UN NOUVEAU MOIS SUR LES MARCHÉS

La lettre mensuelle des marchés d'Apicil AM

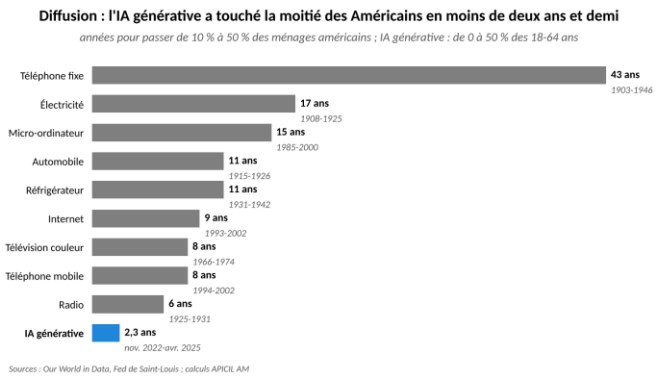
APICIL ASSET MANAGEMENT

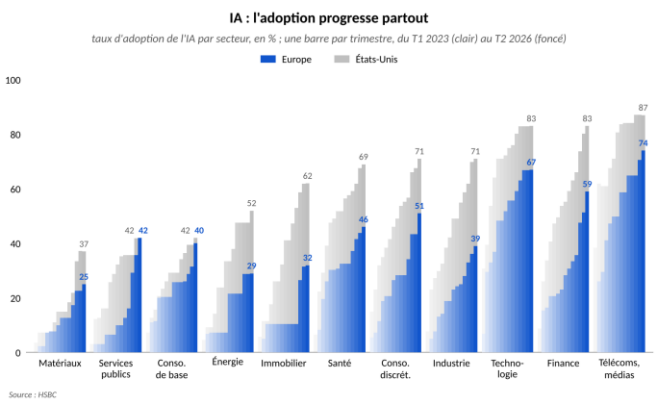
Novembre 2026

LES FAITS MARQUANTS DU MOIS

- **Sous des indices stables, la tech décroche et le marché se rééquilibre.**
- **Vague bleue aux midterms, l'IA s'invite dans les urnes.**
- **Les emprunts d'État redeviennent une valeur refuge, sauf en France.**
- **Le baril se détend, macro et micro tiennent bon.**

LE GRAPHIQUE DU MOIS





Sources : Apicil AM, Bloomberg au 30/10/2026

Malgré les doutes sur sa rentabilité, **l'IA générative se diffuse à une vitesse inédite**. Il lui a fallu deux ans et demi pour toucher la moitié des Américains, contre 8 ans pour le téléphone mobile, 9 pour Internet et 15 pour le micro-ordinateur.

Cette rapidité tient à une **infrastructure déjà en place et à une grande facilité d'utilisation**.

Les entreprises suivent. Selon HSBC, **l'adoption progresse dans les onze secteurs depuis 2023**. L'Europe accélère avec un temps de retard, l'écart restant marqué dans l'industrie, la santé ou l'immobilier.

Le **chantier d'investissement est déjà historique**. L'investissement informatique atteint 5,1 % du PIB américain et a **fourni 41 % de la croissance au premier semestre**. Sur 2025-2032, le déploiement de l'IA coûterait 3,6 % du PIB par an, plus que les chemins de fer (2,2 %) et plus de trois fois le boom des télécoms.

Comme lors des précédentes révolutions technologiques, les gains de productivité et de marges restent devant nous.

APICIL ASSET MANAGEMENT - S.A. au capital de 8 058 100 euros - RCS : Paris 343 104 949 - Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP98038 le 11 septembre 1998. Siège social : 20 rue de la Baume CS 10020 - 75383 Paris Cedex 08 - ☎ 01 55 31 24 00

UN NOUVEAU MOIS SUR LES MARCHÉS

La lettre mensuelle des marchés d'Apicil AM

Novembre 2026

Vague bleue, ciel plus clair

Octobre aura été un mois de rotation plus que de rupture. **Sous des indices globalement stables** (Stoxx 600 +1,4 %, S&P 500 −0,9 %), **la dispersion a été forte**. **La technologie a traversé une nouvelle zone de turbulence**, le Nasdaq reculant de 6,7 % et les semi-conducteurs de 15,4 %, tandis que les émergents cèdent 8,1 %, plombés également par le Brésil. Les investisseurs se sont **tournés vers l'énergie et les valeurs défensives** (consommation de base, santé, services aux collectivités), des deux côtés de l'Atlantique. **Le crédit a bien résisté**, avec un univers Investment Grade stable (+3 points de base) et un écartement contenu du Haut Rendement européen (+25 points de base). Le marché s'est couvert sans paniquer, **un comportement plutôt sain avant des échéances chargées.**

Le doute porte sur la rentabilité de l'IA. Les investissements des cinq hyperscalers progressent à un rythme exponentiel quand leurs **flux de trésorerie disponibles fondent jusqu'à devenir négatifs**, et le financement change de nature, Meta annonçant jusqu'à 95 Md$ d'augmentation de capital. **La demande, elle, ne faiblit pas**. Les exportations coréennes de semi-conducteurs ont bondi de 262 % en glissement annuel en septembre, le prix des puces mémoire de référence a quintuplé et les carnets de commandes des fournisseurs de puces sont remplis. **L'introduction en Bourse d'Anthropic**, attendue en novembre, **fera office de test**, ses ventes diront si les promesses de l'IA suffisent à rentabiliser les capitaux engagés. Ce sont surtout les professionnels qui ont vendu, quand les particuliers ont acheté la baisse. **Le positionnement est revenu à la neutralité** et les rachats d'actions reprennent depuis la mi-octobre.

Les emprunts d'État ont retrouvé leur **rôle de valeur refuge**. Les taux ont reculé sur l'ensemble des courbes, surtout sur les maturités longues, signe d'une **recherche de sécurité** plus que d'un changement de cap des banques centrales. **La France fait exception**. Après les émeutes du 17 octobre, l'OAT a franchi les 5 %, une première depuis 2002, et l'écart avec le Bund a atteint 176 points de base, un sommet depuis 2011. **La vente est venue des fonds spéculatifs plutôt que des investisseurs de long terme**, les adjudications restant couvertes plus de deux fois. Le maintien de la note par Moody's et des manifestations plus calmes qu'attendu ont depuis apporté un répit. Le **budget 2027 reste dans l'impasse**, et une loi spéciale suivie d'un 49.3 début 2027 paraît le plus probable (une ordonnance n'est pas exclue). Nous jugeons **la dette française soutenable et le risque de défaut faible,** mais la prime de risque ne devrait pas se détendre durablement avant la présidentielle.

Outre-Atlantique, les élections de mi-mandat du 3 novembre ont tourné à la **déroute pour les républicains**, l'une des plus nettes de l'histoire récente. Les démocrates reprennent les **deux chambres du Congrès** et s'imposent jusque dans des bastions conservateurs (Kansas, Iowa, Ohio, Caroline du Sud). L'IA s'est invitée dans la campagne. **La flambée des factures d'électricité liée aux datacenters a nourri un rejet** qui s'est exprimé dans les urnes. Le Texas symbolise ce basculement. L'État concentre environ un quart des capacités prévues aux États-Unis d'ici 2030, et sa nouvelle gouverneure démocrate, G. Hinojosa, promet un moratoire sur les nouvelles constructions. Plus qu'un coup d'arrêt, le risque est celui de retards et de surcoûts, **un point de vigilance pour les valeurs liées aux datacenters.** D. Trump garde la main sur les **droits de douane,** la **politique étrangère** et son **droit de veto**, mais son agenda budgétaire dépend désormais du Congrès. **Le risque de shutdown augmente**, les nominations (Fed, Cour suprême) devront être plus consensuelles et les enquêtes parlementaires vont se multiplier. Les marchés ont **salué la levée de l'incertitude** et progressé au lendemain du scrutin, conformément à l'histoire.

Le vote rebat aussi les cartes au Moyen-Orient, J.D. Vance imputant lui-même la défaite républicaine à la guerre. En octobre, malgré des exportations du Golfe revenues à 90 % de leur niveau d'avant-guerre, le Brent était resté sur ses plus hauts, avec un record de 28 attaques. **Les signaux diplomatiques se sont depuis multipliés**, et la victoire démocrate, assortie d'une **volonté de mettre rapidement fin au conflit**, a accéléré la détente. Le baril est revenu autour de 95 $, un soulagement pour l'inflation. Un accord n'est pas acquis, mais le marché nous semble capable de digérer de nouvelles tensions tant que le détroit reste franchissable.

L'activité résiste, mais devrait ralentir. L'économie américaine a connu **au troisième trimestre sa plus forte croissance depuis un an**, portée par une **consommation résiliente** et un **investissement qui s'élargit au-delà de l'informatique**. La zone euro a progressé **deux fois plus vite qu'attendu**, malgré le choc énergétique et un été marqué par la sécheresse. La suite s'annonce **plus modeste des deux côtés de l'Atlantique**. Des conditions de financement plus restrictives et l'érosion du pouvoir d'achat, auxquelles s'ajoute aux États-Unis l'atténuation d'un soutien budgétaire exceptionnel, devraient **modérer progressivement la croissance**. Les banques centrales gardent une certaine fermeté face à une inflation tirée par l'énergie, mais **leur travail touche à sa fin**. Sans effets de second tour et avec des effets de base favorables dès mars 2027, l'inflation devrait revenir vers 2 % fin 2027.

APICIL ASSET MANAGEMENT

APICIL ASSET MANAGEMENT - S.A. au capital de 8 058 100 euros - RCS : Paris 343 104 949 - Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP98038 le 11 septembre 1998. Siège social : 20 rue de la Baume CS 10020 - 75383 Paris Cedex 08 - ☎ 01 55 31 24 00.

LA LETTRE MENSUELLE D'APICIL ASSET MANAGEMENT

Positionnement et performances des marchés

Novembre 2026

NOTRE ALLOCATION

CLASSE D'ACTIFS		GRILLE D'ALLOCATION APICIL AM			
		PONDÉRATIONS TACTIQUES sur 1 mois	RÉVISION vs Octobre 2026	PONDÉRATIONS STRATÉGIQUES sur 6 mois	RÉVISION vs Octobre 2026
Actions	**Exposition actions**	+	↑	+	Inchangé
	S&P 500	+	↑	+	Inchangé
	Euro Stoxx 50	+	↑	=	Inchangé
	Footsie 100	=	Inchangé	=	Inchangé
	Topix	=	Inchangé	=	Inchangé
	MSCI pays émergents	=	Inchangé	+	Inchangé
Obligations euro	**Exposition obligations euro**	+	Inchangé	+	Inchangé
	Obligations Core	+	Inchangé	+	Inchangé
	Obligations périphériques	=	Inchangé	=	Inchangé
	Indexées inflation	=	Inchangé	=	Inchangé
	Investment Grade	+	Inchangé	+	Inchangé
	High Yield	=	Inchangé	=	Inchangé
	Subordonnées financières	=	Inchangé	=	Inchangé
Matières premières	**Exposition matières premières**	=	↓	=	Inchangé
	Pétrole	−	↓	−	Inchangé
	Or	+	Inchangé	+	Inchangé
Devises	**Cash (Euro)**	=	Inchangé	=	Inchangé
	Dollar	=	Inchangé	−	Inchangé
	Livre sterling	=	Inchangé	=	Inchangé
	Yen	+	Inchangé	+	Inchangé

Sources : Bloomberg, APICIL AM au 06/11/2026

PERFORMANCES DES MARCHÉS

CLASSE D'ACTIFS	Performances Octobre	Performances 2026
Pétrole	17,8%	82,9%
Obligations long terme Etats-Unis	3,1%	-1,8%
Crédit Investment Grade Etats-Unis	2,4%	-2,1%
Obligations long terme Allemagne	2,2%	-0,9%
Inde (Nifty 50)	1,9%	-11,8%
Obligations long terme Espagne	1,6%	-1,4%
Obligations long terme Italie	1,1%	-3,4%
Crédit Investment Grade euro	1,1%	-0,8%
Crédit High Yield Etats-Unis	0,4%	0,3%
CAC 40	0,1%	0,7%
Obligations long terme France	-0,7%	-6,3%
Obligations émergentes (devises locales)	-0,7%	0,2%
Actions Etats-Unis (S&P 500)	-0,9%	11,8%
Crédit High Yield euro	-0,9%	-0,4%
Euro - Yen	-1,4%	-4,5%
Euro - Dollar	-1,5%	-5,0%
Euro Stoxx 50	-2,1%	8,0%
Euro - Livre sterling	-2,4%	-4,4%
Actions Japon (Topix)	-3,5%	18,8%
OR	-6,8%	-10,3%
Chine (CSI 300)	-8,5%	-13,9%
Brésil (Bovespa)	-9,9%	4,2%

Sources : Bloomberg, APICIL AM au 30/10/2026

APICIL ASSET MANAGEMENT

www.apicil-asset-management.com

LA LETTRE MENSUELLE D'APICIL ASSET MANAGEMENT

Les marchés Actions

Novembre 2026

Synthèse des performances marchés Actions

Le mois d'octobre a été marqué par un net renversement de tendance entre les marchés actions. Les places européennes ont progressé, tandis que les marchés américains et surtout asiatiques ont reculé, pénalisés par la correction des valeurs technologiques. La prolongation des tensions entre les États-Unis et l'Iran a maintenu les prix de l'énergie à des niveaux élevés et entretenu les pressions inflationnistes. Dans ce contexte, les investisseurs ont nettement réduit leur exposition aux actifs les plus risqués au profit des entreprises offrant une meilleure visibilité sur leurs résultats.

L'intelligence artificielle est restée au cœur des préoccupations, mais sous un angle nouveau. Après plusieurs mois d'enthousiasme, les interrogations se sont multipliées sur le financement des investissements massifs engagés dans ce domaine et sur leur rentabilité finale. Les publications décevantes de plusieurs géants technologiques américains ont accentué ces doutes. Le marché fait désormais la distinction entre la croissance de la demande liée à l'IA, qui reste forte, et la capacité des entreprises à rentabiliser les sommes considérables qu'elles y consacrent. Les semi-conducteurs, grands gagnants des mois précédents, ont fait l'objet de prises de bénéfices importantes. À l'inverse, les éditeurs de logiciels et les sociétés de services informatiques, jusqu'ici perçus comme menacés par ces technologies, ont fortement rebondi.
En Europe, ces arbitrages se sont traduits par une rotation sectorielle d'une ampleur rare au profit des secteurs défensifs, longtemps délaissés. La santé a signé la meilleure performance du mois, soutenue par des résultats cliniques et des relèvements de perspectives. L'agroalimentaire et la distribution ont également été recherchés, tandis que l'énergie a continué de bénéficier de la hausse des prix du pétrole et du gaz. Les banques ont en revanche été nettement pénalisées par les inquiétudes sur la situation politique et budgétaire française, aux côtés des ressources de base et de plusieurs valeurs industrielles. Les marchés de la zone euro, plus exposés au secteur bancaire, ont ainsi nettement sous-performé l'Europe élargie.

La saison des publications a été globalement solide, avec des résultats souvent supérieurs aux attentes et des prévisions de bénéfices revues à la hausse. Les réactions boursières sont pourtant restées extrêmement sévères : plusieurs sociétés ont été sanctionnées malgré des chiffres de bonne facture, dès lors qu'une prévision, une acquisition ou un indicateur suscitait la moindre interrogation. Les valorisations européennes se sont d'ailleurs contractées sur le mois, alors même que les perspectives bénéficiaires s'amélioraient.
Ce mois illustre la rapidité avec laquelle les préférences des investisseurs peuvent s'inverser. Les tendances qui avaient porté les marchés ont laissé place en quelques semaines à des secteurs jusqu'ici délaissés. Dans un environnement où l'écart se creuse entre l'évolution des fondamentaux et celle des valorisations, une approche fondée sur l'analyse des résultats, la visibilité des flux de trésorerie et la discipline de valorisation demeure essentielle pour saisir les opportunités créées par ces mouvements.

Classe d'actifs (en USD)	Performances octobre 2026	Performances 2026 YTD
Géographies		
MSCI World	-0,8%	9,8%
MSCI Europe (en EUR)	2,1%	9,6%
MSCI North America	-0,8%	10,6%
MSCI Asia Pacific	-6,1%	14,0%
Styles		
MSCI World Value	2,6%	16,0%
MSCI World Growth	-4,2%	3,7%
Capitalisations		
MSCI World Large	-1,2%	11,0%
MSCI World Mid	1,9%	10,0%
MSCI World Small	0,4%	12,7%
MSCI World Micro	-4,3%	5,5%
Secteurs (MSCI WORLD)		
Consumer Discretionary	3,0%	-4,9%
Consumer Staples	10,5%	12,2%
Energy	12,8%	51,2%
Financials	1,6%	5,8%
Health Care	9,8%	14,2%
Industrials	-1,3%	6,2%
Information Technology	-7,0%	19,8%
Materials	-0,9%	8,2%
Communication Services	-13,5%	-11,0%
Utilities	7,8%	4,3%

Source : Bloomberg / APICIL AM arrêté au 30/10/2026

Valeur à l'affiche

Genmab (+66,97 %) – 32,67 Milliard € de capitalisation :
Groupe biopharmaceutique danois spécialisé dans les anticorps thérapeutiques en oncologie, Genmab tire ses revenus des redevances sur Darzalex, co-développé avec Johnson & Johnson, et des ventes d'Epkinly. Il dispose également d'un pipeline propriétaire, renforcé par l'acquisition de Merus et de son anticorps bispécifique, le petosemtamab.
Le titre a progressé de 66,97 % en octobre, porté par trois résultats positifs d'essais de phase 3 publiés en l'espace de quelques jours. Epkinly a démontré une efficacité supérieure en première ligne du lymphome diffus à grandes cellules B, avec une réduction de 51 % du risque d'événement. Rina-S a ensuite amélioré à la fois la survie sans progression et la survie globale par rapport à la chimiothérapie dans le cancer de l'ovaire résistant au platine. Enfin, le petosemtamab a réduit de moitié le risque de décès dans les cancers de la tête et du cou. Ces données, jugées nettement supérieures aux attentes, ont conduit les analystes à relever fortement leurs probabilités de succès, leurs estimations de ventes et leurs objectifs de cours, et ont porté le titre à un plus haut historique.
L'enjeu central est la capacité du groupe à compenser l'expiration des brevets de Darzalex, attendue à partir de 2029. La validation de ses trois principaux actifs de relève renforce nettement la visibilité sur ce point. Après un tel parcours, l'exécution commerciale de ces lancements sera déterminante, alors que certains analystes jugent déjà la valorisation exigeante.

APICIL ASSET MANAGEMENT - S.A. au capital de 8 058 100 euros - RCS : Paris 343 104 949 - Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP98038 le 11 septembre 1998. Siège social : 20 rue de la Baume CS 10020 - 75383 Paris Cedex 08 - ☎ 01 55 31 24 00

LA LETTRE MENSUELLE D'APICIL ASSET MANAGEMENT

Les marchés de Taux & Crédit

Novembre 2026

Risque français : une détente toute relative

Le stress sur la dette française a atteint son paroxysme fin octobre avant de refluer, sans toutefois effacer la prime accumulée depuis la rentrée. Le 22 octobre, à la veille de la revue de Moody's dont la plupart des économistes attendaient une dégradation, l'OAT à dix ans a touché 5,13 % et l'écart avec l'Allemagne un plus large d'environ 175 pb en séance et 165 pb en clôture, un niveau inédit depuis la crise de la zone euro. Le maintien de la note Aa3, assorti d'une perspective négative, a pris le marché à contre-pied et enclenché la détente. Celle-ci s'est ensuite nourrie de facteurs extérieurs à la France : la pause des banques centrales fin octobre, la Fed comme la BCE laissant leurs taux inchangés, puis les élections de mi-mandat américaines qui, en donnant le Congrès aux démocrates, ont alimenté l'anticipation d'une modération budgétaire outre-Atlantique. Même le rejet unanime du budget 2027 en première lecture, le 4 novembre, n'a pas enrayé le mouvement, le texte poursuivant sa navette au Sénat. Cette détente généralisée des taux en euros depuis le début du mois de novembre tient essentiellement au recul des prix de l'énergie, qui dégonfle les anticipations d'inflation sans détente marquée des taux réels. Elle a d'ailleurs surtout profité à l'Allemagne : en France comme dans les pays périphériques, les taux réels ont certes cédé du terrain mais demeurent proches de leurs plus hauts, signe que le risque pays n'a pas encore réellement diminué.
Au final, l'OAT à dix ans est revenue vers 4,75 % et le spread autour de 145 pb, soit près de 30 pb de détente depuis le pic. Le mot « relatif » s'impose pourtant : le spread évolue encore quelque 65 pb au-dessus de son niveau de début septembre, le budget reste à adopter dans un calendrier serré, la perspective de Moody's demeure négative et l'échéance présidentielle de 2027 entretiendra une prime de risque politique durable. La détente ressemble donc davantage à un repositionnement après un excès de pessimisme qu'à un retournement de tendance, et nous conservons notre biais sélectif sur les signatures souveraines, avec une préférence pour les parties courtes et intermédiaires des courbes, la question d'une hausse des banques centrales en décembre restant ouverte.

Du côté du crédit, le mois aura confirmé le diagnostic de la lettre précédente : après l'écartement de septembre et de mi-octobre, les primes se sont progressivement resserrées, l'Investment Grade euro revenant vers ses niveaux d'avant le choc souverain français, l'écartement résiduel restant concentré sur les notations les plus faibles et certains secteurs comme l'immobilier, particulièrement en France. La période de publications qui s'ouvre sera scrutée pour y déceler les premiers effets de taux de refinancement et d'inflation appelés à rester plus hauts plus longtemps qu'anticipé au début de la guerre au Moyen-Orient. Pour le moment, les fondamentaux demeurent solides, sans accident notable sur l'Investment Grade ; les publications du High Yield sont plus mitigées, sans surprise pour un segment par nature hétérogène, où la qualité des émetteurs varie fortement au sein d'une même notation. Le marché primaire continue par ailleurs d'absorber des volumes conséquents, marqués par la venue de plusieurs hyperscalers sur le compartiment en euros. Nous restons donc positifs sur le crédit : malgré des primes comprimées, il permet de capter un portage attractif, sa cherté s'expliquant par des fondamentaux encore solides et des flux qui, bien que moins soutenus qu'en début d'année, restent favorables à la classe d'actifs. Nous demeurons toutefois sélectifs sur le High Yield, en privilégiant les signatures les mieux notées (BB).

Taux réel implicite de l'OAT 10 ans (taux nominal - point mort d'inflation, en %)



Sources : Bloomberg, APICIL AM au 09/11/2026

LES ENTREPRISES QUI FONT LA DIFFÉRENCE SUR LE MARCHÉ DU CRÉDIT

SoftBank : L'émission annoncée dans notre lettre précédente s'est concrétisée : le groupe a levé 11,1 milliards de dollars, réglés début octobre, soit la plus grande émission High Yield corporate de l'histoire, devant Numericable en 2014. L'opération, répartie en cinq tranches dont deux en euros, offre des coupons de 8,625 % à 9,75 % en dollars et a attiré plus de 30 milliards de dollars d'ordres, permettant un pricing en bas de fourchette. Les fonds financent la dernière tranche de l'engagement de 30 milliards dans OpenAI, portant l'investissement cumulé à 64,6 milliards pour environ 13 % du capital. Un test grandeur nature de l'appétit du marché pour le financement de l'IA, passé avec succès.

Verallia : Le verrier a publié le 27 octobre un chiffre d'affaires en recul de 2,1 % au troisième trimestre, dans un marché de l'emballage toujours atone, mais avec une rentabilité en ligne avec le premier semestre et des objectifs 2026 confirmés. Cette stabilité opérationnelle rassure après le passage de la note en catégorie High Yield au printemps, le groupe conservant par ailleurs un profil de liquidité confortable sans échéance de dette significative avant 2028. Le portage des souches BB+ nous semble bien rémunérer ce profil défensif.

Renault : Le constructeur a démontré le 29 octobre la résilience de son chiffre d'affaires, en hausse de 1,5 % à 11,6 milliards d'euros au troisième trimestre, porté par l'essor des ventes de véhicules électriques, et a confirmé ses perspectives financières 2026. Une publication sans fausse note qui conforte le retour de la signature en catégorie Investment Grade acté par S&P fin 2025, Moody's maintenant encore le groupe en High Yield. Nous restons constructifs sur ce profil de rising star, segment que nous privilégions dans notre allocation crédit.

APICIL ASSET MANAGEMENT - S.A. au capital de 8 058 100 euros - RCS : Paris 343 104 949 - Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP98038 le 11 septembre 1998. Siège social : 20 rue de la Baume CS 10020 - 75383 Paris Cedex 08 - ☎ 01 55 31 24 00

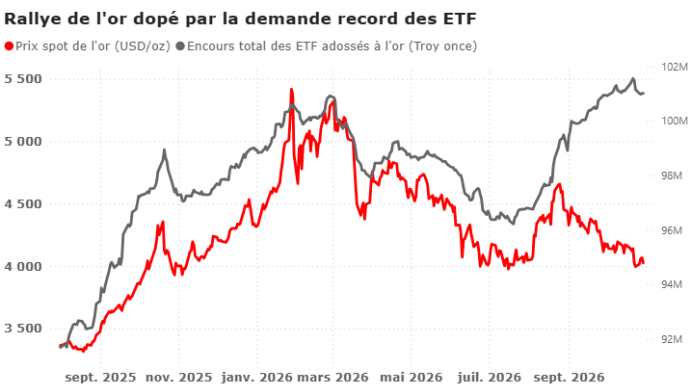
OR

Après -6,3 % en septembre, l'or recule encore d'environ 6,8 % en octobre, un deuxième mois de baisse consécutif. Il passe sous les 3 900 $ l'once le 30 octobre, son plus bas niveau depuis plus d'un an, après une première chute sous les 4 000 $ la semaine du 23.

La baisse s'explique surtout par la crainte de nouvelles hausses de taux de la Fed, alimentée par l'inflation et le pétrole. Le 7 octobre, les minutes de la Fed indiquent qu'une nouvelle hausse d'ici fin 2026 est jugée probable par la plupart de ses membres, et l'or recule de 1,3 %. Les taux américains et le dollar progressent également, avec un taux à 10 ans à 5,36 %, son plus haut niveau depuis 2002. Les chiffres de l'inflation restent élevés, le CPI atteint 3,7 % en septembre, contre 3,6 % attendus, puis le PCE monte à 3,6 % en octobre (+0,5 % sur le mois). Le 30 octobre, l'or passe sous les 3 900 $, pénalisé par la remontée des taux. Ne rapportant ni intérêt ni coupon, il devient moins attractif lorsque les placements rémunérés offrent de meilleurs rendements.

Les investisseurs ont commencé à prendre leurs bénéfices, notamment aux États-Unis. Les ETF sur l'or enregistrent 1,2 milliard de dollars de sorties nettes la semaine du 23 octobre, mettant fin à plus de trois mois d'entrées consécutives. Les flux restent toutefois positifs en Europe et en Asie, notamment au Royaume-Uni, en Allemagne, en Suisse et en Chine. Les banques centrales restent aussi un soutien important avec 61 tonnes nettes achetées en septembre, le plus haut niveau mensuel de 2026 selon le World Gold Council. La Chine en achète 23 tonnes, son plus gros achat en trois ans, et la Pologne 25 tonnes.

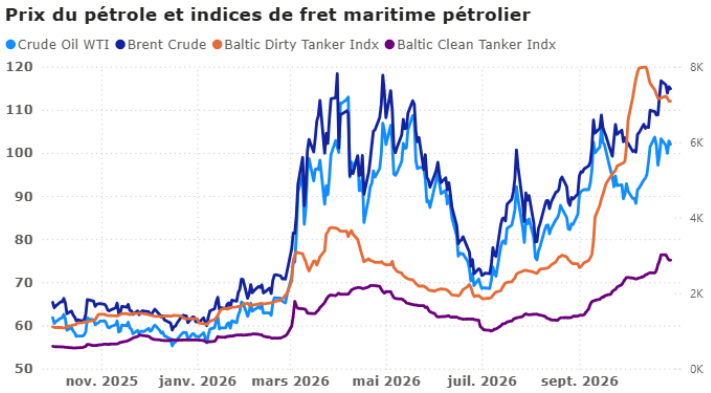
Début novembre, l'or rebondit au-dessus de 4 000 $, environ +3 % le 4 novembre, avec la baisse des taux longs et du pétrole. Nous restons positifs, le risque d'une hausse de taux en décembre et les ventes de fin de mois pèsent encore, mais les achats des banques centrales et des ETF européens et asiatiques limitent la baisse.



Sources : Apicil AM, Bloomberg au 29/10/2026

RECOMMANDATION OR
(1 MOIS + / 6 MOIS +)

PÉTROLE



Sources : Apicil AM, Bloomberg au 29/10/2026

Le pétrole a de nouveau fortement progressé en octobre avec +13,6 % pour le Brent et +15,2 % pour le WTI, un quatrième mois de hausse consécutif. Le Brent termine le mois à 118 $, son plus haut niveau depuis fin avril, et le WTI à 104 $.

Le conflit entre les États-Unis et l'Iran autour du détroit d'Ormuz reste le principal moteur de la hausse. Mais contrairement à septembre, où le marché avait surtout réagi à un choc direct sur l'approvisionnement avec la fermeture de l'oléoduc Est-Ouest, la hausse d'octobre reflète davantage la crainte globale d'une nouvelle escalade. Les attaques se multiplient en octobre, 22 navires signalent avoir été attaqués au cours des deux premières semaines, un niveau record depuis le début du conflit. Les Houthis revendiquent également des attaques contre des installations pétrolières en Arabie saoudite. Les flux passant par Ormuz retombent autour des trois quarts de leur niveau d'avant-guerre et le transport maritime reste très coûteux.

Début novembre, la tendance s'est toutefois inversée. En trois séances, le Brent a perdu plus de 15 % et repasse sous les 100$, à environ 95$. Le 4 novembre, il chute de près de 9% après la victoire des démocrates aux élections de mi-mandat. Les investisseurs y voient un possible frein à la poursuite du conflit et espèrent que le nouveau Congrès favorisera une reprise des discussions avec l'Iran. Le vice-président JD Vance attribue lui-même une partie de la défaite républicaine à cette guerre. Ces perspectives de désescalade contribuent à faire retomber une partie de la prime de risque qui soutenait les prix depuis plusieurs semaines.

Dans ce contexte, nous adoptons un positionnement négatif sur le pétrole. Les risques géopolitiques n'ont pas disparu et les prix restent très sensibles à l'évolution du conflit, mais nous pensons que les démocrates feront pression sur Washington pour éviter une nouvelle escalade avec Téhéran.

RECOMMANDATION PÉTROLE
(1 MOIS - / 6 MOIS =)

APICIL ASSET MANAGEMENT - S.A. au capital de 8 058 100 euros - RCS : Paris 343 104 949 - Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP98038 le 11 septembre 1998. Siège social : 20 rue de la Baume CS 10020 - 75383 Paris Cedex 08 - ☎ 01 55 31 24 00

LA LETTRE MENSUELLE D'APICIL ASSET MANAGEMENT

Les marchés des changes

Novembre 2026

EURO / DOLLAR

L'euro a cédé 1,5 % face au dollar en octobre, touchant le 29 octobre un plus bas depuis mai 2025 vers 1,11 avant de finir le mois autour de 1,12. Le mouvement est cette fois venu des deux rives de l'Atlantique, entre une économie américaine plus solide qu'attendu et une prime de risque européenne nourrie par la crise des finances publiques françaises.

Aux États-Unis, octobre a dissipé les doutes de l'été. Les chiffres du mois ont dessiné une croissance solide sous une inflation tenace, la combinaison la plus favorable au dollar, avec une activité en hausse de 3,4 % en rythme annualisé au troisième trimestre et une inflation remontée à 3,7 % en septembre, sous-jacente comprise. Ce constat a donné raison à la Fed, qui avait relevé ses taux en septembre, et fait de sa pause du 28 octobre une halte plutôt qu'une fin de cycle, deux membres ayant plaidé pour une hausse et le marché intégrant à plus de 80 % un geste en décembre.

En Zone euro, la BCE a laissé son taux de dépôt à 2,50 % le 29 octobre malgré une inflation à 3,8 %, Christine Lagarde laissant toutefois la porte ouverte à une hausse en décembre. L'annonce de son départ anticipé en février a ajouté une incertitude institutionnelle, mais la pression est surtout venue de France. Le projet de budget 2027 n'a pas suffi à rassurer et, sur fond de tensions sociales, l'écart entre l'OAT et le Bund à 10 ans a culminé à 176 pb le 23 octobre, un niveau inédit depuis 2011.

La Fed comme la BCE pouvant relever leurs taux dès décembre, l'écart de politique monétaire perd de son influence et laisse les primes de risque dicter l'évolution de la parité.
Tant que l'incertitude budgétaire française n'aura pas été levée, l'euro restera vulnérable, même si une bonne partie de cette prime nous paraît déjà reflétée dans les cours. Nous maintenons donc un positionnement neutre.

RECOMMANDATION DOLLAR
(1 MOIS = / 6 MOIS -)

EURO / LIVRE STERLING

L'euro a reculé de 2,4 % face à la livre sterling en octobre, la parité revenant vers 0,83, son plus bas niveau depuis le printemps 2025. Le mouvement tient autant à la faiblesse propre de l'euro qu'à la vigueur de la livre, comme en témoigne le repli simultané de la devise unique face au franc suisse, signe d'une prime de risque attachée à l'euro plus que d'une simple embellie britannique.

Outre-Manche, les données du mois ont achevé de convaincre le marché d'un premier resserrement de la Banque d'Angleterre depuis 2023. L'inflation a accéléré à 3,5 % sur un an en septembre, au-delà des attentes, sous-jacente comprise, tandis que le chômage reculait de façon inattendue à 4,7 %. Après un vote déjà serré en septembre, trois membres sur neuf ayant plaidé pour une hausse, le relèvement de 25 pb attendu le 5 novembre était quasiment intégré dans les cours en fin de mois.

Le rendez-vous budgétaire que nous identifiions comme décisif s'est par ailleurs bien passé. Le premier budget du gouvernement Burnham, présenté le 28 octobre par John Healey, a été accueilli comme un budget de continuité, sans dérapage du besoin de financement de l'État. Le contraste avec la France est saisissant. Le Royaume-Uni, longtemps perçu comme le maillon faible en matière de soutenabilité budgétaire, a cédé ce rôle à Paris, et cette inversion des perceptions explique une large part de la surperformance de la livre.

Après un tel mouvement, le potentiel de baisse de l'EUR/GBP nous paraît limité. La hausse de la BoE est dans les prix, et nous doutons qu'elle soit suivie de beaucoup d'autres, l'inflation devant encore beaucoup à l'énergie. Nous anticipons une stabilisation de la parité, avec un potentiel de rebond si la situation française se décantait.

RECOMMANDATION LIVRE STERLING
(1 MOIS = / 6 MOIS =)

EURO / YEN

Le yen s'est apprécié de 1,4 % face à l'euro en octobre, prolongeant l'accalmie amorcée après les interventions de l'été. Face au dollar, la devise japonaise s'est stabilisée entre 156 et 158, bien au-dessus de ses plus bas de fin juillet au voisinage de 164, signe que la pression vendeuse s'est nettement atténuée.
Le fait marquant du mois est venu de la Banque du Japon. Après avoir relevé son taux directeur à 1,25 % le 18 septembre, un plus haut depuis 1995, elle l'a maintenu inchangé le 30 octobre, comme attendu, mais en déclarant avoir atteint l'objectif poursuivi depuis près de quatorze ans. Kazuo Ueda a estimé que l'inflation sous-jacente se situait désormais à des niveaux compatibles avec la cible de 2 % et que la priorité était dorénavant d'en éviter le dépassement. Les prévisions d'inflation ont été relevées, un membre du conseil a voté pour une hausse immédiate à 1,50 %, et la majorité des économistes attendent désormais un relèvement dès décembre.

Le soutien est aussi venu du pouvoir politique. Début octobre, la ministre des Finances, Satsuki Katayama, a indiqué que le gouvernement de Sanae Takaichi partageait le constat d'une sortie de la reflation et soutenait la normalisation de la BoJ. La vigilance conjointe de Tokyo et de Washington, depuis les interventions de fin juillet, continue par ailleurs de dissuader les paris trop agressifs contre la devise. Le yen reste toutefois pénalisé par l'écart de rendement avec les autres grandes économies développées, la Fed comme la BCE ayant relevé leurs taux en septembre et pouvant de nouveau le faire en décembre. Le niveau élevé des prix de l'énergie pèse également sur une économie japonaise parmi les plus dépendantes du pétrole du Golfe.

Nous restons constructifs sur le yen à moyen terme. La BoJ accélère son resserrement, et une hausse en décembre réduirait l'écart de taux qui pèse sur la devise. À court terme, le yen restera toutefois tributaire des autres grandes banques centrales et des prix de l'énergie.

RECOMMANDATION YEN
(1 MOIS + / 6 MOIS +)

APICIL ASSET MANAGEMENT - S.A. au capital de 8 058 100 euros - RCS : Paris 343 104 949 - Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP98038 le 11 septembre 1998. Siège social : 20 rue de la Baume CS 10020 - 75383 Paris Cedex 08 - ☎ 01 55 31 24 00

Dans ce contexte, **nous redevenons positifs sur les actions**. La rotation vers l'énergie et les défensives a permis aux indices de tenir. Elle a aussi **ouvert des points d'entrée**. Le marché est moins encombré, **le positionnement étant revenu à la neutralité**. Les **rachats d'actions reprennent** après les publications. Les **midterms ont levé une incertitude**, et la troisième année du mandat est historiquement la plus favorable aux actions. **La croissance résiste et les résultats des entreprises restent solides**, ce qui soutient le marché.

Nous restons surpondérés sur les obligations d'entreprise. **L'IG résiste quand le haut rendement européen s'écarte**, ce qui conforte notre préférence pour la qualité. **Les fondamentaux restent solides**, soutenus par une saison de résultats robuste des deux côtés de l'Atlantique et par des **taux de défaut bas**. Les **flux sont favorables**, les investisseurs en quête de rendement se tournant vers le crédit, d'autant plus que certains souverains suscitent de la défiance.

Le crédit est avant tout **un produit de portage**, son rendement au plus haut depuis dix ans primant sur un potentiel de resserrement limité.

Enfin, **nous passons légèrement positifs sur les emprunts d'État.** Le **cycle de resserrement touche à sa fin**, ce qui plaide pour un retour progressif sur la duration. Les rendements actuels offrent un **portage attractif**, suffisant pour **absorber une remontée sensible des taux** sur un an. **La corrélation entre actions et taux redevient favorable**, et les emprunts d'État retrouvent leur rôle de valeur refuge. Ils constituent ainsi **une couverture de notre vue positive sur les actions**, en cas de rechute de la croissance ou de nouveau choc géopolitique. Nous privilégions les **maturités courtes et intermédiaires** et restons prudents sur les maturités longues comme sur la France.

ALLOCATION PATRIMONIALE (MAX 30% ACTIONS / MAX 40% Fonds €)

Classe d'actifs	Sous-classe d'actifs		Poids	Variation / mois	Poids classe d'actifs	Variation / mois
Fonds €	Fonds €		5%	=	5%	=
Monétaires	Fonds monétaires		9%	=	9%	=
Immobilier	Immobilier non coté		20%	=	20%	=
Obligations	Obligations d'Etat		6%	↑	38%	↓
	Obligations d'entreprises Investment Grade		26%	↓		
	Obligations High Yield		5%	=		
	Obligations émergentes		1%	=		
Actions	Géographiques	France	0%	=	25%	↑
		Europe	4%	↑		
		Grande-Bretagne	3%	=		
		Etats-Unis	12%	↑		
		Japon	2%	=		
		Actions émergentes	0%	=		
	Thématiques	Technologiques	4%	=		
		Santé	0%	=		
		Small caps	0%	=		
Matières premières	Indice global	Diversifiés	3%	=	3%	=

APICIL ASSET MANAGEMENT - S.A. au capital de 8 058 100 euros - RCS : Paris 343 104 949 - Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP98038 le 11 septembre 1998. Siège social : 20 rue de la Baume CS 10020 - 75383 Paris Cedex 08 - ☎ 01 55 31 24 00

LA LETTRE MENSUELLE D'APICIL ASSET MANAGEMENT

Allocation d'actifs par profil

Novembre 2026

ALLOCATION ÉQUILIBRE (MAX 60% ACTIONS / MAX 30% Fonds €)

Classe d'actifs	Sous-classe d'actifs		Poids	Variation / mois	Poids classe d'actifs	Variation / mois
Fonds €	Fonds €		1%	=	1%	=
Monétaires	Fonds monétaires		10%	=	10%	=
Immobilier	Immobilier non coté		15%	=	15%	=
Obligations	Obligations d'Etat		3%	↑	28%	↓
	Obligations d'entreprises Investment Grade		20%	↓		
	Obligations High Yield		3%	=		
	Obligations émergentes		2%	=		
Actions	Géographiques	France	0%	=	41%	↑
		Europe	7%	↑		
		Grande-Bretagne	5%	=		
		Etats-Unis	20%	↑		
		Japon	2%	=		
		Actions émergentes	1%	=		
	Thématiques	Technologiques	6%	=		
		Santé	0%	=		
		Small caps	0%	=		
Matières premières	Indice global	Diversifiés	5%	=	5%	=

ALLOCATION DYNAMIQUE (MAX 100% ACTIONS / MAX 20% Fonds €)

Classe d'actifs	Sous-classe d'actifs		Poids	Variation / mois	Poids classe d'actifs	Variation / mois
Fonds €	Fonds €		1%	=	1%	=
Monétaires	Fonds monétaires		11%	=	11%	=
Immobilier	Immobilier non coté		10%	=	10%	=
Obligations	Obligations d'Etat		2%	↑	17%	↓
	Obligations d'entreprises Investment Grade		13%	↓		
	Obligations High Yield		2%	=		
	Obligations émergentes		0%	=		
Actions	Géographiques	France	0%	=	54%	↑
		Europe	8%	↑		
		Grande-Bretagne	6%	=		
		Etats-Unis	27%	↑		
		Japon	2%	=		
		Actions émergentes	2%	=		
	Thématiques	Technologiques	8%	=		
		Santé	0%	=		
		Small caps	1%	=		
Matières premières	Indice global	Diversifiés	7%	=	7%	=

Document terminé de rédiger le 06 novembre 2026. Sources : Apicil AM, Bloomberg. Performances dividendes réinvestis arrêtées au 30 octobre 2026.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Document non contractuel et ne constituant pas une communication à caractère promotionnel. Le présent document contient des éléments d'information, des opinions et des données chiffrées qu'Apicil AM considère comme exactes ou fondées au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier du moment. Il est produit à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée au sens de l'article D.321-1 5° du Code monétaire et financier.

APICIL ASSET MANAGEMENT

www.apicil-asset-management.com

APICIL ASSET MANAGEMENT - S.A. au capital de 8 058 100 euros - RCS : Paris 343 104 949 - Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP98038 le 11 septembre 1998. Siège social : 20 rue de la Baume CS 10020 - 75383 Paris Cedex 08 - ☎ 01 55 31 24 00