traditionnelle dite 60/40 est devenue plus risquée en raison de la concentration inédite des marchés actions et de la corrélation accrue entre actions et obligations. Nous observons un intérêt croissant pour les stratégies long/short à bêta de 1, qui offrent aux investisseurs une approche dynamique pour générer des performances potentiellement plus élevées. Les allocataires d'actifs doivent toutefois tenir compte de certains aspects complexes, notamment les risques de corrélation, les contraintes de capacité et les coûts.

TROIS QUESTIONS CLÉS

1

Quelles sont les perspectives de performance des 7 Magnifiques ?

Depuis leur émergence, les 7 Magnifiques ont connu une trajectoire boursière globalement homogène. Plusieurs dimensions relativement nouvelles suscitent le débat et pourraient entraîner une dispersion des performances de ces entreprises. Deux questions se posent notamment : l'IA renforce-t-elle ou cannibalise-t-elle leurs cœurs de métier et les investissements dans l'IA ont-ils pour objectif de renforcer leur position dominante ou d'identifier de nouveaux marchés ? Nous surveillons attentivement les fondamentaux des entreprises, comme les flux de trésorerie disponibles et la rentabilité des investissements, afin d'évaluer la viabilité de leur croissance et d'anticiper une évolution potentielle du leadership de marché.

2

La croissance séculaire des petites capitalisations, alimentée par des facteurs à la fois opportunistes et spécifiques, sera-t-elle récompensée comme lors des cycles précédents ?

Selon nous, cette croissance séculaire s'accompagnera d'une augmentation marquée des multiples de valorisation. Puisque les taux de croissance moyens des entreprises risquent de ne pas être particulièrement impressionnants, celles dont la croissance sera constamment supérieure à la tendance pourraient nettement tirer leur épingle du jeu. Les secteurs à l'origine de cette tendance seront probablement différents des cycles précédents : les multiples des semi-conducteurs devraient encore augmenter (contrairement à ceux des logiciels) et l'aéronautique et la défense pourraient prendre le dessus sur les secteurs liés au logement. Nous anticipons toutefois l'émergence de perspectives de croissance séculaire sur fond de baisse des taux d'intérêt. Pour identifier des opportunités alpha et gérer efficacement les risques dans l'univers hétérogène des petites capitalisations, une approche d'investissement reposant sur une analyse fine des données peut s'avérer utile.

3

Le rebond des actions chinoises va-t-il se poursuivre en 2026 ?

Selon nous, les facteurs qui ont soutenu dernièrement le marché actions chinois sont une liquidité abondante, une participation accrue des particuliers et des alternatives d'investissement limitées. Les autorités ont surtout cherché à stimuler la consommation via des mesures directes (bons pour l'achat de services) et indirectes (soutien aux marchés immobilier et de l'emploi). Pour que le marché actions poursuive sa progression à long terme, il faudra que ces liquidités se traduisent par une croissance durable des bénéfices. Les valorisations sont attractives par rapport aux autres marchés mondiaux et le positionnement modéré des investisseurs internationaux laisse entrevoir un afflux de capitaux vers les actions chinoises. Les risques incluent une recrudescence potentielle des tensions commerciales et des chocs potentiels déclenchés par des politiques ou des réglementations spécifiques qui, historiquement, ont déjà entraîné des retournements brutaux des marchés chinois.

Gestion obligataire : trouver un juste équilibre

A l'approche de 2026, les investisseurs doivent doser de manière subtile leur exposition obligataire. Si la situation budgétaire américaine fait l'objet d'incertitudes accrues, elle est compensée par le potentiel de croissance que pourraient entraîner les dépenses d'investissement dans l'IA et l'augmentation des dépenses publiques. On observe un relatif équilibre entre les positions accommodantes et restrictives des gouverneurs de la Réserve fédérale, ce qui renforce les incertitudes à court terme. La publication retardée des statistiques en raison de la paralysie des services publics américains a brouillé la situation, tant pour les autorités que pour les marchés.

Toutefois, le caractère binaire du paysage d'investissement offre aux investisseurs obligataires adeptes de la gestion active la possibilité de gérer leur allocation de manière dynamique. Les investisseurs ont plusieurs options pour générer des flux de revenus attractifs : se positionner de manière stratégique sur la courbe des taux en

fonction de leur avis sur l'évolution des politiques budgétaires et pour exploiter les politiques divergentes des banques centrales, ou bien assurer une sélection diversifiée des actifs, du crédit titrisé aux obligations à haut rendement en passant par la dette des marchés émergents.

Les opportunités d'investissement sur les marchés obligataires demeurent intéressantes, tant d'un point de vue technique que fondamental. Néanmoins, compte tenu de l'équilibre fragile des risques, il convient d'adopter une approche active, associant une méthode diversifiée de construction de portefeuille, une gestion rigoureuse des risques et une bonne capacité d'adaptation à l'évolution des conditions de marché.

des bons du Trésor. Le positionnement sur la courbe étant également essentiel pour créer de la valeur, nous avons maintenu nos stratégies de pentification des courbes aux États-Unis et en Europe, justifiées par des structurelles à long terme. En Europe, les perspectives d'augmentation des politiques budgétaires s'accompagnent paradoxalement d'une inflation en recul à court terme. Ces dynamiques contradictoires plaident en faveur d'une approche active, en se positionnant sur les divers segments des courbes de taux en fonction des tendances anticipées.

Plusieurs facteurs pourraient faire évoluer nos prévisions dans les mois à venir. La Fed surveille de près l'évolution du marché du travail américain, et la moindre détérioration des données sur l'emploi pourrait accélérer le cycle d'assouplissement monétaire. La situation financière des ménages américains, notamment face aux répercussions des droits de douane, est un indicateur central des perspectives de croissance aux États-

Composer avec des signaux macroéconomiques mitigés

Nous sommes neutres à l'égard des taux américains, même si une dégradation prononcée du marché du travail pourrait très bien entraîner un rebond

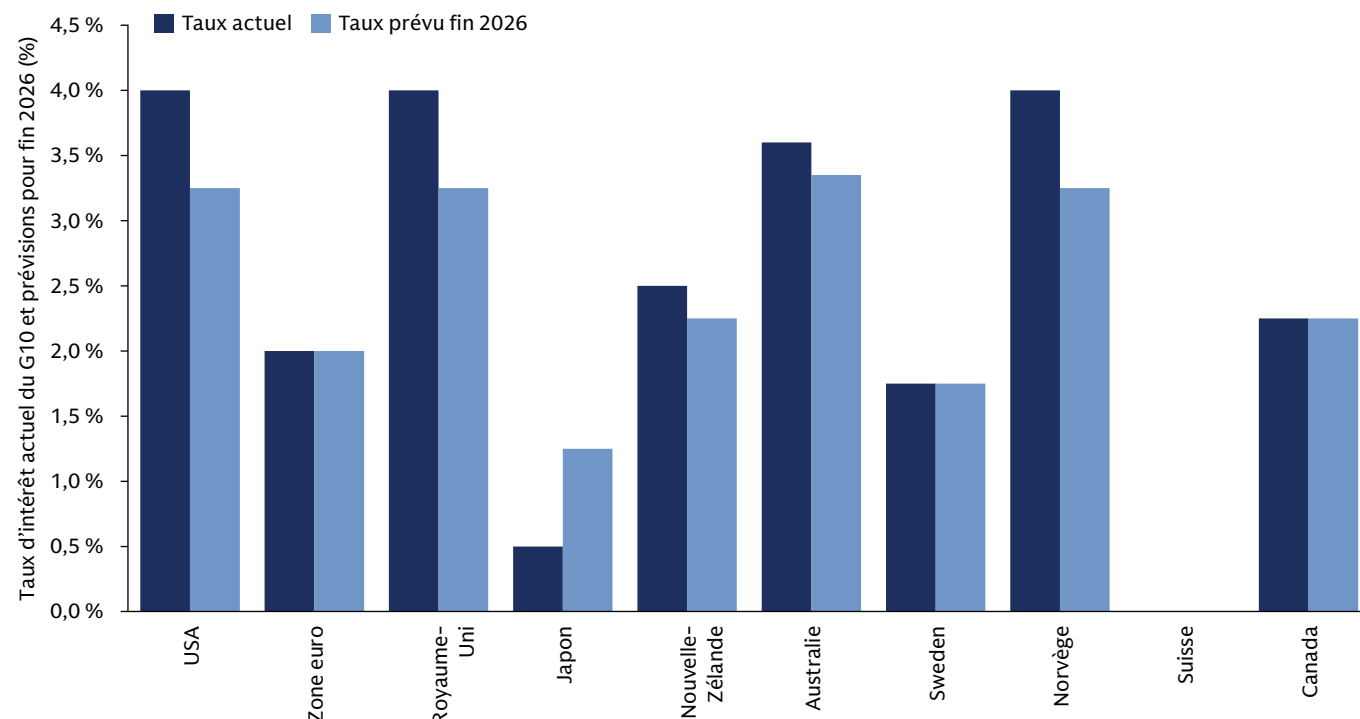
Trajectoires potentielles de la politique monétaire américaine

Scénario économique	Contexte macroéconomique	Implications de la politique (d'ici fin 2026)	Implications obligataires
Atterrissage brutal	Augmentation marquée du chômage	-225 pb, 1,5–1,75 %	Forte hausse des bons du Trésor, baisse de l'USD vs. valeurs refuges, spreads plus larges
Atterrissage en douceur (fléchissement progressif)	Croissance atone des créations d'emplois	-75 pb, à 3–3,25 %	Statu quo des taux, l'USD évolue dans un corridor étroit
Stabilisation	Le marché du travail commence à se stabiliser	-25 pb, à 3,5–3,75 %	Baisse modeste des bons du Trésor, appréciation de l'USD, spreads inchangés
Réaccélération	Inflation élevée	Statu quo à 3,75–4 %	Baisse marquée des bons du Trésor, appréciation de l'USD, spreads plus serrés

Source : Goldman Sachs Asset Management. Il s'agit des opinions du pôle Global Fixed Income and Liquidity Solutions de Goldman Sachs Asset Management. Il s'agit de scénarios potentiels concernant le taux des fonds fédéraux d'ici la fin 2026. Scénario central : atterrissage en douceur de l'économie Au 31 octobre 2025. Les prévisions économiques et de marché présentées ici sont fournies à titre d'information seulement. Il ne peut y avoir aucune assurance que ces prévisions s'avéreront exactes. Veuillez consulter les informations complémentaires à la fin du présent document.

Profiter des opportunités offertes par la divergence des politiques

Taux d'intérêt actuels du G10 et prévisions pour la fin d'année



Source : Goldman Sachs Asset Management, Macrobond. Au 20 octobre 2025. Il s'agit des opinions du pôle Global Fixed Income and Liquidity Solutions de Goldman Sachs Asset Management.

Unis. La trajectoire et la viabilité des dépenses d'investissement dans l'IA est également au centre des préoccupations.

Compte tenu de la divergence des dynamiques mondiales en matière d'inflation et de croissance, les politiques monétaires évoluent désormais en ordre dispersé. Aux États-Unis, nous anticipons une baisse des taux en décembre, compte tenu de l'importance accordée par la Fed à la dégradation du marché du travail. Nous envisageons deux baisses supplémentaires en 2026. Les incertitudes seront toutefois élevées à court terme en raison de la publication différée des statistiques dans le sillage du shutdown américain.

Nous pensons que la BCE maintiendra ses taux inchangés dans un avenir prévisible. Quant à la BoE, elle pourrait reprendre ses baisses de taux en décembre en raison d'un ralentissement de l'inflation, de la fragilité relative du marché du travail et d'éventuelles hausses d'impôts. Les incertitudes politiques et budgétaires pourraient néanmoins remettre en cause cette perspective.

La situation est différente au Japon. L'inflation élevée, systématiquement supérieure à l'objectif depuis 41 mois, et la bonne dynamique de la croissance devraient inciter la Banque du Japon à

relever ses taux Cette perspective est confortée par l'évolution récente de la situation politique et l'assouplissement budgétaire qui semble se profiler. Dans les autres pays du G10, les cycles d'assouplissement en sont à des stades divers. Le cycle d'assouplissement est probablement terminé en Suède si l'embellie de l'économie se confirme. Des données d'inflation supérieures aux attentes pourraient interrompre les baisses de taux en Australie. L'assouplissement monétaire devrait se poursuivre en Norvège et un retour des taux en territoire négatif en Suisse semble pour l'instant peu probable. À l'inverse, les taux néo-zélandais pourraient encore baisser en raison des données décevantes relatives au PIB. Nous anticipons une poursuite de l'assouplissement des politiques dans plusieurs pays émergents, l'atonie du dollar américain et le recul des prix du pétrole réduisant les risques inflationnistes.

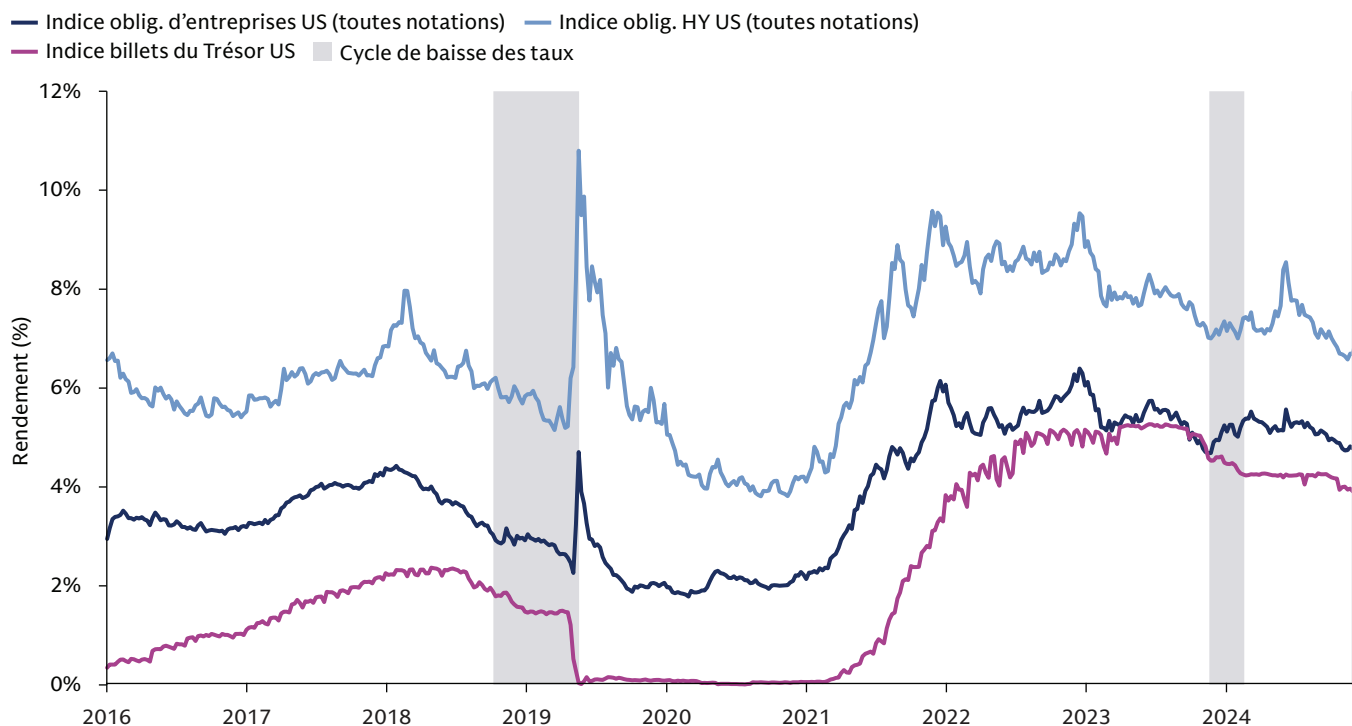
Le portage, une vraie opportunité

Nous pensons qu'en 2026, l'environnement obligataire permettra aux investisseurs de générer des flux de revenus relativement élevés dans diverses classes d'actifs. Ce sera notamment le cas sur le segment des actifs titrisés, que nous apprécions pour son portage attractif, ses valorisations relatives intéressantes et une configuration technique favorable. Nous sommes optimistes à l'égard des tranches notées AAA des titres adossés à des prêts aux entreprises (CLO) du fait de leur portage et de leur structure, alors que les valorisations des titres notés BBB sont également attractifs. Assurer une sélection active des titres reste toutefois essentiel sur les segments titrisés. Nous sommes prudents à l'égard des tranches mezzanine des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (CMBS) en raison des pressions sur les valorisations.

Les obligations à haut rendement pourraient également constituer une autre source de revenus en 2026. Grâce à de solides fondamentaux du crédit, les émetteurs high yield ne souffrent pas des craintes suscitées par les droits de douane, comme en témoignent les ratios solides de couverture des intérêts et la faiblesse des taux de défaut. L'évolution positive des notations à haut rendement ces dix dernières années a également augmenté la capacité de résistance de la classe d'actifs en cas de chocs macroéconomiques. La dynamique favorable du marché, notamment la demande soutenue des investisseurs et l'assouplissement des conditions financières, devrait encore soutenir l'activité sur le marché primaire. L'accélération récente des opérations de fusions-acquisitions devrait également être favorable. Les acheteurs stratégiques, qui privilégient l'intégration

et l'expansion opérationnelle à long terme plutôt que les performances financières, sont souvent plus disposés à conclure des transactions assorties de structures de financement plus flexibles, ce qui peut se traduire par une hausse de la valeur de marché des titres à haut rendement. Certains segments de l'univers investment grade sont également intéressants, en particulier dans le secteur bancaire, grâce à leur capacité à générer des revenus. La dette des marchés émergents pourrait rester une source importante de revenus et d'alpha. Elle devrait en effet profiter de son degré élevé de différenciation, de la faiblesse persistante du dollar américain et de la résilience constante des entreprises et des émetteurs souverains sous-jacents.

Les segments du crédit offrent des rendements attractifs dès que les cycles de baisse des taux reprennent.



Source : Goldman Sachs Asset Management, Macrobond. Au 20 octobre 2025. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, qui sont susceptibles de varier.**

Attention aux événements de crédit



Des cas isolés, et non systémiques

Selon nous, les derniers événements de crédit, comme les présomptions de fraude et les faillites de First Brands, Tricolor et Cantor Group, sont des cas isolés et particuliers, et ne reflètent ni une augmentation du risque de crédit systémique ni une remise en cause de la résilience du secteur bancaire. Le secteur bancaire américain reste robuste, comme l'ont confirmé les résultats robustes du troisième trimestre 2025, qui ont fait état d'une qualité des actifs globalement favorable. Plus généralement, la dynamique positive des bénéfices et des chiffres d'affaires, la résilience des indicateurs de crédit et la gestion prudente des bilans indiquent que le crédit américain IG évolue en milieu de cycle, et non en fin de cycle. Cette hypothèse est confortée par un endettement stable et une gestion rigoureuse des dépenses d'investissement, qui ne montrent que de rares signes de surinvestissement en dehors de quelques secteurs. Le marché à haut rendement se porte également bien. La qualité de crédit s'améliore, sa duration est plus courte et le niveau de subordination des obligations en circulation dans les structures de capital est plus élevé qu'historiquement.²⁵



Surveiller les comportements de fin de cycle

En 2026, il faudra surveiller de près les signaux témoignant de comportements de fin de cycle. Nous suivons attentivement les mesures de déréglementation aux États-Unis ainsi que la dissipation des incertitudes suscitées par les politiques car elles pourraient accroître la rémunération des actionnaires et les opérations de fusion-acquisition financées par la dette. Nous vérifions également si les rachats d'actions se généralisent au niveau sectoriel et s'ils commencent à exercer des pressions sur les ratios d'endettement, ce qui pourrait entraîner des dégradations des notations de crédit. Jusqu'à présent, les rachats d'actions se sont concentrés dans des secteurs spécifiques, comme la technologie, la santé et la finance, qui présentent généralement de meilleures notations, alors que les émetteurs notés BBB ont agi avec plus de prudence. Les équipes de direction redoublent d'efforts pour conserver leur notation de crédit en cas de fusions-acquisitions. Sur le marché à haut rendement, les fusions-acquisitions stratégiques peuvent même améliorer les fondamentaux du crédit. La prudence est toutefois mise dans certains secteurs. Par exemple, dans le secteur des services aux collectivités, les besoins d'investissement élevés pour moderniser les réseaux, financer les énergies renouvelables et répondre à la demande en électricité des centres de données dépassent les flux de trésorerie d'exploitation de la plupart des émetteurs, ce qui nous rend prudents. Nous surveillons également de près le rythme des dépenses des hyperscalers, car elles pourraient se traduire par des surinvestissements et réduire la rentabilité des actifs.

« Nous vérifions également si les rachats d'actions se généralisent au niveau sectoriel et s'ils commencent à exercer des pressions sur les ratios d'endettement, ce qui pourrait entraîner des dégradations des notations de crédit. »

TROIS QUESTIONS CLÉS

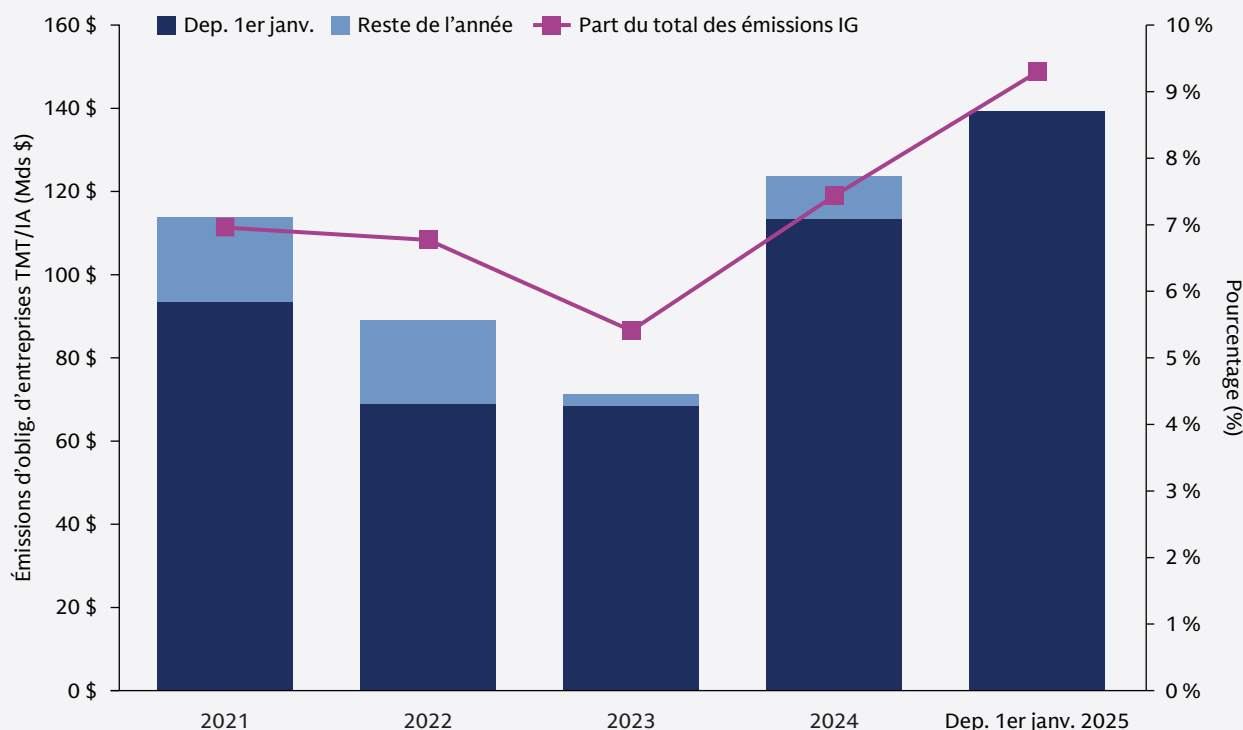
1

Les investisseurs exposés aux obligations d'entreprises doivent-ils s'inquiéter de la menace que font peser les émissions de dette liées à l'IA sur les fondamentaux du crédit ?

Depuis 2022, les hyperscalers ont largement financé leurs dépenses d'investissement dédiées à l'IA à partir de leurs flux de trésorerie. Cette tendance a toutefois fini par s'infléchir en raison de la hausse ininterrompue de leurs investissements et de l'augmentation constante de la rémunération des actionnaires via des rachats d'actions et des versements de dividendes. Ces trois postes de dépenses ont absorbé environ 95 % des flux de trésorerie d'exploitation au cours des 12 derniers mois, contre environ 80 % en 2019. Dans ce contexte, certains hyperscalers ont dû recourir à de nouveaux capitaux, tant publics que privés. Entre janvier et fin octobre 2025, les cinq principaux hyperscalers ont émis près de 90 milliards de dollars sur les marchés du crédit, contre environ 1 500 milliards de dollars d'émissions brutes de qualité investment grade sur la même période.²⁶

Compte tenu de la transition progressive de l'IA des infrastructures vers les applications, les dépenses d'investissement devraient augmenter rapidement. Le recours à la dette pourrait donc lui aussi augmenter en fonction du rythme de croissance des bénéfices et de la réduction potentielle des rachats d'actions par les émetteurs. Cette situation ne semble pas inquiéter les investisseurs en obligations d'entreprises. En effet, les entreprises investissant dans l'IA conservent une bonne situation financière (flux de trésorerie élevés, faible endettement) et leurs sources de

Les spécialistes de l'IA ont accru leurs émissions sur le marché des obligations d'entreprises en 2025.



Source : Goldman Sachs Global Investment Research, Bloomberg. Au T2 2025. Cf. « AI capex turns to credit » Top of Mind: AI: in a bubble? Le graphique illustre les composantes du panier « US TMT AI » (ticker : GSTMTAIP) conçu par Goldman Sachs Global Bank & Markets, qui regroupe des entreprises qui développent des solutions d'IA ou participent au développement de nouvelles technologies.

financement sont diversifiées (adossement aux flux de trésorerie, marchés privés, titrisation, crédit public), ce qui répartit efficacement les risques, contrairement à la période de la bulle Internet. De plus, du fait de leur envergure et de leurs flux de trésorerie substantiels, les hyperscalers sont peu sensibles aux fluctuations de l'économie. Toutefois, nous connaissons parfaitement la capacité des hyperscalers à rentabiliser leurs investissements et les interconnexions au sein de l'écosystème de l'IA. En fin de compte, ce recours accru à la dette pour financer l'IA justifiera une surveillance étroite en 2026 car il pourrait peser sur les indicateurs de crédit et entraîner un élargissement des spreads.

2

La croissance alimentée par l'IA peut-elle compenser la faiblesse sous-jacente de l'économie et la dégradation du marché du travail ?

Au-delà du ralentissement des dépenses de consommation et de la stagnation du marché immobilier, qui interrogent sur l'état de l'économie américaine, la détérioration du marché du travail américain est également inquiétante.

A l'inverse, l'essor des dépenses d'investissement dans l'IA stimule l'activité des entreprises et les investissements.

À l'approche de 2026, cet équilibre précaire prédomine. La croissance reposant sur des investissements susceptibles de transformer l'économie à long terme masque la véritable situation sous-jacente.

Une question majeure se pose à quelques semaines de 2026 : la croissance alimentée par l'IA est-elle fragile ou peut-elle continuer à compenser les faiblesses de l'économie ? Les risques sont multiples. L'adoption continue de l'IA et la stabilité relative du marché devraient créer les conditions d'une croissance dynamique. Cependant, une inflexion brutale et généralisée des investissements dans l'IA ou une dégradation marquée du marché du travail pourraient être les signes avant-coureurs d'un atterrissage brutal de l'économie. En 2026, les investisseurs vont donc devoir affiner leurs prévisions concernant ces divers scénarios.

3

La croissance européenne pourra-t-elle tirer son épingle du jeu malgré de nombreuses tendances négatives ?

Malgré les projets massifs d'expansion budgétaire annoncés par l'Allemagne en début d'année, la croissance européenne, malgré ses facteurs de soutien, va devoir relever des défis importants. Les incertitudes politiques persistantes en France se répercutent déjà sur les données des enquêtes conjoncturelles. Si cette tendance devait se poursuivre, les investissements ralentiraient dans le pays. Des frictions pourraient émerger et compromettre la croissance, notamment en raison des divergences budgétaires à l'Assemblée nationale et de l'élection présidentielle qui se profile début 2027. Des questions subsistent également quant à l'impact de l'expansion budgétaire allemande sur l'économie, les premières données témoignant d'un impact pour l'instant limité. En outre, la zone euro continue de pâtir des exportations chinoises, dont la compétitivité étouffe les secteurs technologiques et industriels européens. Cette situation est exacerbée par le contrôle de la Chine sur les exportations de terres rares, qui pèse également sur le secteur manufacturier de l'UE.

Cependant, plusieurs tendances positives permettent d'équilibrer les risques. Les politiques de relance qui se profilent vont toutefois stimuler la croissance, tout comme la dynamique persistante du secteur touristique, sans oublier la situation financière des ménages, qui reste solide malgré les incertitudes. Dans l'ensemble, comme les dernières données publiées sur la croissance et l'inflation ont plutôt été supérieures aux attentes, nous pensons que la BCE maintiendra ses taux inchangés à l'horizon des prévisions.

Explorer les opportunités alternatives offertes sur les marchés privés

Sur le segment du private equity, le contexte plus propice aux nouvelles transactions et aux sorties pourrait se traduire par une dispersion accrue des performances entre gérants. La rigueur de l'activité de souscription sera essentielle sur le segment de la dette privée pour s'adapter aux frictions éventuelles. Des opportunités émergent dans le domaine des infrastructures, sous l'effet de l'essor de l'IA et de la transition énergétique.

Ce document est fourni à des fins pédagogiques uniquement et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement ou une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Rien ne garantit que les objectifs soient atteints. Les prévisions économiques et de marché présentées dans ce document sont fournies à titre d'information. Il ne peut y avoir aucune assurance que ces prévisions s'avéreront exactes. Tout investissement comporte des risques, y compris celui de perte en capital. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne garantissent pas les futurs résultats, qui peuvent varier.** Veuillez consulter les informations complémentaires à la fin du présent document.

Private Equity

Les valorisations sont-elles justes ?

Une base de comparaison

Début 2025, nous avons relevé un écart entre les valorisations médianes des entreprises détenues et celles des sorties, ce qui indiquait que les premières étaient probablement surévaluées (en médiane) et constituaient un frein aux sorties. Cet écart de valorisation semble s'être réduit au deuxième trimestre 2025, avec des multiples médians records tant pour les sorties que pour les entreprises en portefeuille.²⁷ Il convient toutefois de souligner que les transactions récentes ont été concentrées sur des entreprises de meilleure qualité, qui bénéficient d'une prime de valorisation. Autrement dit, les statistiques agrégées sur les transactions sont biaisées à la hausse, ce qui suggère que les valorisations des entreprises en portefeuille sont élevées,

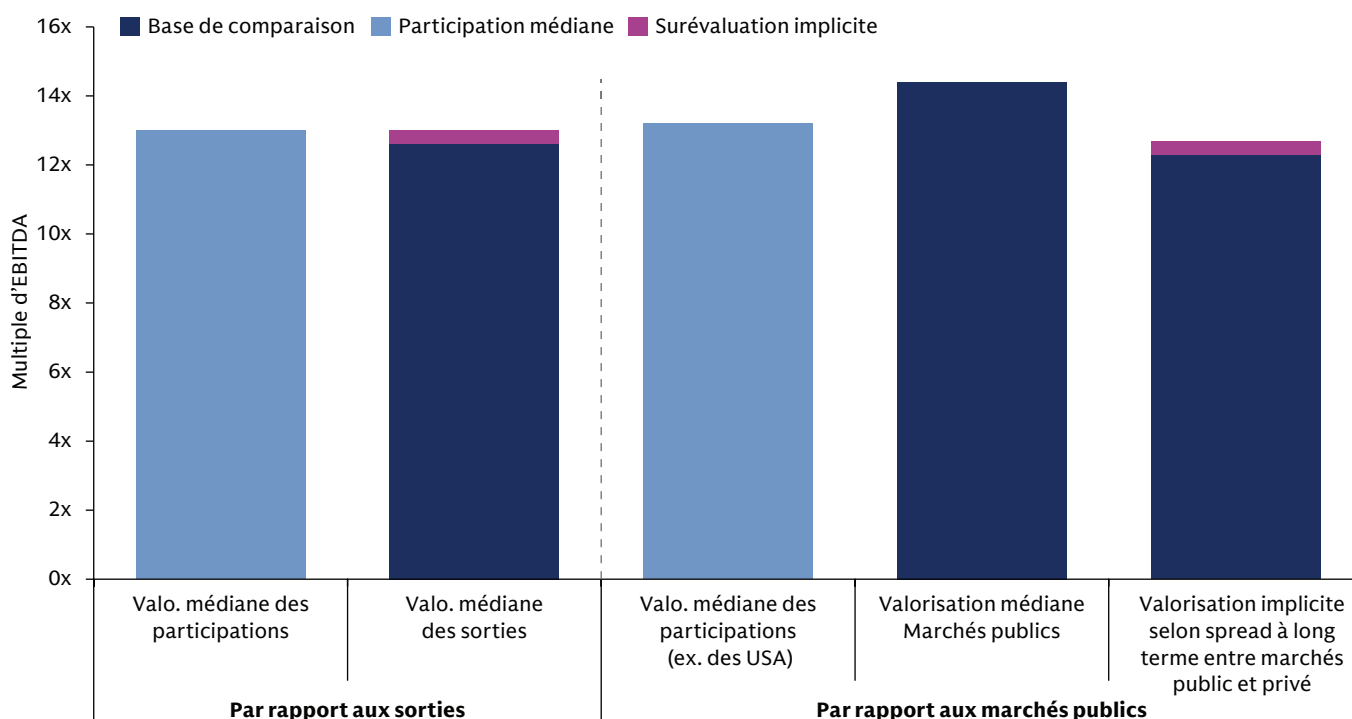
même si l'on observe une dispersion significative entre les différents secteurs et les différentes entreprises. Certains actifs figurant dans les comptes sont probablement surévalués et devront faire l'objet d'une décote pour pouvoir être vendus, tandis que d'autres sont correctement évalués. Cela correspond globalement aux résultats d'une récente enquête qui a montré que les General Partners (GP) sont prêts à accepter des décotes de 11 à 20 % dans un quart des cas afin de vendre des actifs détenus depuis longtemps.²⁸

Si l'on étend le concept du ratio « PEG » (P/E to Growth) des marchés cotés au private equity, les valorisations des participations par rapport à l'EBITDA (bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement) sont également quelque peu élevées sur le

plan historique. C'est un peu moins le cas pour les actifs de meilleure qualité que pour ceux situés dans la médiane, ce qui laisse penser que leur prime est largement justifiée dans le contexte global des valorisations. La décote actuelle des valorisations sur le marché privé par rapport aux marchés cotés est légèrement inférieure à la moyenne à long terme, ce qui semble indiquer une légère surévaluation selon cet indicateur. Dans l'ensemble, les valorisations sont élevées tant sur les marchés cotés que sur les marchés privés, mais elles ont été portées par une forte croissance des bénéfices.

Dans la mesure où les économistes prévoient une croissance positive continue du PIB, les perspectives ne laissent pas entrevoir, selon nous, de levier majeur susceptible d'entraîner une

Les valorisations des opérations de buyout semblent élevées, mais pas excessivement surévaluées



Source : Calculs de Goldman Sachs Asset Management ; source des données sous-jacentes : MSCI Private Assets, au 30 juin 2025. Les données relatives aux valorisations des entreprises en portefeuille par rapport à celles au moment de la sortie concernent les opérations de buyout mondiales. Les données relatives aux marchés cotés concernent les opérations de buyout aux États-Unis ; les valorisations des marchés cotés sont basées sur l'indice S&P 500.

réévaluation systématique à la baisse des valorisations à court terme. Les régimes de valorisation changent généralement en fonction des trajectoires de croissance sous-jacentes, plutôt qu'en réponse aux niveaux de valorisation absolus.²⁹

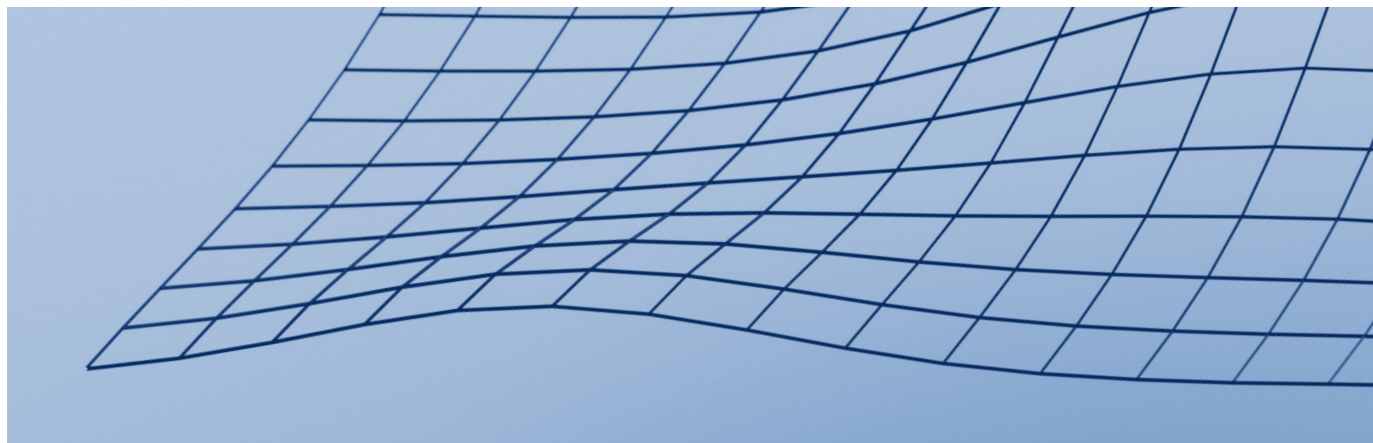
De même, la poursuite de la hausse des valorisations manque également de catalyseurs évidents, compte tenu des valorisations de départ déjà élevées et d'une trajectoire des taux d'intérêt qui devrait rester stable et largement prise en compte. Au final, en l'absence de choc macroéconomique ou exogène, nous pensons que les multiples du private equity devraient rester relativement stables à court terme, même si les investisseurs continueront à payer une prime pour les actifs présentant des fondamentaux solides et de bonnes perspectives de croissance.

Les introductions en bourse affichent une meilleure dynamique, avec une reprise des transactions par rapport à l'année dernière et un volume croissant de projets en attente. Les opérations de fusion-acquisition ont également augmenté, avec un volume de transactions en hausse de 43 % par rapport à l'année dernière, même si cette progression est principalement due à des transactions de plus grande envergure.³⁰ Les sorties ont repris, mais cela reste modéré par rapport à la valeur liquidative globale. Une reprise plus généralisée des sorties dépendra, selon nous, de l'acceptation par les vendeurs d'une décote sur les valorisations des entreprises en portefeuille lorsque cela se justifie.

De l'importance des points de départ

Même dans un contexte de marché favorable, les implications en termes de performance varieront considérablement d'une entreprise à l'autre, avec un rôle déterminant joué par les points d'entrée.

- **Cohorte 2021-début 2022 :** Selon nous, cette cohorte devrait être confrontée à des difficultés, car elle a été souscrite à des valorisations maximales et doit faire face à un environnement opérationnel plus difficile que prévu initialement. Si de nombreux investissements donneront de bons résultats (et certaines entreprises de grande qualité ont fait l'objet de sortie cette année), la cohorte dans son ensemble pourrait exiger des périodes de détention prolongées et/ou ne pas atteindre ses objectifs de performance.
- **Cohortes 2018-2020 :** Cette cohorte devrait offrir des performances intéressantes, notamment pour ce qui est des entreprises dont les fondamentaux sont restés solides, puisqu'elles ont été souscrites à des multiples médians plus faibles.
- **Investissements antérieurs encore en portefeuille :** Potentiellement les plus problématiques, car les actifs sains ont probablement été vendus pendant la période favorable de 2020-2021 (entre la crise liée à la pandémie de COVID-19 et la hausse des taux d'intérêt) ; les actifs restants sont probablement de moindre qualité.



« Le private equity est structurellement conçu pour réfléchir à long terme aux initiatives de croissance et aux coûts qui y sont associés, sans subir la pression de la gestion des résultats à court terme. »

Nous pensons qu'un contexte de sortie plus favorable mettra en évidence les disparités de performance entre les gérants et permettra aux Limited Partners (LP) de disposer de données concrètes pour évaluer la qualité de leurs relations, actuelles et potentielles. Leur capacité à créer de la valeur devrait devenir un élément central, et les différences entre les pratiques comptables et d'évaluation des gérants devraient être encore plus évidentes à mesure que les LP disposeront d'informations sur les écarts entre les valorisations de sortie des sociétés en portefeuille et celles réalisées avant la transaction.

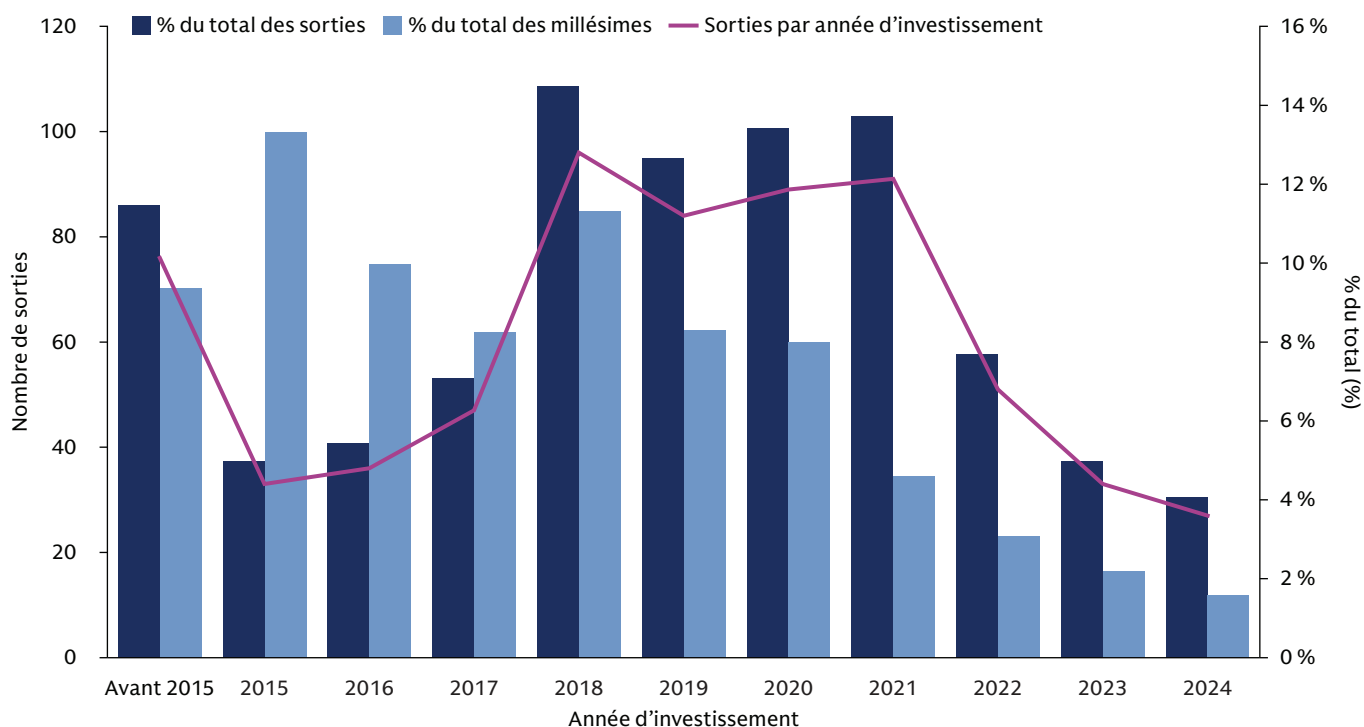
Perspectives concernant le déploiement de nouveaux capitaux

Nos perspectives concernant le déploiement de nouveaux capitaux dans le private equity indiquent que les entreprises ont besoin d'une croissance annualisée de leur EBITDA d'environ 10 à 15 %, soit légèrement supérieure aux moyennes à long terme, pour atteindre les niveaux historiques de performance visés.³¹ Un tel niveau de croissance de l'EBITDA suppose une augmentation des marges et une croissance des revenus légèrement supérieures à celles enregistrées par le passé. Ceci arrive à un moment où l'on s'attend à un ralentissement des tendances porteuses sur le plan macro-économique : les économistes prévoient en effet une croissance nominale du PIB positive, mais inférieure d'environ 70 pb au cours des cinq prochaines années par rapport à la dernière décennie, notamment en raison de l'inflation, ce qui pourrait compliquer l'augmentation des marges.

Les gérants devront, selon nous, identifier de manière stratégique les secteurs de croissance susceptibles de connaître une croissance supérieure à celle de l'économie dans son ensemble. Compte tenu des différences entre les dynamiques macroéconomiques des différentes économies mondiales, un recentrage géographique pourrait s'avérer nécessaire. La recherche de secteurs à forte croissance devrait se poursuivre. Ces secteurs comprennent la technologie et la santé : parmi les entreprises soutenues par des fonds de private equity dans ces secteurs, la croissance annuelle médiane du chiffre d'affaires a historiquement dépassé les 10 %. À l'inverse, dans les secteurs de l'industrie, des communications et de la consommation, le taux de croissance médian des entreprises soutenues par des fonds de private equity n'a pas atteint ces niveaux.³²

Cela laisse penser qu'il sera plus difficile d'obtenir des performances similaires à celles du cycle précédent. Pour autant, les taux de croissance enregistrés par le quartile supérieur dans l'ensemble des secteurs ont historiquement dépassé ces niveaux, et nous estimons qu'ils pourraient encore être atteints par les GP ayant démontré de solides capacités de création de valeur. Cette dynamique souligne l'importance d'une sélection d'actifs rigoureuse dans un environnement qui, selon nous, devrait se caractériser par une plus grande dispersion des performances.

Sorties dans le private equity en 2025 : les millésimes 2018-2021 dominent le volume des actifs



Source : Goldman Sachs Asset Management, sur les données de PitchBook. Au 4e trimestre 2025.

La science des données, l'IA et l'automatisation continuent de gagner en maturité et en vitesse, et sont de plus en plus susceptibles de stimuler la croissance des revenus et d'améliorer l'efficacité. Ces initiatives peuvent toutefois nécessiter des dépenses d'investissement importantes, et nous pensons que leur succès est conditionné par une exécution alignée sur la dynamique et les structures organisationnelles. Le private equity est structurellement conçu pour réfléchir à long terme aux initiatives de croissance et aux coûts qui y sont associés, sans subir la pression de la gestion des résultats à court terme. En conséquence, le private equity peut présenter un avantage par rapport aux marchés cotés, dans la mesure où il peut aider les sociétés en portefeuille à profiter de la valeur créée par l'adoption de ces outils. Cette dynamique peut être particulièrement marquée sur le marché intermédiaire, où les opportunités peuvent être plus nombreuses pour le modèle opérationnel du private equity d'institutionnaliser les activités des sociétés.

Les tendances macroéconomiques et en matière de valorisation nous laissent penser que le bêta des actions, tant sur les marchés cotés que privés, devrait baisser par rapport au cycle précédent. Cette évolution renforce l'importance de l'alpha des gérants en tant que troisième dimension essentielle de la construction d'un portefeuille, aux côtés du risque et de la performance. Le private equity, avec son modèle de participation active et sa structure de gouvernance, pourrait être particulièrement bien placé pour répondre à cette exigence.

Dans l'écosystème du capital-risque et du capital-développement, nous observons une normalisation des valorisations dans de nombreux segments de marché. L'univers des investisseurs s'est également rationalisé, en particulier dans les phases d'investissement avancées (par exemple, le capital-développement), dans un contexte difficile pour les levées de fonds au cours des trois dernières années. Après les excès de la fin des années 2010 et jusqu'en 2020-

« Les trajectoires de sortie ont également évolué. Les fusions-acquisitions constituent désormais une voie de sortie plus fréquente, étant donné que les entreprises restent privées plus longtemps et que des capitaux privés supplémentaires sont utilisés pour financer des trajectoires de croissance plus ambitieuses. »

2021, où les capitaux à la recherche d'investissements étaient plus nombreux que les entreprises à la recherche de capitaux³³, nous constatons aujourd'hui un marché plus favorable aux acheteurs.

La « croissance à tout prix » a été remplacée par une croissance rentable, de sorte que la croissance médiane des entreprises est moins rapide, mais que les entreprises les plus importantes sont plus proches de la rentabilité qu'elles ne l'ont été depuis plusieurs années.³⁴ Nous observons des opportunités intéressantes pour les investisseurs ayant des capitaux disponibles (c'est-à-dire des capitaux engagés mais non appelés dans des fonds actifs) pour injecter des capitaux dans des entreprises leaders dans leur catégorie qui étaient auparavant hors de leur portée en raison de valorisations élevées lors des tours de financement précédents. L'IA a rapidement évolué, passant du stade de la conceptualisation à celui de la mise en application, ce qui a permis de rationaliser considérablement les flux de travail grâce à l'automatisation, à la génération de contenu et à l'amélioration de la prise de décision.

Les trajectoires de sortie ont également évolué. Les fusions-acquisitions constituent désormais une voie de sortie plus fréquente, étant donné que les entreprises restent privées plus longtemps et que des capitaux privés supplémentaires sont utilisés pour financer des trajectoires de croissance plus ambitieuses. Dans l'ensemble, la tendance à long terme des entreprises souhaitant rester privées plus longtemps se poursuit. La taille de ces entreprises et le montant des capitaux qu'elles sollicitent suggèrent une demande croissante pour des tours de table axés sur la croissance plutôt que sur le capital-risque.

Selon nous, une sélection rigoureuse des gérants sera essentielle pour obtenir des performances asymétriques ajustées du risque attrayantes. La capacité à trouver et à identifier des entreprises intéressantes, une discipline d'investissement capable de déployer les capitaux à un rythme approprié et une expertise opérationnelle permettant d'aider les entreprises à se développer, à croître et, à terme, à atteindre la rentabilité resteront, selon nous, autant de facteurs de succès essentiels.

Dette privée

Où se situent les zones de tension ?

Une histoire de souscription Jusqu'à présent, les défauts sont restés limités, soutenus par les fondamentaux globalement solides des emprunteurs et par des refinancements actifs qui ont prolongé les échéances. Le ratio de couverture moyen (EBITDA/charges d'intérêts) a suivi une trajectoire haussière au cours de l'année écoulée. Cependant, une partie des emprunteurs montre des signes de tension, avec environ 15 % des emprunteurs de dette privée qui ne génèrent actuellement pas suffisamment de bénéfice opérationnel (EBITDA) pour couvrir le paiement de leurs intérêts.

Les baisses de taux peuvent légèrement soulager la pression sur les emprunteurs en difficulté, mais nous pensons que leur impact global sera limité. Notre analyse révèle qu'une baisse des taux

de 1,25 % ne permettrait de rétablir le ratio de couverture des intérêts à 1,0x que pour les emprunteurs qui affichent actuellement un ratio de 0,88x ou plus. Pour ceux dont les charges d'intérêts sont élevées mais sous contrôle (ratio de couverture des intérêts de 1,0 à 1,5x), un allègement résultant d'une baisse des taux pourrait les aider à atténuer une détérioration supplémentaire et, selon nous, leur offrir un peu plus de marge de manœuvre en cas de difficultés temporaires.

Les entreprises qui peinent actuellement à rembourser leur dette ont probablement raté leurs objectifs opérationnels initiaux et auront du mal à rester solvables sans un changement de cap opérationnel. En cas de défaut, les taux de recouvrement historiques dans le secteur de la dette privée ont oscillé

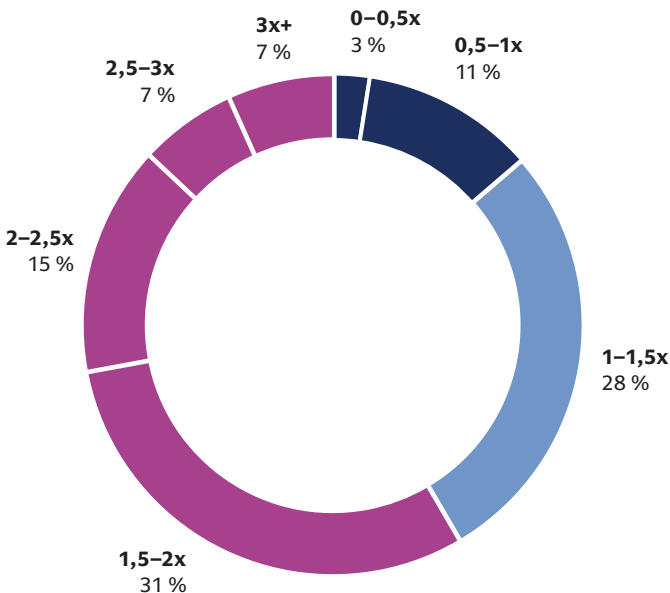
autour de 65 %, ³⁵ soit des pertes finales de l'ordre de 5 % si les emprunteurs dont le ratio de couverture des intérêts est inférieur à 1,0x ne parviennent pas à honorer leurs obligations de dette.

Les prêts contractés juste avant que les taux d'intérêt ne commencent à augmenter ont été les plus touchés par une détérioration des fondamentaux. Par exemple, lorsque les taux ont atteint un pic d'environ 5 % au-dessus des niveaux d'avant 2022, un prêt souscrit à 5,5x l'EBITDA aurait dû faire face à 25 à 30 cents supplémentaires d'intérêts pour chaque dollar d'EBITDA au moment de la souscription.

Les transactions souscrites au cours des mois précédant ces hausses de taux n'ont guère eu la possibilité de compenser cette situation par une croissance de l'EBITDA. Certains emprunteurs en

Emprunteurs : un coup d'œil sous le capot

Ratios de couverture des intérêts des emprunteurs de dette privée



Réserve implicite de fonds propres basée sur les taux de couverture des intérêts

Catégories - Ratio de couverture des intérêts	Coussin implicite des capitaux propres - Selon multiple d'EBITDA médian actuel (participation)	Coussin implicite des capitaux propres - Scénario de baisse des valorisations
0-0,5x	0x	0x
0,5-1x	0x-1,5x	0x
1-1,5x	1,5x-5,3x	0x - 0,9x
1,5-2x	5,3x-7,2x	0,9x-2,8x
2-2,5x	7,2x-8,4x	2,8x-4x
2,5-3x	8,4x-9,2x	4x-4,8x
3x+	9,2x-9,7x	4,8x-5,3x

Source : (gauche) Houlihan Lokey, au 30 juin 2025. (droite) Calculs de Goldman Sachs Asset Management. Sur la base d'un taux de base de 3,13 % et d'un spread de 5,5 %. Multiple médian de 12,7x pour les entreprises en portefeuille et multiple médian de sortie de 8,6 x pour le scénario pessimiste (données fournies par MSCI, au 2e trimestre 2025). Ces exemples ne sont donnés qu'à titre d'illustration et ne constituent pas des résultats réels. Si l'une des hypothèses utilisées se révèle inexacte, les résultats peuvent considérablement varier.

difficulté ont pu retarder des défauts de paiement inévitables grâce à des accords de paiement en nature (PIK, pour Payment in Kind) ou à des refinancements, en tirant parti de la liquidité du marché. Environ 10 % des prêts de crédit dette privée comprennent des clauses PIK, dont plus de la moitié ont été ajoutées après la souscription, ce qui témoigne d'une détérioration des fondamentaux³⁶. Pour ces emprunteurs, la probabilité de défaut est élevée, sauf intervention significative.

Que se passe-t-il à l'échéance des prêts ? Pour les emprunteurs marginaux ou ceux qui dont les charges d'intérêts relèvent de la catégorie élevées mais sous contrôle (25 à 30 % du marché), les tensions peuvent apparaître à l'échéance des prêts ou lors de la vente de l'entreprise. La question est alors de savoir si la valeur sera suffisante pour rembourser l'intégralité de la dette et maintenir une valeur d'entreprise suffisante pour que l'actionnaire évite la capitulation, en particulier en cas de baisse des valorisations par rapport au contexte de souscription.

Dans l'ensemble, le processus de souscription a permis de constituer une réserve de fonds propres suffisante, avec des niveaux d'endettement (dette/EBITDA) restés stables malgré la hausse globale des valorisations. Notre analyse suggère que pour une entreprise dont les fondamentaux sont stables, un réajustement des valorisations devrait avoir un impact minime, voire nul, sur sa solvabilité.

Les emprunteurs dont le ratio de couverture est supérieur à 1,5x (soit 55 à 60 % du marché) devraient disposer d'une réserve de fonds propres suffisante pour honorer leurs obligations de remboursement, même si les valorisations des fonds propres baissent pour passer du multiple médian actuel des entreprises en portefeuille au multiple de sortie du quartile inférieur, soit un écart assez extrême de 4,5x l'EBITDA.

Les résultats pour les prêteurs aux emprunteurs de la catégorie élevées mais sous contrôle pourraient être les plus sensibles à une variation de la valeur des fonds propres. Les entreprises dont le ratio de couverture est de 1,0x disposent ainsi d'un volant de sécurité d'environ 1,5x leur EBITDA pour faire face à une détérioration de leur valorisation par rapport au multiple médian actuel. Nos calculs suggèrent que ce groupe d'emprunteurs est susceptible d'afficher des niveaux d'endettement (dette/EBITDA) supérieurs à ceux observés lors de la souscription initiale. Une grande partie du « levier financier » implicite est due à la baisse de l'EBITDA (le scénario de base type de la souscription suppose effectivement un désendettement au fil du temps grâce à la croissance de l'EBITDA). Selon nous, les entreprises qui se trouvent dans cette situation et dont les activités sont fondamentalement saines devront probablement être recapitalisées à l'aide de capitaux hybrides ou propres afin de rétablir une structure du capital équilibrée.

Perspectives concernant le déploiement de nouveaux capitaux

Nous considérons que la dette privée continue d'offrir une valeur attractive. Malgré une compression généralisée des spreads et une légère hausse des défauts, la dette privée génère toujours des rendements supérieurs à ceux des marchés cotés, avec des taux de défaut historiquement plus faibles que ceux des prêts syndiqués³⁷. La différenciation dépendra de plus en plus de la qualité du sourcing, des normes de souscription, du suivi

des garanties et de l'influence des créanciers. Une approche bottom-up en matière de souscription, qui n'est pas soumise aux contraintes des pondérations des indices de référence, offre un avantage particulier dans le secteur du crédit, d'autant plus que les indices des marchés cotés sont davantage influencés par le segment des entreprises qui présentent un encours de dette plus important. L'évolution future des spreads sera déterminée par la dynamique changeante de l'offre et de la demande.

Un environnement plus favorable aux fusions-acquisitions devrait accroître la demande de financement par crédit. Toutefois, tant que l'offre de crédit restera abondante, les spreads devraient se maintenir dans une fourchette relativement étroite. Un contexte plus favorable aux fusions-acquisitions devrait également encourager la demande de solutions mezzanine. Les emprunts PIK devraient selon nous continuer à occuper une place importante dans les activités de souscription, en particulier dans le domaine de la dette mezzanine. Lorsqu'ils sont souscrits avec prudence et intégrés dès le départ dans la structure du capital, les emprunts PIK peuvent, selon nous, offrir une valeur intéressante. Ils peuvent également servir de mécanisme d'atténuation potentiel contre une plus grande compression des spreads, dans la mesure où le rendement s'accumule au niveau du spread souscrit. Néanmoins, le profil de risque des opérations PIK, par rapport aux instruments payés en espèces, rend le choix du gérant encore plus crucial. Dans ce contexte, nous considérons la dette mezzanine comme une stratégie d'alpha potentielle, à mettre en œuvre avec le partenaire d'investissement approprié.

Étant donné que les investisseurs accèdent à cette classe d'actifs au moyen de fonds evergreen (c'est-à-dire des fonds perpétuels), nous pensons qu'ils doivent prendre conscience qu'ils acquièrent un portefeuille existant, et non uniquement un portefeuille futur, contrairement à ce qui se passe avec les fonds fermés dont la durée de vie est limitée. Dans les fonds evergreen, de nombreux prêts émis en 2021 resteront probablement dans les comptes, notamment ceux qui sont en difficulté, qui persisteront plus longtemps. Par conséquent, le fait de sélectionner des fonds moins exposés au millésime 2021 peut constituer une stratégie d'atténuation des risques.

Bien que les prêts directs aient suscité un intérêt considérable, nous pensons que la dette privée recouvre un vaste marché potentiel qui n'a pas encore été pleinement exploité. Segments que nous suivons de près :

- Le secteur des prêts directs en Asie en est encore à ses débuts.
- Le crédit immobilier bénéficie actuellement d'un contexte favorable similaire à celui qui a précédemment soutenu l'expansion des prêts directs aux entreprises.
- Le financement privé adossé à des actifs reste un marché encore peu développé.
- Les transactions secondaires offrent de nouvelles possibilités en matière de liquidité et de diversification.
- La dette mezzanine pourrait connaître une demande accrue à mesure que le marché des fusions-acquisitions se redresse, ce qui stimulera le besoin de solutions dans la partie intermédiaire de la structure du capital.

Immobilier

Prêt pour une reprise ?

Après pratiquement trois ans de transactions au ralenti, l'immobilier nous semble enfin prêt pour une reprise. Les taux de capitalisation ont augmenté en 2023 et 2024 parallèlement à la hausse des taux d'intérêt, mais se sont stabilisés en 2025, avec le début des baisses de taux sur de nombreux marchés et les anticipations de nouvelles baisses.³⁸ La croissance des loyers a ralenti, mais reste positive dans la plupart des secteurs, à l'exception notable des bureaux, malgré une certaine dispersion, et nous pensons que les perspectives s'améliorent.³⁹ La baisse des mises en chantier depuis 2022 est, selon nous, de bon augure pour les valorisations de l'immobilier commercial, puisqu'elle soutient la croissance des loyers et atténue les pressions exercées par un excès passé de nouvelles offres sur certains marchés industriels et d'immeubles résidentiels.

Les transactions ont repris en 2025, alimentées par la liquidité des marchés financiers et la nécessité pour de nombreux gérants de fonds de procéder

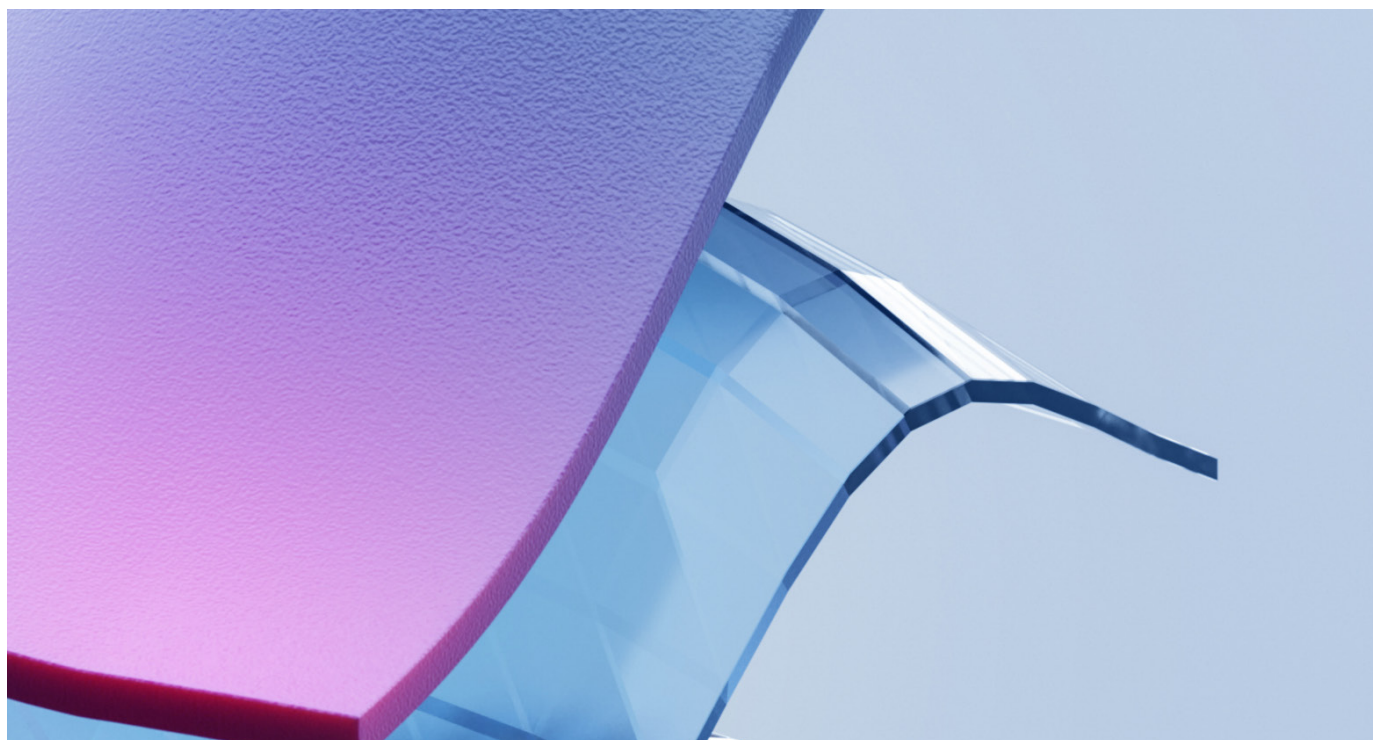
à des distributions. Elles devraient encore s'accélérer à un moment où les capitaux disponibles sont à leur plus bas niveau depuis 2020 en raison de plusieurs années de levées de fonds timides. Cela ouvre la voie à de nouvelles opportunités pour ceux qui sont prêts à s'engager dans cette classe d'actifs.

Bien que le contexte se soit globalement amélioré, nous pensons qu'il y aura des tensions localisées avec une dispersion constante entre les secteurs, les régions et les stratégies, et au sein de ceux-ci. La tendance à la « fuite vers la qualité » se poursuit, avec une nette divergence entre les actifs prime (bâtiments neufs, bien situés, économes en énergie et dotés d'équipements attrayants) et ceux qui ne présentent pas ces caractéristiques. Les différences entre ces actifs s'observent tant au niveau de la croissance des loyers que du taux d'occupation et de la liquidité.

Le secteur des bureaux reste le plus touché, avec 57 milliards de dollars d'actifs en difficulté aux États-Unis,

soit près de la moitié du total.⁴⁰ Il faut toutefois noter que ce secteur connaît la dispersion évoquée plus haut la plus importante. Les investisseurs recommencent lentement à entrer sur le marché, en se concentrant sur les actifs prime : les transactions pour les bureaux situés dans les quartiers d'affaires centraux ont en effet augmenté de 54 % depuis le début de l'année jusqu'au 3e trimestre, même si elles partaient d'un niveau très bas.⁴¹ À l'avenir, le sort du secteur des bureaux pourrait être étroitement lié aux thèmes de l'automatisation et de l'IA : la mesure dans laquelle ces tendances remodelent et redimensionnent les effectifs des entreprises sera un facteur clé.

Les échéances à court terme restent nombreuses dans l'immobilier, avec plus de 850 milliards de dollars à refinancer d'ici la fin de l'année 2026.⁴² Des extensions pourraient être nécessaires et, dans certains cas, les refinancements obligeront à la détermination de nouveaux prix.



Infrastructures

Au-delà de l'IA, où se trouvent les opportunités ?

La numérisation, en particulier l'essor de l'IA, est devenue un thème central dans le domaine des infrastructures et des actifs immobiliers. Bien que de nombreuses opportunités subsistent dans ce domaine, les valorisations restent élevées, les actifs numériques affichant un multiple VE/EBITDA médian de 11,7x, contre 10,2x pour l'univers des infrastructures dans son ensemble.⁴³ Selon nous, les actifs de données développés sans contrats de location préexistants sont exposés à un risque d'adoption important.

Après une période de stagnation de la demande en électricité, nous assistons aujourd'hui à une augmentation de la demande en solutions énergétiques pour alimenter les projets d'IA et de numérisation. Dans de nombreuses régions du monde, la puissance de base actuelle du réseau électrique est insuffisante pour répondre à la croissance prévue de la demande, et les actifs eux-mêmes vieillissent. Aux États-Unis, les actifs utilisés dans les infrastructures du réseau électrique ont en moyenne 40 ans, ce qui crée un décalage structurel par rapport aux technologies en rapide évolution qui sous-tendent l'IA.⁴⁴ En Europe, la demande potentielle en électricité des centres de données représente environ 90 % de la demande en électricité de l'UE des 28 ; même une conversion de seulement 20 % de la demande potentielle en demande réelle représenterait une évolution notable par rapport à la baisse des taux de consommation d'énergie observée en Europe au cours des 15 dernières années.⁴⁵ Selon les estimations, la transition énergétique nécessiterait 12 000 milliards de dollars d'investissements d'ici 2030.⁴⁶ La demande devrait continuer à croître, même si la consommation électrique par serveur IA diminuait au fil du temps grâce à l'amélioration de l'efficacité énergétique.⁴⁷

Cette demande devra, selon nous, être satisfaite par une grande variété de sources d'énergie, tant traditionnelles que durables, en mettant l'accent sur des solutions de production décentralisée, un approvisionnement fiable et distribuable, et une certaine flexibilité de la demande. Dans un contexte de vieillissement des infrastructures et de multiplication des phénomènes météorologiques extrêmes, un investissement dans les réseaux électriques pour améliorer leur résilience sera nécessaire et les actifs qui améliorent l'efficacité énergétique et réduisent l'intensité de la consommation deviendront une priorité. Le caractère physique de ces actifs et les coûts liés à la mise en place de solutions énergétiques impliquent une demande importante en solutions de financement. Dans certains cas, les capitaux requis font de ces actifs des stratégies à valeur ajoutée/opportunistes plutôt que des stratégies de base.

Au-delà de l'IA et des centres de données, plusieurs thèmes actuellement négligés, et qui présentent des caractéristiques plus intéressantes en termes d'offre et de demande, offrent selon nous des opportunités intéressantes. L'économie circulaire, qui englobe les déchets, l'eau et le recyclage, repose sur des services essentiels sous contrat, largement préservés des fluctuations macroéconomiques. Ces opportunités se trouvent souvent sur le marché intermédiaire, relativement sous-capitalisé, contrairement au segment des mégacapitalisations, où se concentre la plupart des capitaux des investisseurs. Les transports et la logistique sont en pleine transformation à mesure que les chaînes d'approvisionnement se réorientent. Les pays du monde entier réorganisent leurs routes commerciales afin de privilégier la résilience des chaînes d'approvisionnement et les alliances géopolitiques plutôt que la

simple rentabilité. Aux États-Unis, nous avons observé une tendance à la relocalisation et à l'augmentation de la production intérieure, qui a entraîné une reprise de la demande ferroviaire et une évolution des besoins dans les ports maritimes, les aéroports et les entrepôts. Cette tendance devrait se poursuivre, dans la mesure où nous prévoyons une accélération de la production domestique au cours de la prochaine décennie.

En Europe, les opportunités évoluent, à la faveur d'initiatives politiques de grande envergure et d'une attention accrue portée à l'indépendance énergétique. Nous estimons toutefois que les investisseurs doivent tenir compte des importantes différences qui existent entre les économies en matière de réglementation, d'octroi de permis et de croissance sous-jacente. Certaines des plus grandes économies européennes, comme la France, connaissent une croissance plus lente, tandis que d'autres, notamment en Europe du Sud, comme l'Espagne, connaissent une expansion plus rapide. Les changements politiques de grande envergure à travers l'Europe, notamment le Pacte pour une industrie propre signé en février, devraient avoir un effet bénéfique. Les politiques propres à chaque pays sont également cruciales. L'Allemagne, par exemple, devrait offrir de nombreuses opportunités dans le sillage de son vaste projet de loi sur les dépenses d'infrastructures adopté en septembre. Les actifs des grandes capitalisations se traitent sur la base d'un multiple VE/EBITDA de 13,1, contre 11,2 pour ceux du « mid-market »,⁴⁸ ce qui confère à ces derniers un potentiel plus intéressant.

Changement de paradigmes en matière de construction de portefeuilles

Dans l'environnement d'investissement actuel, il faut porter un regard nouveau sur les principes de construction et de gestion des portefeuilles. Il existe selon nous diverses pistes pour recomposer les portefeuilles et accroître leurs performances, tant sur les marchés publics que privés. Nous avons retenu quatre approches qui devraient être prisées en 2026 : les ETF actifs, les allocations passives optimisées, la couverture des risques extrêmes et une exposition plus généralisée aux actifs alternatifs.

Ce document est fourni à des fins pédagogiques uniquement et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement ou une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Rien ne garantit que les objectifs soient atteints. Les prévisions économiques et de marché présentées dans ce document sont fournies à titre d'information. Il ne peut y avoir aucune assurance que ces prévisions s'avéreront exactes. Tout investissement comporte des risques, y compris celui de perte en capital. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne garantissent pas les futurs résultats, qui peuvent varier.** Veuillez consulter les informations complémentaires à la fin du présent document.

ETF actifs

Compte tenu des solutions flexibles qu'ils offrent, les ETF actifs sont un véhicule financier permettant d'accéder à tout un éventail de marchés, y compris ceux dont les inefficiences structurelles imposent une gestion rigoureuse des risques et une sélection fine des titres. Le mariage entre les bienfaits de la gestion active et les avantages de l'enveloppe des ETF a suscité un vif intérêt chez les investisseurs : l'encours mondial sous gestion des ETF actifs a en effet augmenté de 46 % par an depuis le début 2020.⁴⁹ Ces véhicules devraient conserver un fort potentiel de croissance en 2026, en particulier ceux dédiés aux obligations, aux actifs non cotés, ainsi que les ETF à revenu dérivé (« Derivate Income »).

Opportunités obligataires

Selon nous, les ETF actifs sont parfaitement adaptés à la gestion obligataire. Ils permettent de composer avec les inefficiences structurelles de nombreux segments de marché et de mieux gérer les risques, qu'il s'agisse des fluctuations des taux d'intérêt ou de la solvabilité des émetteurs. Ces points forts ont clairement dopé la demande ces dernières années, puisque les ETF obligataires actifs représentent désormais 41 % de la collecte totale des ETF obligataires cotés aux États-Unis.⁵⁰ En 2026, la configuration technique et les fondamentaux des ETF actifs devraient offrir de bonnes opportunités sur

l'obligataire. De plus, l'équilibre actuel des risques favorise selon nous l'approche dynamique et la sélection bottom-up rigoureuse qui caractérisent les ETF actifs. Nous pensons que les segments obligataires les plus difficiles d'accès vont générer du revenu, notamment les obligations à haut rendement et celles des marchés émergents. Les baisses de taux anticipées aux États-Unis et dans d'autres pays au cours des douze prochains mois devraient être favorables aux obligations, qu'il s'agisse des titres investment grade ou des bons du Trésor américain à court terme. Sur tous ces segments, la liquidité et la transparence des ETF actifs permettent aux investisseurs de gérer leurs positions obligataires de manière dynamique.

Des actifs privés, un accès public

À l'approche de l'année 2026, nous pensons que les actifs non cotés présentent des arguments toujours aussi convaincants. Pourtant, historiquement, divers obstacles ont empêché les investisseurs de s'y exposer, notamment le montant élevé des tickets d'entrée et la complexité des structures d'investissement. L'accès au private equity a commencé à évoluer avec l'émergence des fonds ouverts, qui ont offert à un nombre accru d'investisseurs des seuils d'investissement plus modestes, tout en simplifiant le processus d'investissement. Aujourd'hui, les fournisseurs d'ETF proposent aux investisseurs



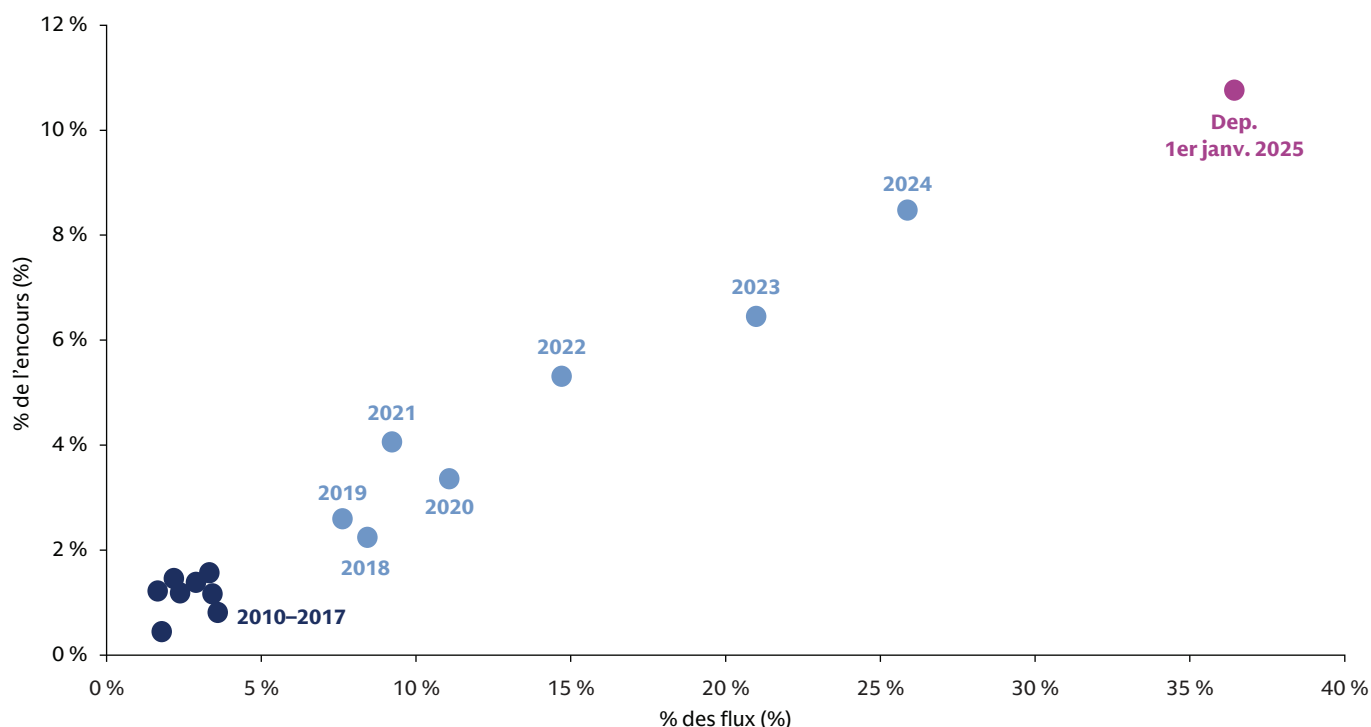
des stratégies visant des performances similaires à celles du private equity, via des portefeuilles d'actions cotées. Selon nous, ces derniers peuvent générer une partie de la surperformance du private equity. Il faut pour cela disposer de données suffisantes et comprendre le mode de sélection des investisseurs en private equity, notamment leur utilisation de biais sectoriels et factoriels et le recours à l'effet de levier.⁵¹ Il est impossible de capter l'intégralité de la performance du private equity, car le contrôle offert par l'actionnariat privé et la création de valeur assurée par les équipes de direction des entreprises diffèrent de l'influence exercée par les actionnaires sur une société cotée. Bien que ces ETF n'en soient qu'à leurs prémices, ils s'appuient sur le marché plus mature des fonds créés pour générer des performances similaires à celles des hedge funds, via diverses stratégies de trading. Selon nous, en 2026, les investisseurs vont encore chercher à obtenir des performances similaires à celles du private equity et des actifs non cotés. C'est pourquoi les sociétés proposant des ETF vont continuer à innover pour répondre à leurs besoins.

ETF à revenu dérivé (« Derivative income »)

Nous pensons par ailleurs que les ETF à revenu dérivé, qui cherchent à générer un revenu à partir d'un portefeuille actions à l'aide de contrats d'options, vont continuer à se développer dans les années à venir. En 2025, ces fonds ont été plébiscités par les investisseurs souhaitant rester exposés aux actions, tout en cherchant à bénéficier d'une visibilité accrue sur les performances, malgré l'incertitude qui règne sur les marchés. Avec une collecte de 47 milliards de dollars lors des trois premiers trimestres de 2025, les ETF à revenu dérivé ont été la catégorie d'ETF actifs la plus prisée aux États-Unis.⁵² Si les investisseurs s'y intéressent, c'est parce qu'ils assurent des distributions régulières et offrent ainsi une source de revenus décorrélée des taux d'intérêt. Du fait du développement probable des marchés des ETF européens et asiatiques, les investisseurs vont progressivement s'intéresser aux usages qui dominent actuellement aux États-Unis, et notamment aux ETF à revenu dérivé.

Les ETF obligataires, actions et à revenu dérivé ont été les principaux moteurs de la croissance des ETF actifs aux États-Unis en 2025.

ETF actifs : une part accrue de l'encours sous gestion et des flux annuels des ETF.



Source : Bloomberg, pôles FICC et Actions de Goldman Sachs. Les données reflètent la valeur des ETF actifs cotés aux États-Unis en % du total des actifs sous gestion des ETF américains. Les couleurs servent à différencier deux phases distinctes (2010-2017 et 2018-2024), alors que l'année 2025 est isolée. Au 16 octobre 2025. **Les performances passées ne constituent pas un indicateur des résultats futurs, qui peuvent varier.**

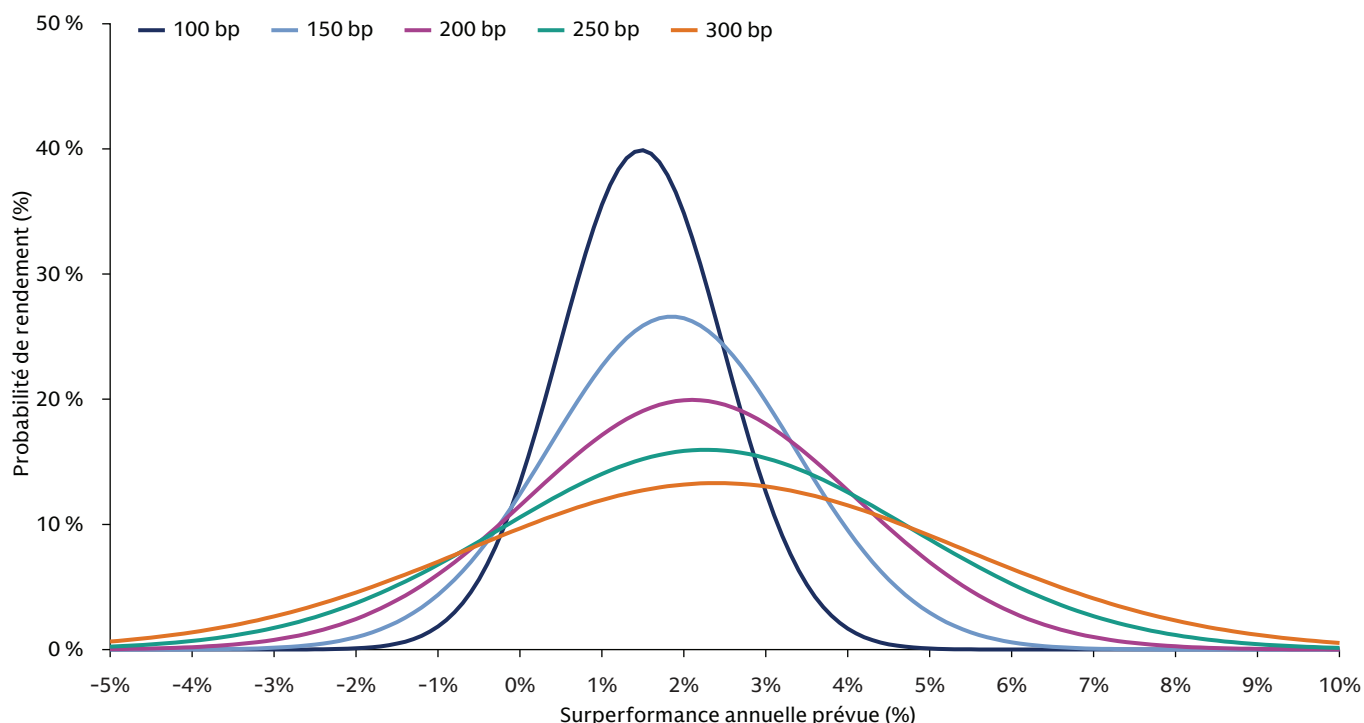
Optimisation des allocations passives

A l'approche de 2026, les stratégies actions à alpha optimisé (« Alpha Enhanced ») sont devenues une solution reconnue de construction de portefeuille, en offrant un compromis sophistiqué entre la gestion passive traditionnelle et la gestion active. Grâce à cette approche, les investisseurs peuvent optimiser leur budget de risque en combinant d'une part la rentabilité et la prévisibilité des stratégies actions passives et, d'autre part, la gestion rigoureuse des risques et le potentiel de génération d'alpha de la gestion active. Compte tenu de la diminution des performances futures des marchés, du risque élevé lié à la concentration des indices, mais aussi des incertitudes accrues entourant le commerce mondial, la croissance économique et l'inflation, les expositions exclusivement passives ne permettent probablement pas aux investisseurs d'optimiser leur budget de risque. Les stratégies « Alpha Enhanced » offrent des solutions concrètes à ces problématiques en répliquant assez fidèlement un indice de référence mais en prenant également des paris actifs stratégiques respectant des limites de tracking error prédéfinies, qui vont généralement de 50 et 200 points de base. Plutôt que de chercher à surperformer nettement un

indice, cette approche disciplinée vise un alpha stable et régulier. Elle permet donc de générer une surperformance annualisée plus fréquente que les fonds passifs, en particulier à long terme en raison des effets de la capitalisation.

Le point fort des stratégies « Alpha Enhanced » est leur capacité à générer de l'alpha de manière efficace, tout en équilibrant les risques. En prenant des paris actifs plus modestes et diversifiés dans les différentes catégories de capitalisation boursière, les secteurs et les zones géographiques, ces stratégies cherchent à limiter la concentration et à éviter les expositions involontaires au risque, tout en conservant une composition proche de celle de l'indice de référence. Cette approche systématique et fondée sur les données est source de flexibilité et de transparence, ce qui permet de construire des portefeuilles sur mesure alignés sur des objectifs spécifiques, qu'ils soient financiers et non, comme la durabilité. En outre, les stratégies « Alpha Enhanced » présentent souvent des coûts inférieurs (TER) à ceux des approches actives traditionnelles, et très légèrement supérieurs à ceux des fonds passifs, qui sont souvent compensés par le potentiel de génération d'alpha.⁵³

Probabilité des performances anticipées selon différents niveaux de tracking error



Source : Goldman Sachs Asset Management. Au 10 octobre 2025. À titre d'illustration uniquement. L'illustration montre la probabilité qu'un portefeuille atteigne différents niveaux de surperformance annuelle en fonction de divers niveaux de tracking error. Par exemple, si un portefeuille assorti d'une tracking error de 100 pb (en bleu foncé) enregistre une surperformance annuelle moyenne prévue inférieure à celle d'un portefeuille avec une tracking error de 200 pb (en violet) – comme l'illustre le point médian horizontal de chaque courbe en cloche respective –, la probabilité d'atteindre cette performance est plus élevée pour le portefeuille de 100 points de base, comme le montre la hauteur verticale de chaque courbe. À l'inverse, un portefeuille à faible tracking error offre une certitude accrue de performance positive selon une approche encadrée. L'illustration n'est liée à aucun produit ou stratégie de Goldman Sachs Asset Management.

Cette capacité élevée à générer de l'alpha à partir de tracking errors plus faibles se traduit par des coûts marginaux plus faibles, ce qui permet à un éventail plus large d'investisseurs de s'exposer à ces stratégies. Équilibrée et plus flexible, cette approche offre une gestion professionnelle des risques et permet de surperformer le marché. Elle pourrait donc se

révéler particulièrement intéressante en 2026 pour optimiser les allocations core en actions, en intégrant plus efficacement les objectifs des investisseurs (qu'il s'agisse du risque, de la performance, du coût et, dans certains cas, de la durabilité).

Couverture contre les risques extrêmes

Si la couverture des risques extrêmes est essentielle pour la gestion multi-actifs, elle ne se contente pas de simplement protéger les portefeuilles contre les risques baissiers. Mise en œuvre efficacement, cette stratégie permet aux investisseurs d'augmenter leur exposition aux principaux actifs risqués, comme les actions, ce qui peut se traduire par une performance totale accrue, mais aussi par une rémunération asymétrique en cas d'événements à risque. Concrètement, cette convexité à la baisse permet aux portefeuilles de s'exposer sensiblement aux primes de risque positives, sans pour autant accroître sensiblement le risque baissier. En outre, les stratégies traditionnelles de couverture des portefeuilles

reposent sur deux hypothèses actuellement remises en question : des corrélations négatives entre actions et taux en période de crise et le statut de valeur refuge du dollar américain. Nous pensons que les investisseurs ont désormais besoin d'un éventail plus large d'instruments de couverture pour atteindre leurs objectifs. Outre la couverture des risques extrêmes, nous cherchons à diversifier et à élargir notre exposition aux primes de risque alternatives « offensives », en nous affranchissant du suivi de tendances et du portage. Cette approche nous procure un levier supplémentaire pour générer des performances et compenser le portage négatif des stratégies de couverture des risques extrêmes.

« Nous pensons que les investisseurs ont désormais besoin d'un éventail plus large d'instruments de couverture pour atteindre leurs objectifs. »



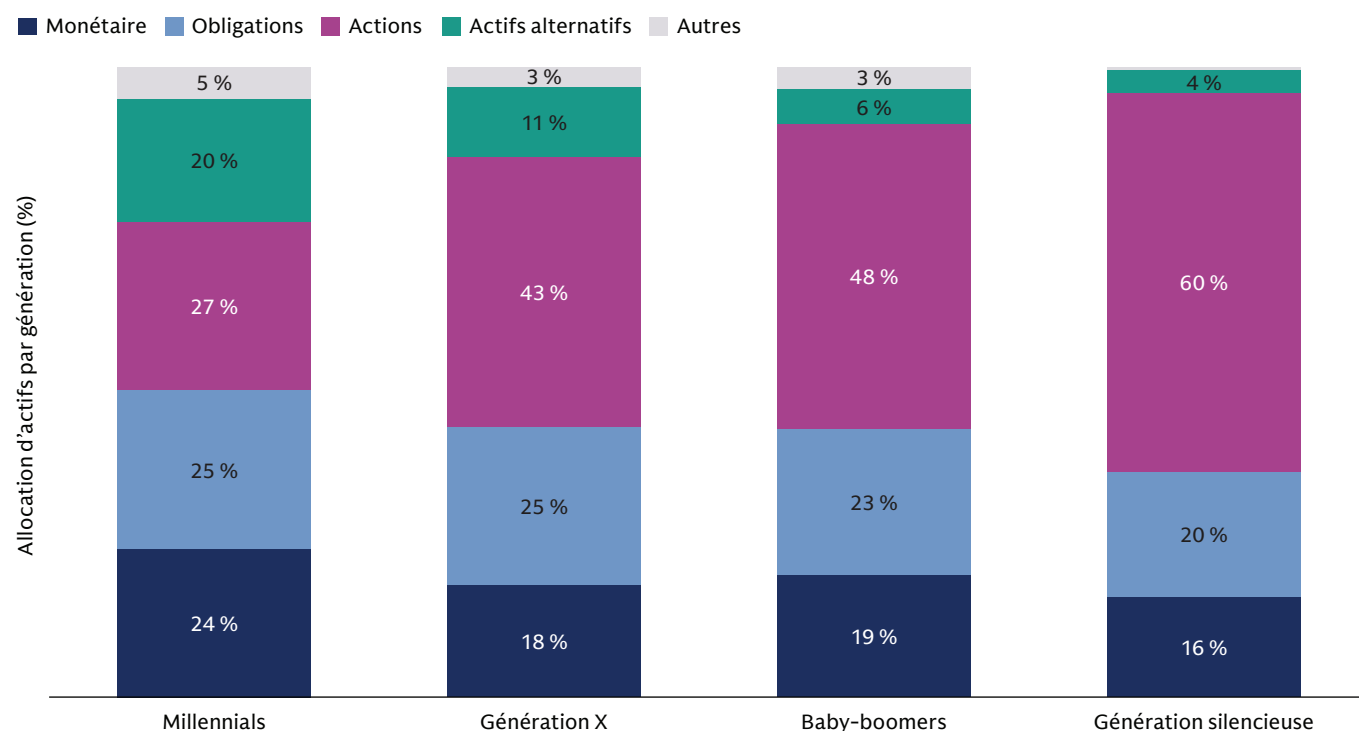
Un accès élargi aux actifs alternatifs

Alors que l'environnement des marchés non cotés est en pleine transformation, les investisseurs particuliers se tournent de plus en plus vers les actifs alternatifs. Notre enquête menée auprès de 1 000 investisseurs fortunés montre que les Millennials sont à l'avant-garde de ce changement de comportement, du fait d'une connaissance plus fine et d'allocations plus élevées aux actifs alternatifs que les générations précédentes.⁵⁴ Selon nous, les actifs non cotés permettent d'accroître les performances ajustées du risque et le degré de diversification des portefeuilles. Les entreprises restant plus longtemps à l'écart des marchés cotés, le périmètre des marchés privés s'est élargi. Comme le nombre d'entreprises cotées a beaucoup diminué, les investisseurs particuliers cherchent de plus en plus à exploiter les opportunités que seuls les marchés privés peuvent offrir.

Sur le long terme, nous pensons qu'intégrer des actifs privés dans les portefeuilles traditionnels peut sensiblement accroître la valeur du patrimoine des investisseurs. Cependant, une mise en œuvre efficace exige une planification minutieuse et une gestion rigoureuse de la liquidité. Les nouveaux fonds privés dits « Evergreen » ont vocation à faciliter la vie des investisseurs en autorisant des souscriptions et des rachats fréquents, ce qui atténue certaines problématiques en matière de liquidité. Il faut toutefois garder à l'esprit que les rachats peuvent être limités si leur montant global dépasse un niveau prédéterminé (généralement 5 % des actifs du fonds au minimum), auquel cas plusieurs trimestres peuvent être nécessaires. En gérant de manière globale les expositions aux marchés publics et privés, les investisseurs peuvent construire des portefeuilles résilients qui reflètent à la fois leurs objectifs stratégiques et les réalités du marché.

Millennials : la nouvelle génération « alternative »

Les investissements alternatifs représentent près de 20 % des actifs des Millennials, soit bien plus que les baby-boomers (env. 6 %).



Source : Goldman Sachs, « Démocratiser l'accès aux actifs alternatifs. » Au 8 août 2025.

La gestion thématique et les mégatendances ne cessent d'évoluer

Le paysage de l'investissement est en pleine recomposition sous l'effet de mégatendances qui ne cessent d'évoluer et qui sont sources à la fois de problématiques et de nouvelles opportunités pour le déploiement stratégique des capitaux. La sécurité économique va selon nous rester une priorité majeure, a fortiori face aux turbulences géopolitiques, au nouvel ordre commercial, aux pressions inflationnistes et à l'essor de l'intelligence artificielle. Sur le segment de l'investissement durable, qui arrive à maturité, la génération de performance prend de l'importance. Les énergies renouvelables, les réseaux électriques et le stockage d'énergie vont probablement offrir des opportunités intéressantes.

Ce document est fourni à des fins pédagogiques uniquement et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement ou une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de titres. Rien ne garantit que les objectifs soient atteints. Les prévisions économiques et de marché présentées dans ce document sont fournies à titre d'information. Il ne peut y avoir aucune assurance que ces prévisions s'avéreront exactes. Tout investissement comporte des risques, y compris celui de perte en capital. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne garantissent pas les futurs résultats, qui peuvent varier.** Veuillez consulter les informations complémentaires à la fin du présent document.

La sécurité économique sur le devant de la scène

Les chaînes d'approvisionnement, la gestion des ressources et la défense nationale jouent les premiers rôles

Après une année dominée par les droits de douane et les annonces d'investissements dans l'IA, nous pensons que le thème de la sécurité économique va s'imposer en 2026, alors que la baisse des taux d'intérêt va encore consolider la bonne santé des entreprises. Les tensions géopolitiques, les engagements de l'OTAN en matière de défense et la nouvelle dynamique des projets de réindustrialisation aux États-Unis et en Europe imposent trois impératifs aux nations et aux entreprises du monde entier : construire des chaînes d'approvisionnement résilientes, sécuriser leurs ressources critiques et renforcer leurs capacités de défense. Selon nous, cet environnement va procurer aux gérants actifs de nombreuses opportunités d'identifier et d'investir dans des entreprises idéalement positionnées pour profiter de cette transition.

Les droits de douane remodelent de fond en comble les flux commerciaux mondiaux en poussant les entreprises à sécuriser leurs chaînes d'approvisionnement, ce qui se traduit par une évolution stratégique en faveur de réseaux plus courts, plus résilients et plus fiables. Si le phénomène n'est pas nouveau, cette transformation a été accélérée par l'imposition des droits de douane et la montée des tensions géopolitiques. En raison de l'augmentation des coûts, des incertitudes et des risques inhérents aux longues chaînes d'approvisionnement, les entreprises changent progressivement de modèle en privilégiant moins la rentabilité et davantage la flexibilité et l'atténuation des risques.

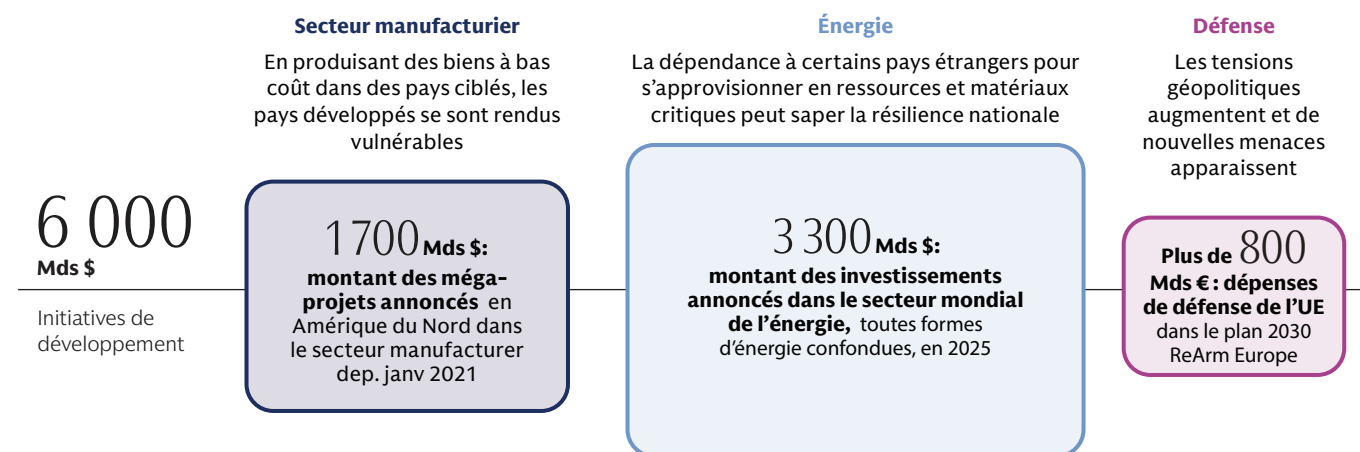
Les ressources critiques, comme l'énergie et les matières premières, ne cessent de gagner en importance. Les dépendances actuelles témoignent de vulnérabilités importantes. Par exemple, la Chine représente environ 60 % de la production de terres rares.⁵⁵ De même, près de 90 % des semi-conducteurs avancés essentiels au développement futur de l'IA sont fabriqués à

Taiwan.⁵⁶ Selon nous, ces degrés de concentration extrême soulignent le besoin urgent de sécurité des ressources et de résilience des chaînes d'approvisionnement mondiales.

Nous pensons également que la dynamique des exportations américaines de gaz naturel liquéfié (GNL) va se poursuivre. Elle sera alimentée par les acheteurs européens, qui cherchent à s'approvisionner auprès de pays amis, et par les acheteurs asiatiques, qui souhaitent réduire leur utilisation de sources d'énergie particulièrement polluantes, comme le charbon. Les besoins croissants de l'économie numérique renforcent encore la complexité de la sécurité des ressources. Les centres de données consomment actuellement 3 % de l'électricité aux États-Unis et cette proportion devrait atteindre 8 % d'ici 2030.⁵⁷ Les menaces en matière de sécurité sont de plus en plus prégnantes et complexes, d'où des besoins d'investissement gigantesques dans des technologies de défense de pointe et des solutions de cybersécurité.

Comme ces tendances témoignent des perspectives prometteuses de la sécurité économique dans les pays développés, nous restons convaincus du potentiel de croissance à long terme des entreprises qui s'inscrivent dans cette thématique. Les signaux positifs confirmant le déploiement actuel de capitaux et la réaffirmation des plans d'investissement n'ont fait que renforcer les arguments déjà solides plaçant en faveur de la thématique de la sécurité économique. En s'appuyant sur leur expertise approfondie et des recherches rigoureuses, les gérants actifs ont toutes les chances de pouvoir identifier les entreprises capables de s'adapter à ces transitions et dont la croissance sera stimulée par les solutions qu'elles proposent dans les domaines de la sécurité des ressources, de la résilience des chaînes d'approvisionnement, de l'indépendance énergétique et de la défense nationale.

Les pays développés consolident leurs chaînes d'approvisionnement critiques, sécurisent leur accès aux ressources naturelles et renforcent leur sécurité nationale.



Sources : 1 700 Mds \$ consacrés à des mégaprojets selon Eaton. Janvier 2025. 3 300 Mds \$ consacrés à des systèmes énergétiques selon l'Agence internationale de l'énergie. Juin 2025. Plus de 800 Mds \$ de dépenses de défense dans l'UE selon la Commission européenne. Mars 2025. À titre d'illustration uniquement.

Sustainable Investing

We believe sustainable investing will continue to evolve in 2026 towards a greater focus on metrics, themes, and risks that will be performance-impacting in both public and private markets. Shifting policies and sustainable fund underperformance have, in our assessment, prompted more investor discussions on whether we are seeing a secular curtailment of sustainable investing. We do not believe so and instead see maturation occurring, with investors focused on nuances around performance linkages.

Fewer labels, more performance

To navigate the evolving investment landscape, we emphasize a focus on accelerating themes within broader growth

trends, particularly in the energy transition. This involves prioritizing mature sub-themes like renewable energy, grids, and energy storage, which are seeing significant investment increases, over less mature areas such as hydrogen and carbon capture that face declining investment.

In an environment of higher inflation, we are also focused on companies that solve critical pain points or potentially offer substantial cost savings, moving away from growth that is reliant on subsidies. Furthermore, we believe identifying “pick-and-shovel” companies that provide essential upstream links in value chains is crucial, particularly those with technological or scale advantages.

Nous avons par ailleurs repéré des opportunités négligées et des risques sous-estimés dans l'univers de l'investissement durable

La demande en électricité stimule la transition énergétique



La transition énergétique, qui est alimentée par la demande croissante en électricité, nécessite selon nous une approche d'investissement globale. Il faut donc s'intéresser à la production d'électricité sobre en carbone, à l'électrification mondiale des transports et à la modernisation indispensable des réseaux électriques tant dans les pays émergents que développés, afin de mieux gérer l'augmentation de la quantité minimale d'électricité nécessaire (« baseload ») et l'intermittence de la production. Les entreprises technologiques et les hyperscalers se livrant à une course effrénée pour déployer leurs solutions d'IA, la rapidité d'accès à l'électricité est primordiale. Cet impératif est particulièrement favorable aux énergies renouvelables à court terme. En effet, les sources de production concurrentes, comme le gaz naturel et le nucléaire, font face à des contraintes plus immédiates en matière de chaîne d'approvisionnement et de logistique.

Risques physiques et adaptation



Le risque physique devient un facteur d'investissement de plus en plus important. Malgré l'augmentation des coûts liés au climat, comme les 1 000 milliards de dollars annuels consacrés à la reconstruction après des catastrophes aux États-Unis, les dépenses fédérales en matière de prévention ont diminué.⁵⁸ Cette tendance accroît selon nous les coûts secondaires et tertiaires, notamment via une interruption de l'activité des entreprises et une augmentation des primes d'assurance. Par conséquent, les États, les investisseurs et les entreprises doivent élaborer des stratégies proactives d'adaptation et de gestion de la dette liée aux catastrophes.

Économie circulaire



Compte tenu de l'épuisement des ressources mondiales, des vulnérabilités des chaînes d'approvisionnement et des facteurs de stress environnementaux, l'économie circulaire offre des opportunités intéressantes. Cette approche, qui vise à pérenniser l'utilisation des matériaux et à éliminer les déchets, offre des opportunités d'investissement stratégiques dans les infrastructures et les entreprises qui recyclent les matériaux de valeur. Le manque criant d'infrastructures, qui pourrait encore s'aggraver en raison de la fermeture prévue de certaines décharges, témoigne du besoin urgent d'innovations circulaires.

Stress hydrique



Le stress hydrique est un risque croissant et largement sous-estimé qui touche divers secteurs. Par exemple, un tiers des centrales thermiques à l'échelle mondiale et deux tiers des nouveaux centres de données sont situés dans des régions soumises à un stress hydrique élevé et consomment d'énormes quantités d'eau.⁵⁹ Certains secteurs comme la production alimentaire, les semi-conducteurs et l'exploitation minière y sont par nature exposés, et même les zones qui ont longtemps été suffisamment approvisionnées en eau connaissent une augmentation des niveaux de chaleur et de la sécheresse, ce qui complique encore la situation.

Opportunités d'investissement par classe d'actifs en matière de durabilité

Private Equity

Les opportunités liées à la durabilité sur le marché des entreprises de taille intermédiaire (« mid-market »), qui a gagné en maturité, nous semblent intéressantes. Compte tenu de l'inflation et des tensions financières accrues, les investisseurs vont probablement se tourner vers les entreprises proposant des solutions plus efficaces, plus accessibles et plus abordables. Nous constatons une augmentation du nombre d'entreprises rentables et à forte croissance qui proposent des produits et des services durables dans divers secteurs, comme les déchets et les matériaux, l'alimentation et l'agriculture durables, les services écosystémiques et l'eau, ainsi que les énergies propres.

Dettes privées

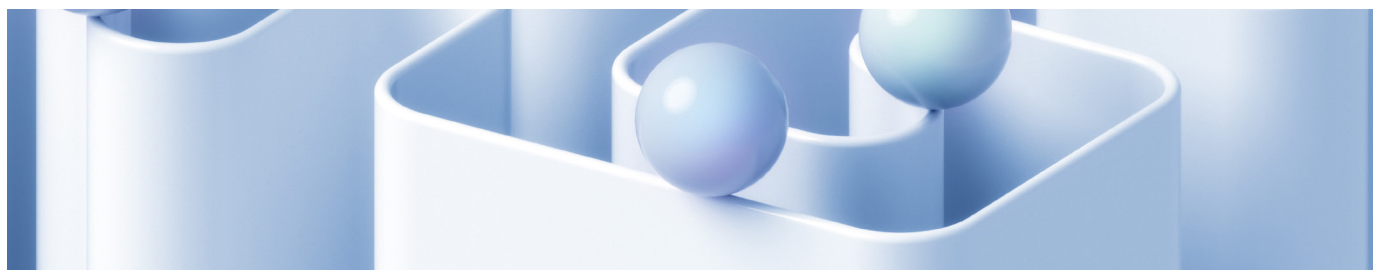
Selon nous, la dette privée durable présente un profil risque/rendement attractif en raison du déséquilibre important entre l'offre et la demande de capitaux d'emprunt dans le secteur de la transition énergétique. Les entreprises matures recherchent de plus en plus des financements non dilutifs pour répondre à la demande croissante en énergie, elle-même dopée par la relocalisation, la modernisation des transports et les centres de données/l'IA. Sur un plan historique, les capitaux issus du segment de la dette privée durable ont été modestes, avec seulement 61 milliards de dollars levés depuis 2014, contre 781 milliards de dollars pour le private equity durable.⁶⁰ Cette pénurie et la rareté des compétences spécialisées font émerger des opportunités ajustées du risque intéressantes. Les entreprises recherchent des solutions de financement par la dette flexibles et les stratégies sur mesure sur des segments spécialisés durables imposent des primes plus élevées.

Infrastructures

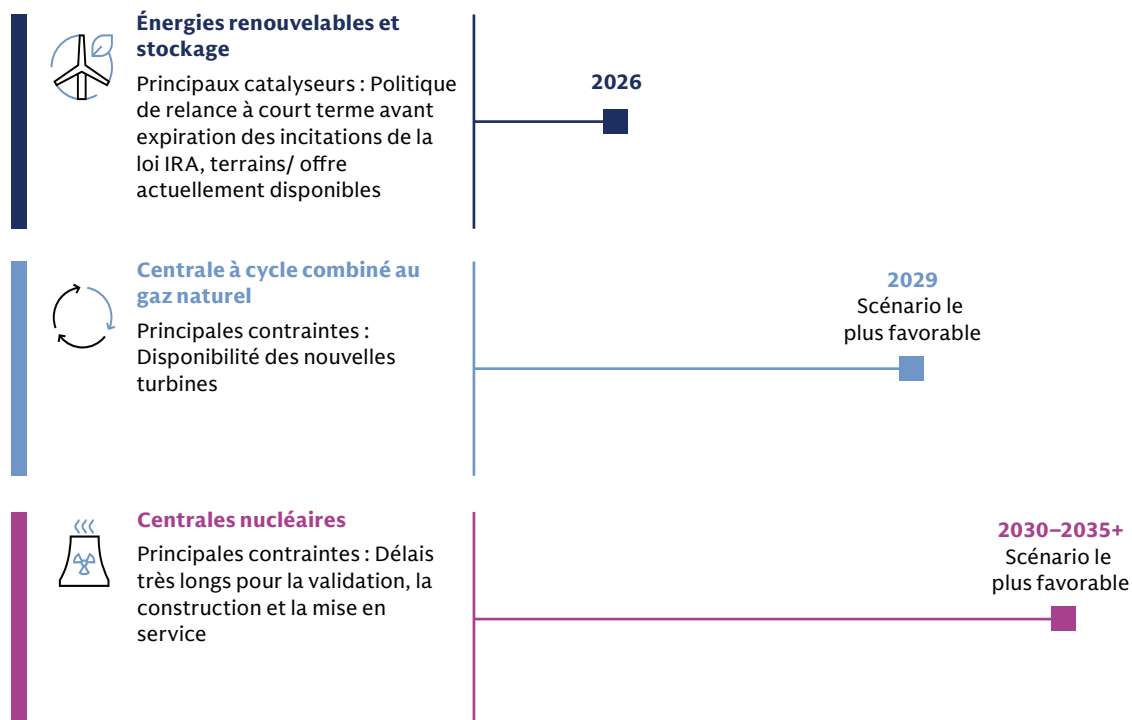
La classe d'actifs des infrastructures nécessite d'importants capitaux pour financer des projets offrant des services essentiels, sous l'effet de diverses mégatendances comme l'intelligence artificielle, la transition énergétique et l'efficacité de l'économie circulaire. Le désengagement des États et des entreprises va offrir des opportunités aux investisseurs privés. Les projets d'infrastructures dits « value-add » sur le mid-market sont selon nous très attractifs. Alors que la concurrence règne en termes de prix pour les mégaprojets, les projets « value-add » sur le mid-market peuvent offrir des transactions à des prix plus avantageux, une flexibilité accrue lors des négociations et des options de sortie très rémunératrices.

Obligations vertes

Une allocation aux obligations vertes peut permettre aux investisseurs obligataires de diversifier considérablement leur portefeuille, sans sacrifier la liquidité ni les rendements. Les investisseurs peuvent tirer profit d'une allocation aux obligations vertes dans une démarche traditionnelle de gestion des risques, mais aussi en renforçant leur exposition à la durabilité. Le marché des obligations vertes va continuer à se développer et à se diversifier dans les années à venir. Néanmoins, nous pensons que certaines différences avec le marché obligataire traditionnel vont persister, par exemple en termes de composition sectorielle. C'est pourquoi nous pensons qu'intégrer une poche d'obligations vertes dans les portefeuilles sera toujours source de diversification.



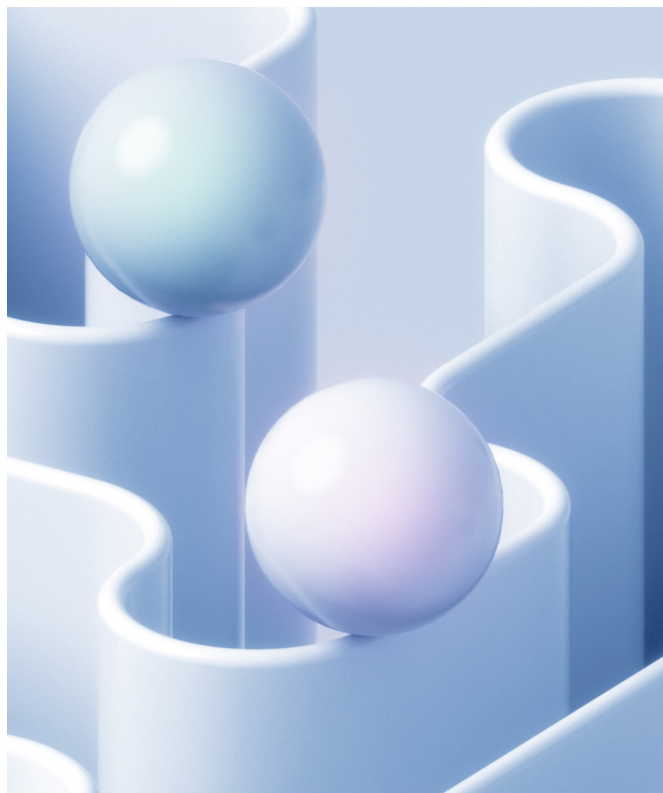
Déploiement rapide : Les énergies renouvelables sont la source d'énergie la plus rapide à déployer pour répondre à la demande électrique actuelle de l'IA.



Source : Goldman Sachs Global Investment Research, août 2025.

La demande en électricité et le dilemme démographique

Les secteurs électriques américain et européen sont confrontés à un dilemme démographique critique : en effet, plus de 750 000 nouveaux postes devront être créés d'ici 2030, alors que la population active vieillit et que la main-d'œuvre qualifiée manque.⁶¹ Selon nous, cette demande soutenue, en particulier pour les postes complexes dans les domaines de la transmission et des interconnexions électriques, va accélérer l'adoption de solutions d'optimisation et d'automatisation des réseaux. Les sources d'énergies renouvelables nécessitent en moyenne 2,5 fois plus de main-d'œuvre que les combustibles fossiles tout au long de leur cycle de vie, de la phase de fabrication jusqu'à la maintenance en passant par la construction, l'installation et l'exploitation.⁶² L'accès aux talents et à la main-d'œuvre va donc devenir un avantage concurrentiel clé. Par conséquent, nous pensons que les grandes entreprises disposant de programmes de formation adaptés et de solutions de productivité avancées ont toutes les chances de se forger un solide avantage concurrentiel et d'accroître leurs revenus.



TROIS QUESTIONS CLÉS

1

Outre la sécurité économique et la transition énergétique, quels sont les autres thèmes à surveiller ?

Nous pensons que les investisseurs vont élargir leur champ d'action à de nouveaux domaines, comme l'économie circulaire (déchets et matériaux), l'alimentation et l'agriculture durables, les services écosystémiques et l'eau. Ces thèmes vont prendre de l'ampleur car les entreprises finiront par privilégier les questions d'efficacité et les économies de coûts. Elles pourront par exemple convertir les déchets organiques en biométhane et en engrais, utiliser des capteurs pour optimiser la consommation d'eau ou encore déployer des systèmes de mise en conformité pour les marchés finaux de l'environnement et de l'alimentation/l'agriculture.

2

Existe-t-il encore des opportunités d'investissement liées au climat malgré la suppression des incitations initialement prévues dans les politiques climatiques américaines ?

Nous pensons qu'il existe une déconnexion entre le discours ambiant et la réalité. La demande d'électricité augmente dans les pays développés et émergents. Cette tendance fait grimper les prix et stimule les investissements dans toutes les classes d'actifs. Compte tenu des retards accumulés et de la hausse des prix des turbines à gaz naturel, les énergies renouvelables sont intéressantes en raison de leurs coûts attractifs et de leurs délais de déploiement plus courts. Lors des cinq premiers mois de 2025, plus de 90 % des nouvelles capacités de production d'électricité aux États-Unis reposaient sur des sources renouvelables.⁶³ Cette tendance a renforcé les demandes de financement par l'emprunt, ainsi que la recherche d'entreprises prestataires intervenant sur la chaîne de valeur des énergies renouvelables.

3

Quels aspects spécifiques du risque climatique physique vont jouer un rôle majeur pour les investisseurs en 2026 ?

Selon nous, la hausse et la volatilité accrue des températures ainsi que les phénomènes météorologiques extrêmes vont devenir des préoccupations majeures. Ces événements pousseront les investisseurs à analyser rigoureusement le risque physique et à prendre des mesures d'adaptation. En termes de risques, l'augmentation des coûts d'assurance et les dépenses d'investissement accrues pour renforcer la résilience des infrastructures seront des variables clés de l'analyse financière. En termes d'opportunités, les investisseurs vont probablement s'intéresser de plus en plus aux entreprises proposant des solutions d'adaptation. Ces entreprises sauront exploiter l'augmentation des dépenses dans les domaines du chauffage, de la ventilation et de la climatisation, des infrastructures hydrauliques et électriques, de la défense des littoraux, de la production alimentaire et de la gestion des risques de catastrophe. ■

Sources

1. Bloomberg. Au 11 novembre 2025.
2. S&P Global. Au 30 octobre 2025.
3. Bloomberg, Reuters. Les faillites de First Brands et de Tricolor font craindre des tensions sur le crédit. Au 14 octobre
4. Goldman Sachs Global Investment Research. Au 14 octobre 2025.
5. Goldman Sachs Global Investment Research. Au 3 octobre 2025.
6. Goldman Sachs Global Investment Research. Au 3 octobre 2025.
7. Goldman Sachs Global Investment Research. Au 30 juin 2025.
8. Bloomberg. au 5 novembre 2025.
9. Goldman Sachs Global Investment Research. Au 8 octobre 2025.
10. Goldman Sachs Global Investment Research. A fin septembre 2025.
11. Goldman Sachs Global Investment Research. Au 16 octobre 2026.
12. National Retail Federation. Au 30 juillet 2025.
13. MSCI, Goldman Sachs Asset Management, FactSet. Au 7 novembre 2025.
14. Goldman Sachs Asset Management, Bloomberg. A fin septembre 2025.
15. Goldman Sachs Global Investment Research. A fin septembre 2025.
16. Goldman Sachs Global Investment Research, Ministère des Affaires intérieures et des Communications, BoJ, JCER. Au 7 novembre 2025.
17. Bureau du Premier ministre du Japon. Au 24 octobre 2025.
18. Goldman Sachs Global Investment Research, Japan Securities Dealers Association. À fin août 2025.
19. Goldman Sachs Asset Management, MSCI, TOPIX, Bloomberg. Au 29 octobre 2025.
20. Bloomberg. Au 11 novembre 2025.
21. Banque des règlements internationaux. A fin décembre 2024.
22. US Census Bureau, gouvernement indien. A fin juillet 2025.
23. Commission du commerce international des États-Unis. A fin mai 2024.
24. TSMC. Déclaration de l'entreprise. Au 4 mars 2025.
25. Source : Goldman Sachs Global Investment Research Global Markets Daily : « Less “Junky” Than Ever ». Au 8 octobre 2025.
26. Bank of America. A fin novembre 2025.
27. MSCI Private Assets. A la fin du T2 2025.
28. Source : Enquête « EY Private Equity Pulse » menée par AlphaSights. Données au 30 juin 2025.
29. Goldman Sachs Global Investment Research. Au 8 octobre 2025.
30. Source : Goldman Sachs Global Banking and Markets. Au 24 octobre 2025.
31. Goldman Sachs Asset Management. Ceci repose sur un cadre de création de valeur actualisé en 2023 tenant compte des valorisations actuelles et du coût du capital. On suppose un rendement cible de 2,5 x le TVPI brut (valeur totale/capital versé), soit environ 2,0 x le rendement net. Historiquement, l'augmentation des marges a contribué à un peu moins de 10 % de la valeur ajoutée moyenne des entreprises financées par des fonds de private equity, ce qui implique une croissance du chiffre d'affaires proche de 9 à 10 % pour atteindre les niveaux de rendement habituels visés par les investisseurs et les gérants de fonds de private equity ; cet objectif dépasse les résultats historiques (7 à 9 %). L'EBITA désigne le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement.
32. MSCI Private Assets, T2 2025.
33. Pitchbook, 30 juin 2025
34. Silicon Valley Bank, État du marché, S1 2025
35. S&P Global, Taux de recouvrement moyens sur 5 ans. Septembre 2025
36. Lincoln International, T4 2024.
37. Indice Cliffwater Direct Lending, PitchBook LCD, données jusqu'au 25 mars 2025. Les données incluent uniquement les ajustements de modalités (« repricing ») et les extensions effectuées via un processus officiel d'amendement.
38. Goldman Sachs Global Investment Research. Octobre 2025.
39. MSCI RCA. Au T3 2025.
40. MSCI RCA. Octobre 2025.
41. MSCI RCA. Au T3 2025.
42. MSCI RCA. Octobre 2025.
43. EDHEC. Octobre 2025. Rapport entre la valeur d'entreprise et les bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements.
44. Goldman Sachs, « Powering the AI Era ». Juillet 2025.
45. Goldman Sachs Global Investment Research : « Powering Up Europe : AI, data centers and energy needs: at Europe's inflection. » Octobre 2025.
46. Goldman Sachs, « Powering the AI Era ». Juillet 2025. Estimations basées sur les rapports de Goldman Sachs Global Investment Research : « Carbonomics : the GS net zero carbon scenarios – a reality check » ; « Generational growth : AI, data centers and the coming US power demand surge » ; chiffres relatifs à l'électricité et aux services aux collectivités mondialisés sur la base d'une estimation pour les États-Unis d'environ 1 400 milliards de dollars.
47. Goldman Sachs Global Investment Research : « AI/ Data Center Power Demand : The 6 Ps driving growth and constraints. » Octobre 2025.
48. EDHEC. Octobre 2025.
49. Morningstar. Au 30 septembre 2025. Taux de croissance annuel composé (TCAC).
50. Morningstar. Données entre le 1er janv. et le 30 septembre 2025.
51. MSCI, «Tracking Private Equity: Closing the Performance Gap». Au 30 septembre 2025.
52. Morningstar. Au 30 septembre 2025.
53. Pour en savoir plus sur ce sujet, cf. l'article « Boosting the Efficiency of Core Equity Allocations with an Alpha Enhanced Approach » sur le site am.gs.com.
54. Enquête menée par Goldman Sachs Asset Management et 8 Acre Perspective. La collecte des données de cette enquête s'est déroulée entre le 18 juillet et le 8 août 2025. Les participants ont été sélectionnés selon des critères d'éligibilité spécifiques : posséder plus d'un million de dollars d'actifs disponibles, être le responsable des décisions financières du foyer et être âgé de 25 ans ou plus.
55. Agence internationale de l'énergie (AIE). Octobre 2025.
56. Boston Consulting Group, Semiconductor Industry Association.
57. Goldman Sachs Global Investment Research. A fin octobre 2024.
58. Bloomberg. Au 17 juin 2025.
59. Bloomberg. Au 8 mai 2025.
60. Les stratégies dites durables sont ventilées selon les catégories de Pitchbook : Agriculture, Air, Biodiversité écosystèmes, Climat, Énergie, Infrastructures, Terre, Océans et zones côtières, Pollution, Déchets et Eau. Les fonds de capital-investissement comprennent le private equity, le capital-risque et les infrastructures. Au 21 octobre 2025.
61. Goldman Sachs Global Investment Research. Au 30 juin 2025.
62. Goldman Sachs Global Investment Research. Au 30 juin 2025.
63. Federal Energy Regulatory Commission. En mai 2025.

Glossaire

Consultez la page am.gs.com/glossary pour découvrir d'autres termes du secteur.

Pb (point de base) : 1/100^e de 1 %.

« **Capex** » désigne les dépenses d'investissement, et dans ce contexte, celles dédiées à l'IA réalisés par les entreprises technologiques, notamment dans les infrastructures, pour développer, entraîner et déployer des solutions d'IA.

L'expression « **rémunération convexe** » fait référence à des stratégies d'investissement ou des titres dont les profils de rémunération sont non linéaires et asymétriques, offrant généralement un potentiel de hausse supérieur au risque de baisse.

La notation de qualité de crédit est une évaluation de la capacité financière d'un émetteur de dette à rembourser le principal et les intérêts en temps voulu. Elle peut également désigner des cohortes de titres créances dans le cas des instruments titrisés. Les notations AAA (la plus élevée), AA, A et BBB correspondent à la catégorie investment grade.

VE/EBITDA : rapport entre la valeur d'entreprise et les bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements. Ce ratio, qui sert à comparer les entreprises indépendamment de leur structure financière, peut témoigner de la sur- ou sous-évaluation d'une entreprise.

Un bilan fortifié fait référence à la solidité financière d'une entreprise, notamment un endettement modeste et la capacité à investir de manière contra-cyclique.

Le **G10** comprend la Belgique, le Canada, la France, l'Allemagne, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, la Suède, la Suisse, le Royaume-Uni et les États-Unis.

Le terme « **hyperscalers** » désigne les grandes entreprises technologiques qui exploitent des réseaux mondiaux de centres de données et fournissent des services complets d'informatique dématérialisée (« cloud computing »).

Les **actifs privés/non cotés**, comme le private equity, la dette privée, l'immobilier et les infrastructures, ne sont pas négociés en bourse.

La **tracking error** correspond à l'écart-type de la sur/sous-performance par rapport à l'indice de référence ; elle est utilisée comme indicateur de risque. Une erreur de duplication importante signifie qu'il existe d'importantes fluctuations dans la série des rendements du gérant par rapport à l'indice de référence.

L'**indice S&P 500** est un indice boursier largement reconnu qui réplique la performance des 500 plus grandes entreprises cotées aux États-Unis.

L'**indice ICE BofAML US Corporate** réplique la performance de la dette d'entreprise de bonne qualité (Investment grade) libellée en dollar, émise sur le marché américain.

L'**indice ICE BofA US Corporate Index Option-Adjusted Spread (OAS)** est un indicateur financier clé qui mesure le rendement supplémentaire (spread) exigé par les investisseurs pour détenir des obligations d'entreprises investment grade libellées en dollars américains par rapport aux titres du Trésor américain sans risque.

L'**indice ICE BofA US High Yield Index Option-Adjusted Spread (OAS)** est un indicateur financier clé qui mesure le rendement supplémentaire (spread) exigé par les investisseurs pour détenir des obligations d'entreprises ne faisant pas partie de la catégorie investment grade et libellées en dollars américains par rapport aux titres du Trésor américain sans risque.

L'**indice ICE BofAML US High Yield** réplique la performance de la dette d'entreprise à haut rendement libellée en dollar, émise sur le marché américain.

L'**indice ICE BofAML US Treasury** désigne généralement une famille d'indices qui réplique la performance des titres du Trésor américain libellés en dollars, émis publiquement sur le marché américain, souvent segmentés par échéance.

L'**indice MSCI World** est un indice boursier qui réplique la performance des actions des grandes et moyennes capitalisations dans 23 pays développés du monde entier.

L'**indice MSCI Emerging Markets** est un indice boursier largement reconnu mesurant la performance des grandes et moyennes capitalisations dans certains pays émergents.

L'**indice MSCI Europe** est un indice boursier répliquant la performance des grandes et moyennes capitalisations de 15 pays développés d'Europe.

L'indice **Nikkei 225** est composé de 225 actions de premier ordre très liquides, sélectionnées sur le Prime Market de la Bourse de Tokyo (TSE).

L'**indice STOXX Europe 600** est un indice boursier pondéré par la capitalisation boursière flottante, composé de 600 grandes, moyennes et petites capitalisations issues des pays développés d'Europe.

Le rendement **générique des bons du Trésor américain** représente le taux d'intérêt, ou rendement, que le gouvernement américain verse aux investisseurs qui achètent ses bons du Trésor à 10 ans.

Avertissements

CONSIDÉRATIONS SUR LES RISQUES

Tout investissement comporte des risques, y compris celui de perte en capital.

Les investissements en actions sont soumis au risque de marché ; la valeur des titres détenus peut donc augmenter ou diminuer en fonction des perspectives des entreprises, de secteurs particuliers et/ou de la conjoncture économique générale. L'intérêt pour les différents styles d'investissement (comme « Growth » et « Value ») est fluctuant et, parfois, la stratégie peut moins bien performer que d'autres stratégies qui investissent dans des classes d'actifs similaires. La capitalisation boursière d'une entreprise peut également comporter des risques plus importants (par exemple, les entreprises à « petite » ou « moyenne » capitalisation) que ceux associés à des entreprises plus grandes et mieux établies, et peut être sujette à des mouvements de prix plus brusques ou plus erratiques, en plus d'une liquidité plus faible.

Les investissements dans les marchés émergents peuvent être moins liquides et comporter plus de risques que dans les marchés développés, en raison, notamment, des éléments suivants : réglementations inadéquates, marchés boursiers volatils, taux de change défavorables, évolutions sociales, politiques, militaires, réglementaires, économiques ou environnementales, ou catastrophes naturelles.

Les stratégies ESG (Environnementales, Sociales et de Gouvernance) pourraient prendre des risques ou éliminer les expositions associées à d'autres stratégies ou indices de marchés élargis, ce qui pourrait faire diverger la performance par rapport à ces autres stratégies et indices de marché. Les stratégies ESG seront soumises aux risques inhérents à leurs classes d'actifs sous-jacentes. De plus, la demande ciblée par une stratégie ESG sur certains marchés ou dans certains secteurs peut ne pas évoluer comme prévu ou évoluer plus lentement que prévu. L'ensemble des caractéristiques, points de vue, évaluations, allégations ou facteurs similaires ESG référencés dans les présentes (i) sera basé et limité à la prise en compte d'attributs ou de mesures ESG spécifiques liés à un produit, à un émetteur ou à un service et non à leur profil ESG plus large ou complet, et sauf indication contraire, (ii) peut être limité à une évaluation ponctuelle et ne peut pas prendre en compte le cycle de vie plus large du produit, de l'émetteur ou du service, et (iii) ne peut pas prendre en compte les impacts ESG négatifs potentiels découlant de ou liés au produit, à l'émetteur ou au service.

Les investissements dans les obligations sont exposés aux risques liés aux titres de créance en général, notamment au risque de crédit, de liquidité, de taux, de remboursement anticipé ou de prorogation. Les prix des obligations évoluent à l'inverse des taux d'intérêt. Par conséquent, une hausse générale des taux d'intérêt peut entraîner la baisse du cours de l'obligation. La valeur des titres à taux d'intérêt variable et flottant est généralement moins sensible aux variations de taux d'intérêt que les titres à taux fixe. La valeur des titres à taux variable et flottant peut diminuer si les taux d'intérêt n'évoluent pas comme prévu. À l'inverse, la valeur des titres à taux variable et flottant n'augmentera généralement pas si les taux d'intérêt du marché baissent. Le risque de crédit est le risque de défaut de paiement des intérêts et de remboursement du capital par l'émetteur. Le risque de crédit est plus élevé lorsque l'on investit dans des obligations à haut rendement, également connues sous le nom d'obligations spéculatives (« junk bonds »). Le risque de remboursement anticipé désigne le risque que l'émetteur d'un titre rembourse le principal plus rapidement qu'initialement prévu. Le risque de prorogation est le risque que l'émetteur d'un titre rembourse le principal plus lentement que prévu. La valeur de tous les investissements obligataires peut être inférieure à leur coût initial au moment du rachat ou à l'échéance.

Les investissements en infrastructures sont sensibles à plusieurs

facteurs qui peuvent avoir un impact négatif sur leurs activités ou leurs opérations, notamment la conformité réglementaire, l'augmentation des coûts d'intérêt liés aux dépenses d'investissement, les contraintes gouvernementales qui ont un impact sur les projets financés par des fonds publics, les effets de la conjoncture économique globale, la concurrence accrue, les coûts des matières premières, les politiques énergétiques, les lois fiscales ou les politiques comptables défavorables et l'endettement élevé.

Les titres internationaux peuvent être plus volatils et moins liquides et sont soumis aux risques d'une évolution économique ou politique défavorable. Les titres internationaux

sont soumis à un risque de perte plus élevé en raison, notamment, des éléments suivants : réglementations inadéquates, marchés boursiers volatils, taux de change défavorables, évolutions sociales, politiques, militaires, réglementaires, économiques ou environnementales, ou catastrophes naturelles.

Un investissement dans **la dette privée et le private equity** ne convient pas à tous les investisseurs. Avant d'investir, les investisseurs doivent vérifier attentivement les investissements potentiels, les risques, les frais et les dépenses liées au private equity. Il s'agit en effet d'instruments spéculatifs et très peu liquides, comportant un degré élevé de risque. Ils sont assortis de frais et de dépenses élevés susceptibles de réduire les performances et sont sujets à l'éventualité d'une perte partielle ou totale de capital. Ils sont donc destinés à des investisseurs de long terme expérimentés et avisés, capables de tolérer ce type de risques.

Les investissements en private equity et en dette privée sont spéculatifs, très peu liquides, et comportent un degré élevé de risque, ainsi que des commissions et des frais importants qui peuvent réduire les performances. Ils sont en outre exposés à d'éventuelles pertes partielles ou totales du capital du fonds. Ils sont donc destinés à des investisseurs de long terme expérimentés et avertis qui peuvent accepter de tels risques.

L'utilisation de produits dérivés peut entraîner des pertes et présenter des risques supplémentaires et plus élevés que ceux des investissements directs dans des titres, des devises ou d'autres instruments. Ces produits peuvent également être moins liquides, volatils, difficiles à évaluer et soumis à un effet de levier, de sorte que de légères variations de la valeur des instruments sous-jacents peuvent entraîner des pertes disproportionnées.

Les fonds indiciels cotés (ETF) sont exposés à des risques comparables à ceux auxquels sont exposées les actions. Les performances des investissements peuvent fluctuer et sont soumises à la volatilité du marché, de sorte que les actions d'un investisseur, lorsqu'elles sont rachetées, ou vendues, peuvent valoir plus ou moins que leur prix d'origine. Les ETF peuvent produire des résultats d'investissement qui, avant frais, correspondent généralement au prix et au rendement d'un indice particulier. Rien ne garantit que le prix et la performance de l'indice puissent être égaux.

Les stratégies alternatives impliquent souvent le recours à l'effet de levier financier ou à d'autres pratiques d'investissement spéculatives et présentant un degré de risque élevé. Ces pratiques peuvent accroître la volatilité des performances et le risque de perte sur investissement, y compris la totalité du montant investi. **Le risque lié au gérant** comprend les risques existants au sein de l'organisation du gérant, du processus d'investissement ou des systèmes et infrastructures d'appui. Il existe également des risques éventuels au niveau du fonds, découlant de la façon dont il est construit et géré par le gérant. **Les investissements obligataires** comportent un risque de taux d'intérêt. Une hausse des taux d'intérêt se traduit généralement par une baisse

des prix des obligations. **L'effet de levier financier** augmente la sensibilité d'un fonds aux fluctuations du marché. Les fonds recourant à l'effet de levier financier peuvent présenter davantage de volatilité que ceux qui n'y ont pas recours. Ainsi, si la valeur de marché des titres acquis par un fonds baisse, la valeur des parts du fonds baissera encore plus. Les stratégies alternatives peuvent parfois prendre des positions importantes sur des produits dérivés négociés de gré à gré (OTC), ce qui les expose au risque de **non-respect** des contrats financiers passés avec des contreparties. Les stratégies alternatives peuvent investir dans des actifs illiquides ou dont la liquidité pourrait diminuer en fonction de l'évolution des marchés. Un fonds peut parfois être dans l'incapacité de céder certains de ses **investissements illiquides** sans consentir à une baisse de prix substantielle, voire ne puisse pas du tout les céder. Il est possible que les **valorisations** retenues pour évaluer des investissements de stratégies alternatives diffèrent de celles retenues par d'autres investisseurs pour évaluer ces mêmes investissements. Ce qui précède n'est pas une liste exhaustive de tous les risques possibles. D'autres risques doivent être pris en compte avant de prendre une décision d'investissement.

Les hedge funds et autres fonds d'investissement privés (collectivement, les « Investissements alternatifs ») sont soumis à une réglementation moins stricte que d'autres types de véhicules d'investissement communs tels que les fonds communs de placement. Les Investissements alternatifs peuvent imposer des frais élevés, en particulier des frais variables reposant sur un pourcentage des gains réalisés et non réalisés, et les performances nettes d'un investisseur particulier peuvent différer sensiblement des performances réelles. Ces frais peuvent effacer la totalité ou une partie importante des bénéfices des Investissements Alternatifs. Les Investissements Alternatifs ne sont pas tenus de diffuser des informations périodiques sur leurs valorisations aux investisseurs. Les investisseurs peuvent avoir des droits limités concernant leurs investissements, y compris des droits de vote limités et une participation réduite à la gestion des investissements alternatifs.

Les Investissements Alternatifs impliquent souvent le recours à l'effet de levier ou à d'autres pratiques d'investissement spéculatives et présentant un degré de risque élevé. Ces pratiques peuvent accroître la volatilité des performances et le risque de perte sur investissement, y compris la perte de la totalité du montant investi. Il peut exister des conflits d'intérêts entre les Fonds d'investissement alternatifs et leurs prestataires de services, y compris Goldman Sachs et ses filiales. De même, les participations dans un Investissement Alternatif sont très illiquides et ne sont généralement pas transférables sans le consentement du sponsor. En outre, les lois applicables en matière de valeurs mobilières et de fiscalité limiteront les transferts.

Conflits d'intérêts

Il peut exister des conflits d'intérêts entre les Fonds d'investissement alternatifs et leurs prestataires de services, y compris Goldman Sachs et ses filiales. Ces activités et intérêts comprennent de multiples intérêts de conseil, transactionnels et autres intérêts sur des titres et des instruments financiers qui peuvent être achetés ou vendus par l'Investissement Alternatif. Les investisseurs doivent être conscients de ces considérations et des informations supplémentaires relatives à ces conflits sont présentées dans les documents d'offre de l'Investissement alternatif.

AVERTISSEMENT D'ORDRE GÉNÉRAL

La diversification ne protège pas les investisseurs des risques de marché et ne garantit en aucun cas un bénéfice.

Les références aux indices, aux indices de référence ou aux autres indicateurs de performances relatives des marchés pendant une période déterminée sont mentionnées à titre indicatif uniquement et ne sauraient en aucun cas suggérer que le portefeuille obtiendra des résultats comparables. La composition d'un indice ne reflète pas nécessairement la façon dont a été composé un portefeuille. Alors qu'un conseiller s'attache à construire un portefeuille traduisant

des caractéristiques de risque et de performances appropriées, les caractéristiques du portefeuille peuvent différer de celles de l'indice de référence.

Les prévisions économiques et de marché présentées ici reflètent une série d'hypothèses et d'opinions émises à la date de la présentation, et peuvent changer sans préavis. Ces prévisions ne prennent pas en compte les objectifs particuliers de chaque investissement, les restrictions, la situation fiscale et financière ou tout autre besoin d'un client donné. Les données réelles pourront être différentes et ne pas être reflétées par le présent document. Ces prévisions sont assorties d'un degré élevé d'incertitude qui pourrait avoir une influence sur les performances réelles. En conséquence, ces prévisions doivent être considérées comme une simple représentation d'un vaste champ de résultats possibles. Ces prévisions sont une estimation, basée sur des hypothèses, et peuvent faire l'objet de révisions importantes susceptibles de changer considérablement en fonction des fluctuations du contexte économique et du marché. Goldman Sachs n'est en aucun cas tenu de fournir des mises à jour ou d'apporter des modifications à ces prévisions. Les études de cas et les exemples sont donnés à titre d'exemple uniquement.

CE DOCUMENT NE CONSTITUE PAS UNE OFFRE OU UNE SOLlicitation DANS TOUT TERRITOIRE DANS LEQUEL IL SERAIT INTERDIT OU ILLICITE DE LE FAIRE OU À TOUTE PERSONNE À LAQUELLE IL SERAIT INTERDIT OU ILLICITE DE LE FAIRE.

Les investisseurs potentiels doivent se renseigner sur toutes les exigences légales applicables et les réglementations fiscales et de contrôle des changes dans les pays de leur nationalité, résidence ou domicile éventuellement pertinents.

Le présent document est fourni à titre indicatif uniquement ; il ne doit pas être considéré comme un conseil en matière d'investissement ou comme une offre ou sollicitation incitant à acheter ou à vendre des titres. Ce document ne doit pas être utilisé comme un guide général d'investissement, ou comme une source de recommandations de placements spécifiques, et ne fait aucune recommandation implicite ou expresse concernant la manière dont le compte d'un client doit être ou est géré, dans la mesure où les stratégies d'investissement appropriées dépendent des objectifs de placement du client.

Indices de référence

Les indices ne sont pas gérés. Les performances de l'indice tiennent compte du réinvestissement de tous les revenus ou dividendes, le cas échéant ; en revanche, les commissions et frais susceptibles de réduire les performances n'en sont pas déduits. Les investisseurs ne peuvent pas investir directement dans les indices.

Les indices mentionnés dans ce document ont été sélectionnés parce qu'ils sont bien connus et facilement reconnaissables par les investisseurs, et parce qu'ils correspondent aux indices que le gérant de portefeuille considère, en partie sur la base des pratiques du secteur, comme susceptibles de constituer une référence permettant d'évaluer l'investissement ou le marché global décrit dans ce document.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, qui sont susceptibles de varier. La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent seront amenés à fluctuer et pourront tout aussi bien diminuer qu'augmenter. Une perte du principal peut se produire.

Ces informations portent sur l'activité générale des marchés, les tendances du secteur ou du segment d'activité et sur les contextes économiques, politiques et le contexte de marché au sens élargi. Elles ne doivent pas être interprétées comme les résultats d'une recherche ou comme des conseils en matière d'investissement. Le présent document a été préparé par Goldman Sachs Asset Management. Il ne constitue pas une recherche financière et n'est pas un produit de Goldman Sachs Global Investment Research (GIR). Il n'a pas été préparé conformément aux dispositions légales en vigueur en termes d'objectivité des analyses financières et il n'est pas non plus soumis

à l'interdiction de trading suivant la publication de documents de recherche financière. Les points de vue et opinions exprimés peuvent différer de ceux de Goldman Sachs Global Investment Research ou des autres départements ou divisions de Goldman Sachs et de ses filiales. Les investisseurs sont invités à consulter leurs conseillers financiers avant d'acheter ou de vendre des titres. Ces informations ne sont pas forcément à jour et Goldman Sachs Asset Management n'a aucune obligation de fournir des mises à jour ou des rectificatifs.

Bien que certaines informations aient été obtenues de sources réputées fiables, nous ne garantissons pas leur exactitude, leur intégralité ou leur impartialité. Nous nous sommes fondés sur les informations disponibles provenant de sources publiques, en supposant, en l'absence de toute vérification indépendante, qu'elles étaient toutes exactes et complètes.

Les points de vue et les opinions exprimés sont fournis uniquement à titre d'information et ne constituent pas une recommandation d'achat, de vente ou de conservation de titres de la part de Goldman Sachs Asset Management. Les points de vue et opinions exprimés sont à jour à la date de cette présentation et sont sujets à modifications, ils ne doivent pas être interprétés comme des conseils en matière d'investissement.

Chaque équipe de gestion de portefeuille de Goldman Sachs Asset Management est susceptible d'avoir des points de vue et des opinions et/ou de prendre des décisions d'investissement qui, dans certains cas, ne correspondront pas forcément aux points de vue et opinions exprimés dans le présent document.

Toute référence à une entreprise ou un titre spécifique ne constitue pas une recommandation d'achat, de vente, de conservation ou d'investissement direct dans l'entreprise ou ses titres. Il serait erroné de supposer que des décisions d'investissement prises dans le futur seront rentables ou qu'elles donneront lieu à des performances équivalentes à celles des titres présentés dans ce document.

Ni MSCI ni toute autre partie participant ou liés à la collecte, au calcul ou à la création des données MSCI n'apporte de garantie ni ne fait de déclaration expresse ou implicite au sujet de ces informations (ou des résultats susceptibles d'être obtenus en les utilisant) et lesdites parties n'assument par la présente aucune garantie quant à leur originalité, exactitude, exhaustivité, qualité marchande et adéquation à un objectif spécifique au sujet de ces informations. Sans préjudice de ce qui précède, en aucun cas MSCI, ses sociétés affiliées ou toute autre partie tiers participant ou liés à la collecte, au calcul ou à la création des données ne peuvent être tenus responsables de dommages directs, indirects, punitifs, consécutifs ou autre (notamment tout manque à gagner) même si elle a été avisée de la possibilité de tels dommages. Aucune autre distribution ou diffusion des données MSCI n'est autorisée sans l'accord écrit exprès de MSCI.

Risque de perte en capital.

Rien ne garantit que les objectifs soient atteints.

Ce document est fourni uniquement à titre indicatif. Ce document n'a pas été et ne sera pas enregistré, examiné ou approuvé par votre régulateur local. Ce document ne constitue pas une offre ou une sollicitation dans toute juridiction ou à toute personne. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devez consulter un conseiller financier agréé.

États-Unis : Aux États-Unis, ce document est proposé et approuvé par Goldman Sachs Asset Management, L.P., qui est un conseiller en investissement enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission.

Royaume-Uni : Au Royaume-Uni, le présent document constitue un élément de promotion financière ; il a été approuvé par Goldman Sachs Asset Management International, qui est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority.

Espace économique européen (EEE) : Cette communication à caractère commercial est diffusée par Goldman Sachs Asset

Management B.V., y compris par l'intermédiaire de ses succursales (« GSAM BV »). GSAM BV est agréée et réglementée par l'Autorité néerlandaise des marchés financiers (Autoriteit Financiële Markten, Vijzelgracht 50, 1017 HS Amsterdam, Pays-Bas) en tant que gérant de fonds d'investissement alternatifs (« AIFM ») et gérant d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (« OPCVM »). En vertu de son agrément en tant que gérant de fonds d'investissement alternatifs, le gérant est autorisé à fournir les services d'investissement suivants : (i) réception et transmission d'ordres portant sur des instruments financiers ; (ii) gestion de portefeuille ; et (iii) conseil en investissement. En vertu de sa licence de gérant d'OPCVM, la société de gestion est autorisée à fournir les services d'investissement (i) de gestion de portefeuille et (ii) de conseil en investissement. Des informations sur les droits des investisseurs et les mécanismes de recours collectif sont disponibles sur le site www.gsam.com/responsible-investing (section Politiques et gouvernance). Risque de perte en capital. Toute réclamation découlant des termes et conditions de la présente clause de non-responsabilité ou en rapport avec ceux-ci est régie par le droit néerlandais.

Dans l'Union européenne, ce document a été approuvé par Goldman Sachs Asset Management Funds Services Limited, qui est réglementé par la Banque centrale d'Irlande, ou par Goldman Sachs Asset Management B.V, qui est réglementé par l'Autorité néerlandaise des marchés financiers (AFM).

Suisse : Réservé aux investisseurs qualifiés uniquement. Document non destiné au grand public. Communication à caractère commercial. Ce document vous est fourni par Goldman Sachs Asset Management Schweiz GmbH. Toute relation contractuelle future sera conclue avec des filiales de Goldman Sachs Asset Management Schweiz GmbH domiciliées hors de Suisse. Nous tenons à vous rappeler que les systèmes juridiques et réglementaires étrangers (c.-à-d. non suisses) ne fourniront pas obligatoirement le même niveau de protection en termes de confidentialité client et de protection des données que celui garanti par le droit suisse.

Asie hors Japon : Veuillez noter que ni Goldman Sachs Asset Management (Hong Kong) Limited (« GSAMHK ») ni Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. (numéro d'entreprise 201329851H) (« GSAMS ») ni aucune des entités intervenant dans le cadre des activités de Goldman Sachs Asset Management qui fournit ce matériel et ces informations ne possède de licence, d'autorisation ou d'enregistrement en Asie (sauf au Japon), sauf s'il exerce des activités (soumises aux réglementations locales en vigueur) dans et à partir des pays et territoires suivants : Hong Kong, Singapour, Inde et Chine. Ce document a été publié pour être utilisé à Hong Kong ou à partir de Hong Kong par Goldman Sachs Asset Management (Hong Kong) Limited, ou Singapour ou à partir de Singapour, par Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. (numéro d'entreprise : 201329851H).

Australie : Ce document est distribué par Goldman Sachs Asset Management Australia Pty Ltd ABN 41 006 099 681, AFSL 228948 (« GSAMA ») et est destiné à être consulté uniquement par des clients de gros (« wholesale ») aux fins de la section 761G de la Corporations Act 2001 (Cth). En Australie, ce document ne doit pas être distribué à la clientèle des particuliers [au sens donné à ce terme dans la Corporations Act 2001 (Cth)] ni au grand public. Ce document ne peut être reproduit ou distribué à quiconque sans le consentement préalable de GSAMA. Si le présent document contenait une déclaration pouvant être considérée comme un conseil en produits financiers en Australie au regard du Corporations Act 2001 (Cth), ce conseil serait destiné au seul destinataire du présent document, à savoir un client de gros au sens du Corporations Act 2001 (Cth). Tout conseil fourni dans ce document provient de l'une ou l'autre des entités suivantes. Elles sont exemptées de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne en vertu de la loi australienne sur les sociétés (Corporations Act) et ne détiennent donc aucune licence de services financiers australienne, et sont régies par les lois respectives

applicables à leurs juridictions, qui diffèrent des lois australiennes. Tout service financier fourni à quiconque par ces entités en distribuant ce document en Australie est fourni en vertu des ordonnances de classe ASIC et à l'instrument ASIC respectifs mentionnés ci-dessous.

- Goldman Sachs Asset Management, LP (GSAML), Goldman Sachs Co. LLC (GSCo), conformément à l'ASIC Class Order 03/1100 ; réglementé par la US Securities and Exchange Commission en vertu des lois américaines.
- Goldman Sachs Asset Management International (GSAMI), Goldman Sachs International (GSI), conformément à l'Ordonnance sur les classes ASIC 03/1099 ; réglementée par la Financial Conduct Authority ; GSI est également agréée par la Prudential Regulation Authority, et les deux entités sont régies par les lois du Royaume-Uni.
- Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. (GSAMS), conformément à l'ASIC Class Order 03/1102 ; réglementé par l'Autorité monétaire de Singapour en vertu des lois singapouriennes.
- Goldman Sachs Asset Management (Hong Kong) Limited (GSAMHK), conformément à l'Ordonnance de classe ASIC 03/1103 et Goldman Sachs (Asia) LLC (GSALLC), conformément à l'Instrument ASIC 04/0250 ; réglementées par la Securities and Futures Commission de Hong Kong en vertu des lois de Hong Kong.

Aucune offre pour obtenir de quelconques intérêts dans un fonds de placement ou un produit financier ne vous est faite dans ce document. Si des intérêts ou des produits financiers deviennent disponibles dans le futur, l'offre pourrait être préparée par GSAMA conformément à la section 911A(2)(b) de la Corporations Act (Loi sur les sociétés). GSAMA est titulaire de la licence australienne de prestation de services financiers no 228948. Toute offre ne sera faite que dans des circonstances où la divulgation n'est pas requise en vertu de la section 6D.2 du Corporations Act ou une déclaration de divulgation du produit n'est pas requise en vertu de la section 7.9 du Corporations Act (selon le cas).

RÉSERVÉ AUX INSTITUTIONS FINANCIÈRES, AUX TITULAIRES DE LICENCES DE SERVICES FINANCIERS ET À LEURS CONSEILLERS. NE PEUT ÊTRE DIFFUSÉ À DES CLIENTS PARTICULIERS NI AU GRAND PUBLIC.

Canada : Cette présentation a été communiquée au Canada par GSAM LP, qui est inscrit à titre de gérant de portefeuille en vertu des lois sur les valeurs mobilières en vigueur dans toutes les provinces du Canada et en tant qu'opérateur sur matières premières en vertu de la loi sur les contrats à terme sur les matières premières de l'Ontario et en tant que conseiller en produits dérivés en vertu de la loi sur les produits dérivés du Québec. GSAM LP n'est pas habilité à fournir des conseils en investissement ou des services de gestion de portefeuille pour les contrats à terme ou contrats d'options négociés en bourse au Manitoba et ne propose pas de fournir de tels conseils ou de tels services en publiant le présent document.

Japon : Le présent document a été publié ou approuvé au Japon, en vue de son utilisation par les investisseurs professionnels tels que définis à l'article 2, alinéa 31, de la loi Financial Instruments and Exchange Law (« FIEL »). En outre, toute description des stratégies d'investissement dans les organismes de placement collectif en vertu de l'article 2, alinéa (2), point 5 ou point 6 de la loi FIEL n'a été approuvée que pour les investisseurs institutionnels qualifiés définis à l'article 10 de l'ordonnance du Cabinet Office sur les définitions en vertu de l'article 2 de la loi FIEL.

Hong Kong : Ce document a été publié ou a reçu une approbation pour être utilisé à Hong Kong ou à partir de Hong Kong par Goldman Sachs Asset Management (Hong Kong) Limited.

Singapour : Ce document a été publié ou approuvé pour être utilisé à Singapour ou à partir de Singapour par Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. (numéro d'entreprise : 201329851H).

Koweït : DOCUMENT DESTINÉ EXCLUSIVEMENT À CERTAINS TYPES DE CLIENTÈLES – NE PEUT ÊTRE DISTRIBUÉ PAR AILLEURS Ce document n'a pas été approuvé en vue d'être distribué dans l'État du Koweït par le ministère du commerce et de l'industrie, la Banque centrale du Koweït ou tout autre organisme gouvernemental koweïtien compétent. Sa distribution est donc limitée conformément à la loi n° 31 de 1990 et à la loi n° 7 de 2010, telle que modifiée. Aucune offre privée ou publique de titres n'est faite dans l'État du Koweït, et aucun accord relatif à la vente de titres ne sera conclu dans l'État du Koweït. Aucune activité de commercialisation, de sollicitation ou d'incitation ne peut être utilisée pour proposer ou commercialiser des valeurs mobilières dans l'État du Koweït.

Qatar : DOCUMENT DESTINÉ EXCLUSIVEMENT À CERTAINS TYPES DE CLIENTÈLES – NE PEUT ÊTRE DISTRIBUÉ PAR AILLEURS Ce document n'a pas été, et ne sera pas, enregistré auprès de l'Autorité des marchés financiers du Qatar, de l'Autorité de régulation du centre financier du Qatar ou de la Banque centrale du Qatar ni examiné ou approuvé par elles, et ne peut être rendu public. Il n'est pas destiné à être diffusé au grand public au Qatar et ne peut être reproduit ou utilisé à d'autres fins.

Arabie Saoudite : DOCUMENT DESTINÉ EXCLUSIVEMENT À CERTAINS TYPES DE CLIENTÈLES – NE PEUT ÊTRE DISTRIBUÉ PAR AILLEURS L'Autorité des marchés de capitaux ne fournit aucune garantie quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité du présent document et décline expressément toute responsabilité en cas de perte découlant d'une quelconque partie du présent document ou encourue sur la base de celui-ci. Si vous ne comprenez pas le contenu de ce document, vous devez consulter un conseiller financier agréé.

Ces documents vous sont présentés par Goldman Sachs Saudi Arabia Company (« GSSA »). GSSA est agréée et réglementée par l'Autorité des marchés de capitaux (la « CMA ») du Royaume d'Arabie Saoudite. GSSA est soumis aux réglementations et directives applicables de la CMA, dont les détails peuvent être consultés sur le site internet de la CMA à l'adresse www.cma.org.sa.

La CMA ne fournit aucune garantie quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité du présent document et décline expressément toute responsabilité en cas de perte découlant d'une quelconque partie du présent document ou encourue sur la base de celui-ci. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devez consulter un conseiller financier agréé.

Émirats arabes unis : DOCUMENT DESTINÉ EXCLUSIVEMENT À CERTAINS TYPES DE CLIENTÈLES – NE PEUT ÊTRE DISTRIBUÉ PAR AILLEURS Le présent document n'a été ni approuvé par ni déposé auprès de la Banque centrale des Émirats arabes unis ni par l'autorité responsable des titres financiers et des matières premières. Si vous ne comprenez pas le contenu de ce document, veuillez consulter un conseiller financier.

France : POUR USAGE PROFESSIONNEL UNIQUEMENT (AU SENS DE LA DIRECTIVE MIF) - NE PAS DISTRIBUER AU GRAND PUBLIC. CE DOCUMENT EST FOURNI UNIQUEMENT À DES FINS D'INFORMATION SPÉCIFIQUES AFIN DE PERMETTRE AU DESTINATAIRE D'APPRÉCIER LES CARACTÉRISTIQUES FINANCIÈRES DE L'INSTRUMENT OU DES INSTRUMENTS FINANCIERS CONCERNÉS CONFORMÉMENT À L'ARTICLE L. 533-13-1, I, 2° DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER FRANÇAIS. IL NE SAURAIT CONSTITUER UN DOCUMENT DE PROMOTION NI ÊTRE UTILISÉ À CET EFFET AUPRÈS D'INVESTISSEURS OU D'INVESTISSEURS POTENTIELS EN FRANCE.

Bahreïn : DOCUMENT DESTINÉ EXCLUSIVEMENT À CERTAINS TYPES DE CLIENTÈLES – NE PEUT ÊTRE DISTRIBUÉ PAR AILLEURS Ce document n'a pas été vérifié par la Banque centrale de Bahreïn (CBB) et cette dernière n'assume aucune responsabilité quant à l'exactitude des déclarations ou des informations qui y sont contenues, ni quant à la performance des titres ou des investissements associés. De plus, la CBB n'assume aucune responsabilité envers quiconque pour les dommages ou les pertes résultant de la confiance accordée aux déclarations ou

aux informations contenues dans le présent document. Ce document ne sera pas publié, transmis ou mis à la disposition du grand public.

Oman : DOCUMENT DESTINÉ EXCLUSIVEMENT À CERTAINS TYPES DE CLIENTÈLES – NE PEUT ÊTRE DISTRIBUÉ PAR AILLEURS Les informations contenues dans ce document ne constituent ni une offre publique de titres dans le Sultanat d'Oman telle que prévue par la loi sur les sociétés commerciales d'Oman (décret du Sultan 4/74) ou la loi sur le marché des capitaux d'Oman (décret du Sultan 80/98), ni une offre de vente, ni la sollicitation d'une offre d'achat de titres non omanais dans le Sultanat d'Oman telle que prévue par l'article 6 du règlement exécutif de la loi sur le marché des capitaux (publié en vertu de la décision ministérielle n°4/2001). L'Autorité des marchés de capitaux du Sultanat d'Oman (la « CMA ») n'est pas responsable de l'exactitude ou de la pertinence des informations fournies dans le présent document ni du caractère approprié ou non des titres mentionnés dans le présent document pour un investisseur potentiel. La CMA n'est pas non plus responsable de tout dommage ou perte résultant de la confiance accordée au présent document.

Égypte : DOCUMENT DESTINÉ EXCLUSIVEMENT À CERTAINS TYPES DE CLIENTÈLES – NE PEUT ÊTRE DISTRIBUÉ PAR AILLEURS Les titres mentionnés dans le présent document ne font pas l'objet d'une offre ou d'une vente au grand public en Égypte et ils n'ont pas été et ne seront pas enregistrés auprès de l'Autorité nationale égyptienne de surveillance financière et ne peuvent être offerts ou vendus au grand public en Égypte. Aucune offre, vente ou livraison de titres, ni aucune distribution de prospectus s'y rapportant, ne peut être effectuée en Égypte ou à partir de ce pays, sauf en conformité avec les lois et réglementations égyptiennes applicables.

Afrique du Sud : Goldman Sachs Asset Management International est agréée par le Financial Services Board d'Afrique du Sud en tant que prestataire de services financiers.

Israël : DOCUMENT DESTINÉ EXCLUSIVEMENT À CERTAINS TYPES DE CLIENTÈLES – NE PEUT ÊTRE DISTRIBUÉ PAR AILLEURS Ce document n'a pas été et ne sera pas enregistré, examiné ou approuvé par l'Israel Securities Authority (« ISA »). Ce document n'est pas destiné à la circulation générale en Israël et ne peut être reproduit ou utilisé à aucune autre fin. Goldman Sachs Asset Management International n'est pas autorisée à fournir des services de conseil en investissement ou de gestion en Israël.

Timor oriental : À noter : Les informations ci-jointes vous ont été communiquées à votre demande uniquement à titre indicatif et ne constituent pas une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments ou de titres (y compris de fonds) ou de la fourniture de services. Ni Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. ni l'une quelconque de ses sociétés affiliées n'est agréé aux termes des lois ou réglementations du Timor-Leste. Ces informations vous ont été communiquées uniquement pour vos propres besoins et ne peuvent être copiées ou transmises à une quelconque personne ou institution sans l'accord préalable de Goldman Sachs Asset Management.

Vietnam : À noter : Les informations ci-jointes vous ont été communiquées à votre demande, uniquement à titre indicatif. Le présent document ne constitue pas des conseils à l'intention de qui que ce soit et ses auteurs ne fournissent aucun conseil. Le présent document ne constitue pas une offre de titres ou de services à l'intention de qui que ce soit et ne doit pas être interprété comme tel. Ni Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. ni l'une quelconque de ses sociétés affiliées n'est agréé comme courtier aux termes de la législation vietnamienne. Ces informations vous ont été communiquées uniquement pour vos propres besoins et ne doivent pas être copiées ou transmises à qui que ce soit sans l'accord préalable de Goldman Sachs Asset Management.

Cambodge : À noter : Les informations jointes vous ont été communiquées à votre demande uniquement à titre indicatif et ne constituent pas une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments ou de titres (y compris de fonds) ou de la fourniture

de services. Ni Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. ni l'une quelconque de ses sociétés affiliées n'est agréé comme courtier ou comme conseiller en investissements par la Commission cambodgienne des valeurs mobilières et des marchés financiers (Securities and Exchange Commission). Ces informations vous ont été communiquées uniquement pour vos propres besoins et ne doivent pas être copiées ou transmises à qui que ce soit sans l'accord préalable de Goldman Sachs Asset Management.

CONFIDENTIALITÉ

Il est interdit de (i) copier, photocopier ou reproduire sous quelque forme ou par quelque moyen que ce soit, ou de (ii) distribuer à toute personne qui ne serait pas un salarié, un dirigeant, un administrateur ou un mandataire autorisé du destinataire, tout ou partie de ce document sans le consentement écrit préalable de Goldman Sachs Asset Management.

© 2025 Goldman Sachs. Tous droits réservés.

Date de première utilisation : 18 novembre 2025. 471602-OTU-2408123.

En combinant investissements traditionnels et alternatifs, Goldman Sachs Asset Management propose à ses clients à travers le monde de nouer un partenariat exclusif qui privilégie la performance de long terme.

En tant que principale division de Goldman Sachs dédiée à la gestion d'actifs, Goldman Sachs Asset Management fournit des services d'investissement et de conseil aux principales institutions, aux conseillers financiers et aux particuliers du monde entier, tant sur les marchés cotés que privés. Animés par la volonté de nouer un partenariat avec nos clients et de réussir collectivement dans la durée, nous focalisons nos efforts sur la performance à long terme en nous appuyant sur un réseau d'envergure mondiale et une expertise approfondie des secteurs et des marchés.

Goldman Sachs Asset Management occupe une place de premier plan dans la gestion des obligations, des liquidités, des actions, des stratégies alternatives et des solutions multi-actifs. Au 30 septembre 2025, Goldman Sachs assurait la supervision de plus de 3 milliards de dollars d'actifs.

am.gs.com



Plus d'informations sur am.gs.com

© 2025 Goldman Sachs. Tous droits réservés.