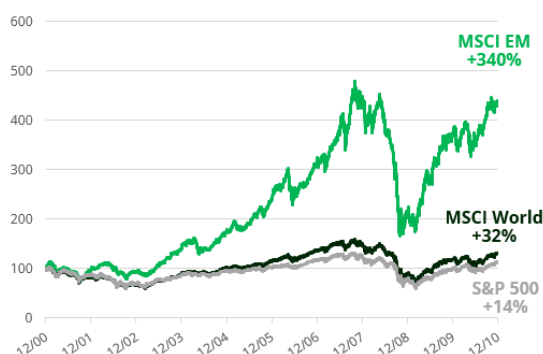


MARCHÉS ÉMERGENTS : LE GRAND RETOUR

En 2025, les marchés émergents (EM) ont rappelé au monde qu'ils pouvaient constituer de puissants moteurs de performance boursière. Ils ont enregistré une progression de 34% en dollars, leur meilleure performance depuis 2017, surperformant nettement les États-Unis (+18%) ainsi que l'ensemble des marchés développés (+22%).

Si la longue traversée du désert qu'ont connue les investisseurs émergents au cours des quinze dernières années s'est traduite par une sous-performance persistante, il est souvent oublié que la décennie précédente (2000-2010) — dernière période de surperformance marquée des EM — s'était soldée par une hausse cumulée de plus de 300%.

Performance relative du MSCI EM contre le MSCI Monde et le S&P 500 (2000-2010)



Performance relative des marchés émergents contre les pays développés



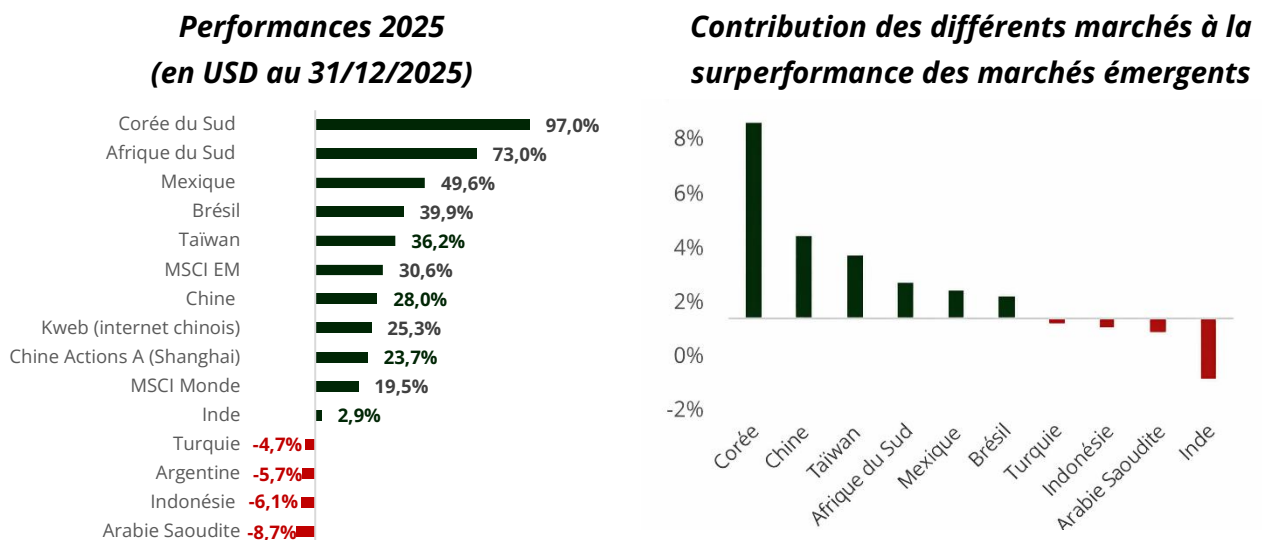
Sources: Bloomberg, 12/01/2026

Nous ne suggérons évidemment pas l'entrée dans un nouveau super-cycle des matières premières alimenté par les infrastructures chinoises, et reconnaissons que l'adhésion de la Chine à l'OMC en 2001 — l'un des moteurs de la dynamique passée — est bien éloignée des conditions actuelles. Néanmoins, si l'on nous avait annoncé début 2025 que les droits de douane américains seraient relevés à un tel niveau, qu'aucune relance budgétaire significative ne serait mise en œuvre en Chine et que les investisseurs étrangers retireraient près de 30 milliards de dollars du marché actions indien, nous n'aurions guère anticipé une telle performance pour la classe d'actifs.

L'année 2025 aura pourtant été celle d'une résilience et d'un renouveau remarquables pour les marchés émergents. La dynamique des performances a, par ailleurs, été inhabituelle : seule l'année

2020, marquée par la pandémie, présente un schéma comparable de forte correction suivie d'un rebond spectaculaire. Plusieurs évolutions majeures ont soutenu cette performance, au premier rang desquelles **l'érosion de l'exceptionnalisme américain et l'affaiblissement du dollar, la reconnaissance croissante du rôle centrale des pays asiatiques dans l'intelligence artificielle, la combinaison d'un soutien budgétaire ciblé et d'une orthodoxie monétaire retrouvée, offrant une marge de manœuvre accrue aux banques centrales émergentes et enfin, un puissant rallye tiré par les réformes en Corée du Sud.**

Ce qui est également moins souligné réside dans l'ampleur et la synchronisation de cette bonne performance des marchés émergents, pourtant profondément hétérogènes. Si la Corée du Sud s'impose comme le marché vedette, la Chine, Taïwan, le Brésil, le Mexique et l'Afrique du Sud ont tous enregistré des hausses annuelles supérieures à 30% en dollars (voir illustration ci-dessous). En dehors de l'Asie, ces performances ont été soutenues par une combinaison de facteurs : niveaux de valorisation attractifs, effet de rattrapage après une année 2024 décevante, amélioration de la perception politique, vigueur des matières premières et niveaux élevés de taux réels favorisant certains segments du marché. Il est rare que les marchés émergents affichent une telle convergence de performances positives. Cette coordination renforce notre conviction que, **loin d'être fragmentés ou marginalisés par la montée du protectionnisme mondial, les marchés émergents s'affirment progressivement comme des acteurs capables de façonner leur propre trajectoire économique.**



Sources: Bloomberg, MSCI, 31/12/2025

QUELLES PERSPECTIVES POUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS ?

Si 2025 a constitué une année exceptionnelle pour les marchés émergents, nous estimons que **2026 pourrait également s'inscrire dans une dynamique favorable**. Certes, les valorisations ne se situent plus à des points bas historiques et, avec un indice EM qui se négocie désormais au-delà de **13x les bénéfices anticipés**, nous restons attentifs aux risques de volatilité à court terme ainsi qu'aux potentielles secousses géopolitiques. Toutefois, ce niveau de valorisation s'inscrit dans un contexte où **les marges brutes, le rendement des fonds propres et le retour sur capital investi** se sont sensiblement améliorés, tandis que les perspectives de croissance des bénéfices demeurent solides.

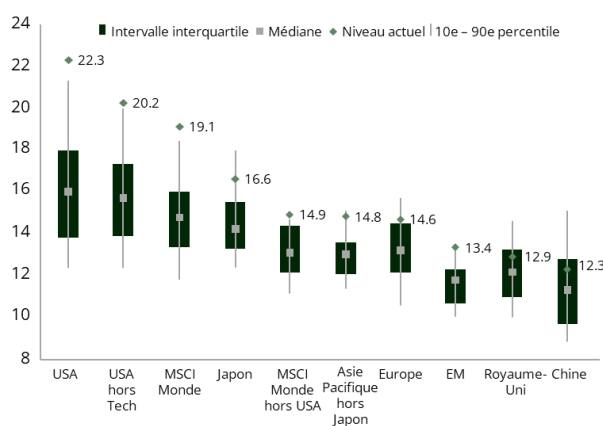
Nous continuons de penser qu'un **rallye de plus long terme** sur les marchés émergents repose sur de multiples piliers structurels : **l'affaiblissement progressif du dollar américain, les baisses de taux à venir, l'amélioration de la gouvernance d'entreprise et des politiques industrielles dans l'ensemble de la région, une meilleure visibilité sur les dynamiques commerciales mondiales, l'émergence de bénéficiaires des chaînes de valeur liées à l'IA, et une croissance bénéficiaire soutenue, combinée à une diversification accrue des allocations globales.**

Ces nouvelles dynamiques devraient permettre un **élargissement des performances au-delà de la récente concentration technologique**, avec un resserrement attendu des dispersions sectorielles et géographiques, une amélioration de la profondeur de marché et une réduction des écarts de performance extrêmes. Elles confirment surtout que les actions émergentes ne peuvent plus être appréhendées comme une simple exposition indirecte avec un **bêta élevé de la croissance des marchés développés**, mais bien comme une **alternative crédible** aux marchés développés dans un contexte de ralentissement structurel de ces derniers.

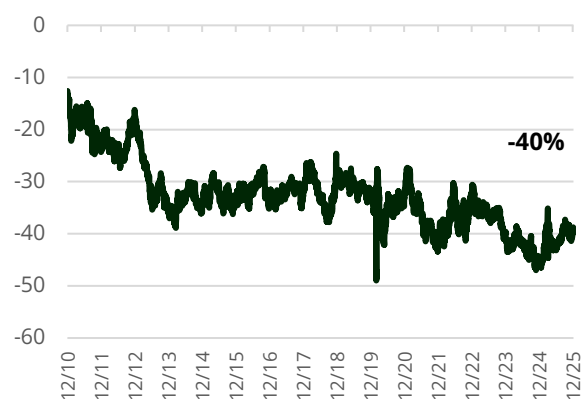
DES VALORISATIONS ATTRACTIVES DANS UN CONTEXTE GLOBAL

L'indice MSCI Emerging Markets se traite aujourd'hui à 13,4x les bénéfices attendus à horizon 2026, soit un niveau supérieur de deux écarts-types à sa moyenne historique de long terme, et inférieur uniquement aux sommets observés avant la crise financière mondiale et à la suite de la crise sanitaire. Néanmoins, dans un environnement où la plupart des marchés mondiaux évoluent à proximité — voire au-delà — de leurs plus hauts historiques (à l'exception notable de la Chine), les marchés émergents affichent toujours une décote d'environ 40 % par rapport aux États-Unis et de 32% par rapport aux marchés développés, contre une moyenne historique de 25%.

Valorisations des différents marchés contre leur moyenne historique



Décote du MSCI EM comparée au MSCI USA (ratio P/E sur les 12 prochains mois)

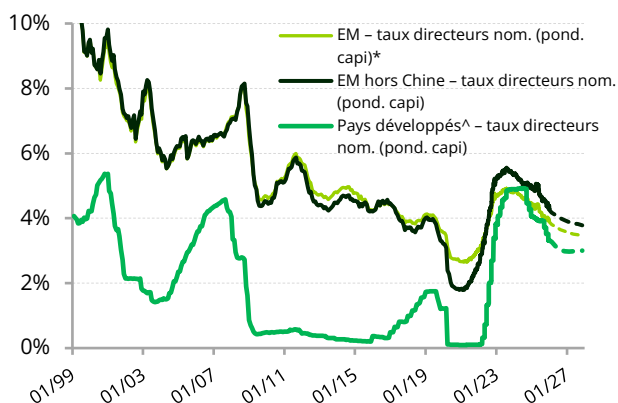


Sources: MS Research, Bloomberg, 12/01/2026

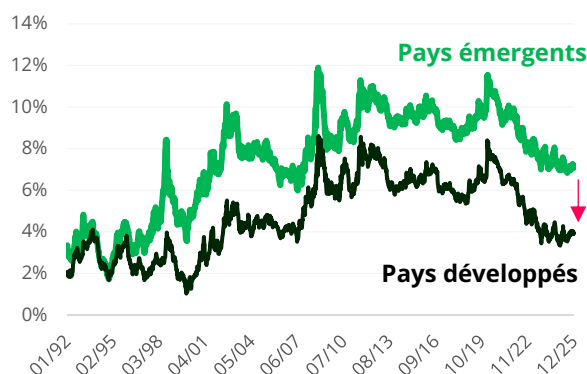
Selon nous, cet écart de valorisation (décote) de long terme n'est pas justifié, en particulier dans un nouvel ordre mondial où la première puissance économique, les États-Unis, affichent certaines caractéristiques historiquement associées aux marchés émergents : niveaux d'endettement plus élevés, risques inflationnistes accrus, remise en question de l'indépendance des institutions clés et de l'ordre fondé sur des règles, affaiblissement de la devise et concentration du pouvoir économique.

Par ailleurs, l'amélioration des fondamentaux des marchés émergents — à travers des différentiels de croissance du PIB et une croissance des bénéfices supérieure — plaide en faveur d'une convergence progressive des primes de risque entre marchés émergents et développés. À ce stade, l'écart observé semble excéder ce qui serait une juste compensation des risques sous-jacents.

Les taux directeurs des marchés émergents convergent pour la première fois avec ceux des marchés développés



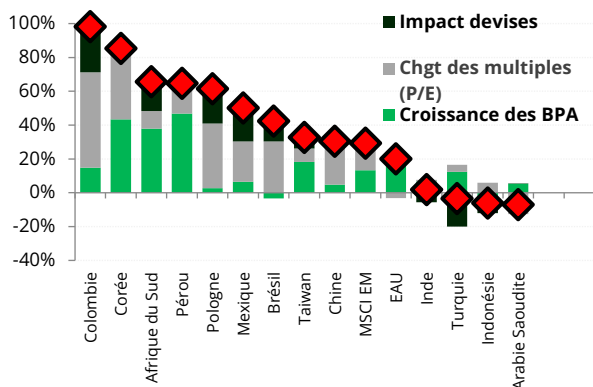
Prime de risque actions implicite : marchés émergents vs États-Unis



Sources: CLSA Research, Bloomberg, 12/01/2026

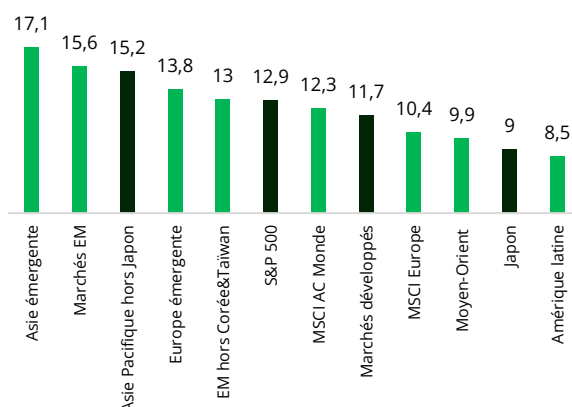
Pour les investisseurs de long terme, ce sont, selon nous, les fondamentaux économiques qui prévalent in fine et déterminent l'évolution des marchés actions. Les capitaux tendent à s'orienter vers les zones affichant une croissance plus dynamique et des bilans plus solides, et les prix des actions gravitent, à long terme, autour de la trajectoire des bénéfices. La première phase du rallye observé en 2025 a, comme souvent, été largement portée par une expansion des multiples et un re-rating dans de nombreux marchés émergents, soutenue par des conditions de liquidité favorables et l'anticipation d'une amélioration des fondamentaux. Pour que ce mouvement se prolonge, le relais doit désormais être pris par les bénéfices. À l'horizon 2026 et au-delà, nous anticipons ainsi un marché davantage tiré par la **croissance des résultats**, probablement à un rythme plus mesuré mais plus durable.

Décomposition de la performance des différents marchés émergents (USD)



Croissance des bénéfices par marché 2026 -2027f

(croissance ann. moyenne sur la période)



Sources: CLSA Research, Bloomberg, 12/01/2026

Si le re-rating a constitué le principal moteur de performance en 2025 pour la majorité des marchés, il s'est accompagné d'une croissance bénéficiaire attractive, quasi généralisée à l'ensemble des pays émergents. Fait notable, depuis septembre 2024, les marchés émergents affichent une croissance des bénéfices par action (BPA) supérieure à celle des marchés développés, de manière continue — une tendance historiquement favorable à la performance relative de la classe d'actifs, et que nous anticipons en accélération en 2026.

Les prévisions actuelles suggèrent que les marchés émergents devraient enregistrer la croissance des BPA la plus élevée de toutes les régions mondiales, tant en termes absolus que relatifs. Rapportées à leurs perspectives de croissance, les valorisations apparaissent toujours raisonnables : les marchés émergents se négocient en moyenne à moins de 1x leur ratio PEG, en ligne avec leur moyenne de long terme et à un niveau sensiblement inférieur aux 1,7x observés pour les marchés développés.

Dans ce contexte, nous faisons face à une configuration particulièrement attractive, combinant **un profil de risque relatif plus faible et une croissance plus élevée**, soutenue par un basculement vers des politiques monétaires plus accommodantes, un regain d'appétit pour le risque et une volonté accrue de diversification géographique des portefeuilles. Ces éléments constituent, selon nous, un socle solide pour la poursuite de la dynamique positive des marchés émergents, avec des multiples qui — sans signaler la formation d'une bulle — pourraient se maintenir, voire continuer à s'étendre modérément.

QUAND L'ALPHA PRIME SUR LE BÉTA

En 2026, le contexte macroéconomique mondial ne se caractérise pas par une tendance dominante unique, mais plutôt par des **forces contraires persistantes** et une incertitude croissante. La croissance ralentit sans s'effondrer, l'inflation reflue mais de manière hétérogène, la politique monétaire semble proche d'un point d'inflexion tout en restant globalement accommodante, tandis que l'intelligence artificielle redéfinit l'allocation du capital plus rapidement qu'elle ne stimule, à ce stade, la productivité globale.

Pour les marchés émergents, cet environnement relativement porteur, mais typique d'une phase avancée du cycle incite davantage à adopter une approche sélective fondée sur la discipline et une analyse fondamentale rigoureuse, plutôt qu'à prendre des paris macroéconomiques globaux.

La croissance mondiale devrait continuer de modérer, offrant un soutien limité à une reprise cyclique généralisée du commerce ou de l'activité manufacturière. L'économie américaine est attendue en ralentissement, sans toutefois basculer en récession, tandis que l'Europe et le Japon demeurent contraints par une croissance tendancielle faible. La Chine, quant à elle, poursuit une trajectoire à deux vitesses : la croissance se stabilise mais ne devrait pas connaître de réaccélération significative, compte tenu des dynamiques de déflation par la dette et de la réticence des autorités à mettre en œuvre des mesures de relance de grande ampleur.

Un facteur de soutien notable réside toutefois dans la **dissipation progressive de l'impact négatif des fortes hausses tarifaires de 2025**. À supposer que les niveaux de droits de douane se stabilisent — voire diminuent dans certains cas — la pression baissière sur la croissance devrait s'atténuer, supprimant une source importante de risque asymétrique, même si cela ne se traduit pas par un rebond marqué des volumes d'échanges mondiaux.

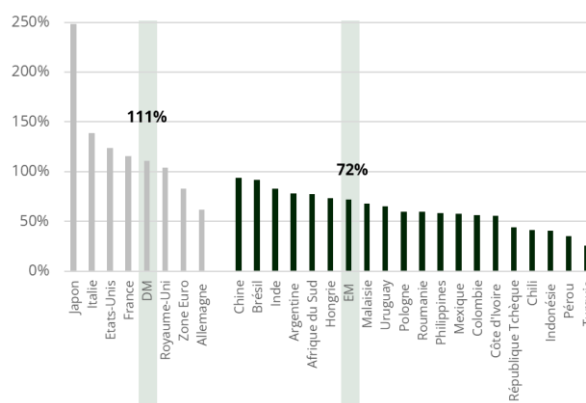
La dynamique inflationniste est **plus favorable**. Aux États-Unis, l'inflation poursuit sa décrue et devrait converger vers une fourchette de **2 à 2,5 % en 2026**, tandis que dans la majorité des marchés émergents, la normalisation s'est opérée plus rapidement encore. Cette désinflation a permis aux banques centrales — tant dans les pays développés que dans les économies émergentes — d'adopter une posture plus accommodante. La proportion de banques centrales mondiales engagées dans un cycle d'assouplissement, par rapport à celles qui resserrent leur politique, atteint aujourd'hui un niveau observé uniquement en 2002, après la crise financière mondiale et à l'issue de la période post-Covid. Les **taux d'intérêt réels dans les marchés émergents** se situent à des plus hauts de vingt ans, reflet de la discipline et de la crédibilité accrues des banques centrales de la région. Des pays tels que le Brésil, le Mexique, l'Afrique du Sud et même la Chine affichent désormais des cadres de politique monétaire plus orthodoxes que nombre de marchés développés. Avec des taux directeurs avoisinant **15 % au Brésil** (soit près de **10 % en termes réels**) et **7 % au Mexique**, ces économies demeurent parmi celles offrant les rendements réels les plus élevés au monde, avec des baisses de taux largement anticipées en 2026, constituant un **vent arrière significatif pour les marchés financiers**.

Un éventuel arrêt du cycle de baisse des taux ne signifierait pas pour autant la fin du soutien à la liquidité dans les marchés émergents. Les bilans publics disposent encore de **marges de manœuvre budgétaires substantielles**, dont les gouvernements ont récemment commencé à faire usage. Ce soutien de liquidité persistant devrait continuer d'alimenter la confiance des investisseurs et d'apporter un appui aux valorisations.

Taux réels des marchés émergents à un plus haut de 20 ans
Taux directeurs moins l'inflation



2024 Dette publique en % du PIB



Sources: Haver, Bloomberg, 12/01/2026

Le **dollar américain** occupe une place centrale dans cette équation et demeure un facteur clé pour les marchés émergents. Nous anticipons une réduction graduelle de l'exceptionnalisme américain — sans scénario de rupture — et une tendance à l'**affaiblissement modéré du dollar**. Une stabilité, voire une légère dépréciation du billet vert, réduit les tensions sur les bilans, améliore la dynamique des flux de capitaux et soutient les multiples de valorisation ; historiquement, un tel contexte s'est avéré favorable aux actions émergentes.

L'essor et la généralisation de l'intelligence artificielle complexifient l'analyse des marchés actions. En 2025, l'économie mondiale s'est **polarisée**, un nombre restreint de secteurs liés à l'IA captant une part disproportionnée des investissements, de la croissance bénéficiaire et des performances de marché, tandis que le reste de l'économie accuse un retard. Nous sommes **convaincus du potentiel de l'IA** : les gains de productivité qu'elle génère sont bien réels. Toutefois, leur diffusion à grande échelle — notamment via des applications encore difficiles à anticiper — pourrait s'opérer de manière plus graduelle et plus hétérogène que ce que certains segments de marché intègrent déjà dans leurs valorisations. Dans ce contexte, pour les marchés émergents, la prudence s'impose face aux rotations cycliques de court terme ou aux stratégies opportunistes dictées par la volatilité liée à l'IA.

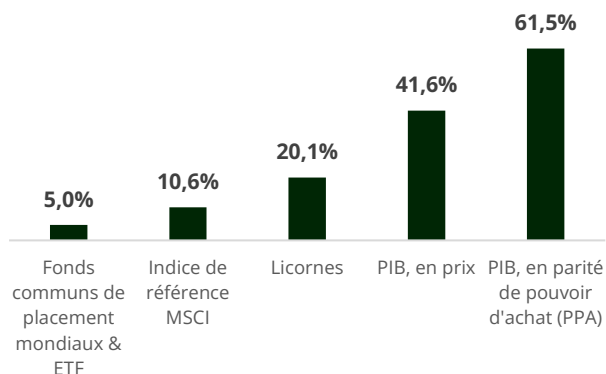
L'avantage comparatif réside plutôt dans l'exposition à des marchés et des secteurs capables de capter les bénéfices des investissements liés à l'IA et à la diffusion technologique, sans dépendre d'une accélération généralisée de la croissance mondiale, et ce à des niveaux de valorisation ancrés dans des fondamentaux tangibles et soutenus par une diversification adéquate. C'est dans cette optique que **nous restons fidèles à des thématiques de croissance structurelle et à une sélection de titres disciplinée, fondée sur une analyse fondamentale approfondie.**

Dans ce contexte, les bénéfices priment désormais sur le bêta. Les actions des marchés émergents devraient enregistrer en 2026 une croissance des bénéfices par action à doubles chiffres, sensiblement supérieure à celle des marchés développés. Cet écart de croissance bénéficiaire constitue un facteur déterminant et historiquement le plus fiable de surperformance des marchés émergents. Combiné à des décotes de valorisation encore significatives par rapport aux marchés développés et à des rendements du dividende plus élevés, il confère aux actions émergentes un profil rendement/risque particulièrement attractif, y compris après la forte performance de 2025. À cela s'ajoutent des excédents courants, une inflation maîtrisée et une gestion budgétaire prudente, qui renforcent la résilience structurelle des marchés émergents.

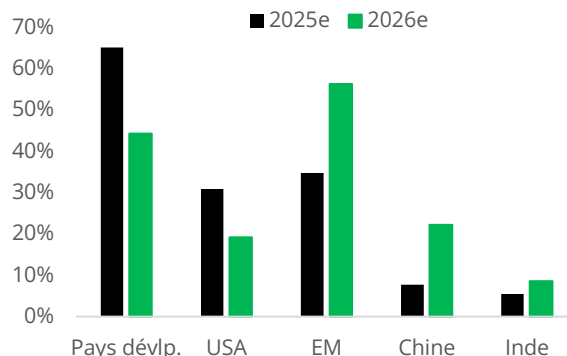
L'ÉVOLUTION STRUCTURELLE DES MARCHÉS ÉMERGENTS

L'écart persistant entre le **poids économique réel des marchés émergents** et leur représentation dans les grands indices actions mondiaux demeure l'une des anomalies les plus marquantes de l'investissement international. Les économies émergentes génèrent désormais près de **40 % du PIB mondial** et environ **70 % de la croissance réelle incrémentale**, tout en ne représentant qu'environ **11 % de l'indice MSCI ACWI**. Cette sous-représentation structurelle souligne un potentiel de revalorisation significatif à moyen et long terme.

Part des marchés émergents dans les indices mondiaux comparée à leur poids dans les licornes et le PIB



Contribution croissante des marchés émergents à la croissance du PIB mondial



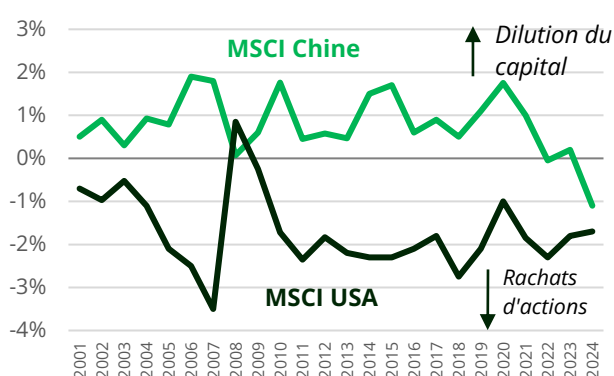
Sources: BoAML Research, Bloomberg, 12/01/2026

Si le rebond de 2025, largement tiré par les valorisations, a atténué le discours sur la décote extrême des marchés émergents, les **fondations structurelles d'une croissance durable** demeurent solidement ancrées. Celles-ci incluent l'intégration croissante dans les chaînes de valeur de l'intelligence artificielle, l'exposition aux énergies et aux matières premières de nouvelle génération, l'essor de la fabrication et des services à forte intensité technologique, la poursuite des investissements en infrastructures, ainsi que la montée en puissance de la consommation domestique.

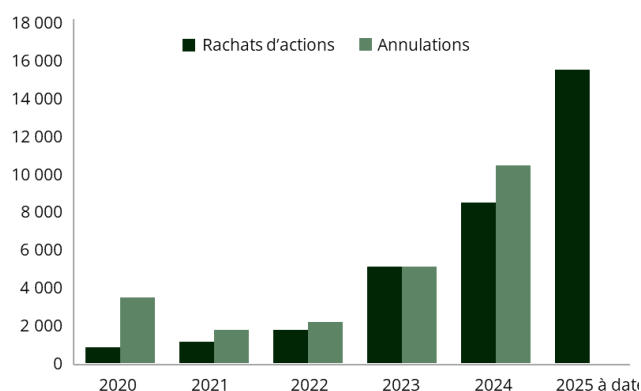
Réduire les marchés émergents à un pari sur le dollar ou les matières premières occulte désormais une réalité profondément différente. L'univers émergent se définit de plus en plus par le rôle croissant au sein de la révolution technologique en tant que facilitateurs de l'IA, par des processus de transformation industrielle et par des dynamiques de croissance stimulées par la consommation.

Cette relecture s'inscrit dans une mutation profonde amorcée il y a plus de vingt-cinq ans. Les marchés émergents se sont progressivement affranchis de leur dépendance historique aux moteurs macroéconomiques globaux classiques — matières premières et cycles d'activité — au profit de la demande domestique, de l'adoption technologique et de thématiques structurelles de long terme. Si le dollar américain et les matières premières n'ont pas perdu toute pertinence, leurs corrélations avec la performance des marchés émergents se sont nettement réduites. La performance est désormais davantage façonnée par des **forces séculaires** dépassant la volatilité macroéconomique de court terme.

Émissions nettes en % de la capitalisation boursière (émissions d'actions – rachats d'actions)



Rachats d'actions en Corée du Sud



Sources: CLSA, Bloomberg, 12/01/2026

L'un des freins les plus persistants à l'émergence d'un marché haussier durable dans les pays émergents a longtemps été la **faiblesse des rendements pour les actionnaires**. La sous-performance chronique face aux États-Unis au cours des quinze dernières années s'explique en grande partie par une **dilution structurelle au niveau des indices**, pénalisant la croissance des bénéfices par action et révélant une allocation du capital inefficace.

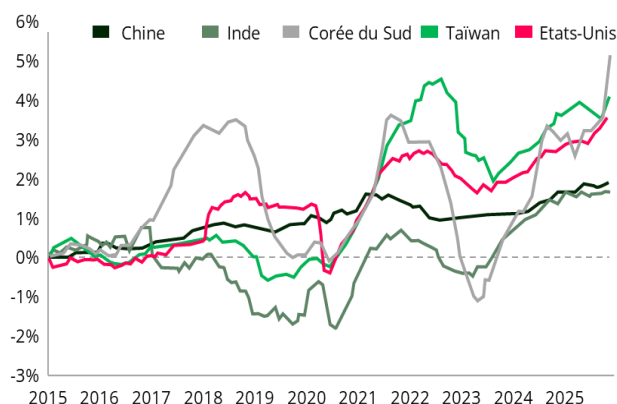
Ce paradigme est aujourd'hui en train de changer — et de manière décisive. On observe une attention croissante portée à la discipline du capital, à la solidité des bilans et à l'alignement des intérêts avec les actionnaires dans plusieurs régions du monde émergent.

Nulle part cette évolution n'est plus visible qu'en Asie. Historiquement, la gouvernance d'entreprise y a été fragilisée par la concentration de l'actionnariat, une indépendance limitée des conseils d'administration et une protection insuffisante des actionnaires minoritaires — héritages de conglomérats familiaux et d'entreprises publiques. Des avancées significatives sont néanmoins en cours, notamment au Japon, en Corée du Sud et, dans une certaine mesure, en Chine, où les réformes de gouvernance ont coïncidé avec des sommets historiques sur les marchés actions.

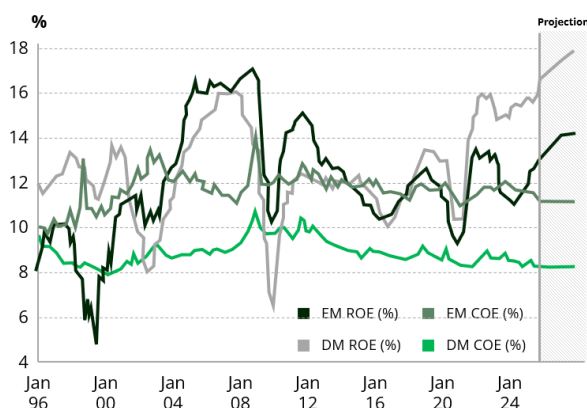
Une transparence accrue, une discipline financière renforcée et un accent plus marqué sur les politiques de retour aux actionnaires minoritaires ont constitué des moteurs clés de cette performance. Plus encourageant encore, des pays comme l'Inde et la Thaïlande s'inscrivent à leur tour dans cette dynamique, suggérant que les réformes de gouvernance ne sont plus l'apanage de quelques marchés pionniers, mais deviennent une **tendance régionale plus large**.

Ces évolutions ouvrent la voie à une inversion progressive des freins structurels observés au cours des quinze dernières années et à une amélioration de la **création de valeur économique** (mesurée par l'écart entre la rentabilité des capitaux propres et le coût des capitaux propres) dans les marchés émergents. Ce processus est déjà amorcé, porté par l'amélioration des marges et l'assainissement des bilans. Toutefois, le scepticisme persistant des marchés quant à la pérennité de cette trajectoire crée, selon nous, une **opportunité de valorisation sous-évaluée et parfois ignorée par les investisseurs**.

Évolution des marges depuis 2015 (en points de pourcentage par rapport au niveau de 2015)



Marchés EM vs marchés développés : Rentabilité des capitaux propres (ROE) et coût des capitaux propres (COE) (%)



Sources: BoAML, Bloomberg, 12/01/2026

Parallèlement, les marchés actions asiatiques deviennent de plus en plus ancrés localement, sous l'effet d'une profonde transformation de la répartition mondiale de la richesse. Il y a vingt-cinq ans, l'Asie ne représentait qu'environ 6 % de la richesse privée mondiale ; cette part atteint aujourd'hui 21 %, portée par un taux de croissance annuel proche de 11 %, soit plus du double de celui observé dans les économies occidentales. Cette accumulation progressive de richesse modifie en profondeur les marchés de capitaux : l'épargne domestique est de plus en plus orientée vers les actions locales, élargissant la base d'investisseurs domestiques et réduisant la dépendance vis-à-vis des flux de capitaux étrangers.

À terme, cette dynamique devrait favoriser l'émergence de **marchés de capitaux plus profonds, plus résilients et plus sophistiqués** dans les pays émergents, moins vulnérables aux à-coups liés à la volatilité des flux internationaux.

Niveau de détention étrangères des actions indiennes (% de la capitalisation boursière)



Sources: CLSA, Bloomberg, 12/01/2026

FOCUS SUR L'IA DANS LES MARCHÉS ÉMERGENTS

Le débat sur le caractère potentiellement spéculatif de l'IA — et sur l'éventualité d'un dégonflement de cette bulle en 2026 — risque de passer à côté d'une réalité plus structurelle : l'histoire montre que les technologies transformatrices ont presque toujours connu des phases d'excès avant de produire leurs effets durables. Les chemins de fer au XIXe siècle, l'électricité au début du XXe, puis Internet dans les années 1990 ont suivi une trajectoire similaire : emballement spéculatif, ajustement douloureux, puis gains de productivité profonds et pérennes. L'IA s'inscrit pleinement dans cette lignée. **La volatilité est inévitable ; l'obsolescence ne l'est pas.** Les engagements en capital progressent actuellement beaucoup plus rapidement que les revenus générés auprès des utilisateurs finaux ; les valorisations apparaissent tendues dans certaines composantes de l'écosystème, et certains acteurs recourent davantage à l'effet de levier et au financement fournisseur, ce qui suscite des interrogations alors que l'investissement cumulé dans l'IA pourrait approcher **1 000 milliards de dollars d'ici 2026** et potentiellement **5 000 à 7 000 milliards de dollars à l'horizon 2030**. Toutefois, ce cycle se déploie dans un environnement structurellement différent : l'abondance de capital à l'échelle mondiale et des conditions financières accommodantes. Dès lors, toute correction éventuelle devrait rester contenue et de nature temporaire.

Pour les marchés émergents, la question centrale n'est donc pas celle d'une éventuelle correction sur les valeurs liées à l'IA, mais bien celle de son implémentation au sein de l'économie réelle, notamment le commerce, la consommation et l'énergie. Dans l'ensemble des économies émergentes, les technologies d'IA et de transformation numérique se diffusent rapidement dans l'industrie manufacturière, la logistique, la distribution et les services, améliorant la productivité et réduisant les coûts marginaux. Cette dynamique met en lumière les capacités d'innovation technologique des marchés émergents — en particulier en Asie du Nord (Taïwan, Corée du Sud et Chine) — et renforce leur positionnement en tant qu'économies compétitives, fondées sur la connaissance.

Cette dynamique est également soutenue par l'émergence d'une nouvelle génération de consommateurs. Si la démographie des marchés émergents tend elle aussi à vieillir, le nombre absolu de **consommateurs jeunes, urbains et natifs du numérique** demeure considérable. D'ici 2030, plus de **90% de la croissance de la population urbaine mondiale** devrait provenir des économies émergentes. Ces consommateurs adoptent plus rapidement les services numériques, réorientent leurs dépenses vers des biens discrétionnaires et des expériences, et accélèrent la monétisation des nouvelles technologies. La consommation devient ainsi le **canal de transmission** par lequel les gains de productivité liés à l'IA se traduisent en une croissance économique durable.

Un facteur clé — souvent sous-estimé — de cette transformation réside dans le **déploiement des énergies renouvelables**. L'intelligence artificielle est extrêmement énergivore : les seuls centres de données pourraient représenter plus de **8% de la demande mondiale d'électricité d'ici 2030**, contre environ 3 % aujourd'hui. Pour les marchés émergents, les énergies renouvelables ne constituent pas uniquement un levier de décarbonation, mais un **avantage économique stratégique**. Le solaire et l'éolien figurent désormais parmi les sources d'énergie marginale les moins coûteuses à l'échelle mondiale, et nombre de pays émergents sont en mesure de les déployer plus rapidement et à moindre coût que leurs homologues développés.

Une électricité plus abondante, moins chère et plus stable réduit directement le coût marginal de l'IA, renforce la compétitivité industrielle et protège les économies contre la volatilité des prix des énergies

fossiles. En ce sens, les énergies renouvelables ne sont pas périphériques à la thématique de l'IA : elles en constituent un **socle fondamental**, conditionnant l'ampleur et l'efficacité de son intégration dans les économies émergentes.

Enfin, il convient de souligner que la technologie, à elle seule, ne saurait constituer un moteur de croissance exhaustif. Dans une grande partie de l'Asie émergente, les exportations technologiques représentent environ **25% des exportations totales** et sont fortement capitalistiques, générant relativement peu d'emplois et de croissance salariale. À l'inverse, les exportations non technologiques — soit près de **75% du total** — sont bien plus intensives en main-d'œuvre et étroitement liées à l'investissement, à l'emploi et aux revenus des ménages. Leur stagnation depuis fin 2024, sous l'effet des tensions commerciales et de l'incertitude politique, a pesé sur les marchés du travail et la consommation. À mesure que ces vents contraires s'estompent et que les exportations non technologiques amorcent un redressement à partir de début 2026, les retombées devraient être significatives : reprise de l'investissement, amélioration de l'emploi, progression des salaires et élargissement de la consommation discrétionnaire — venant **amplifier**, et non concurrencer, les bénéfices de l'adoption de l'IA.

Les thématiques d'adoption de l'IA, de transition énergétique et de croissance de la consommation, au cœur de nos expositions de portefeuille, sont ainsi susceptibles de se renforcer mutuellement, contribuant à atténuer la volatilité du cycle technologique mondial plutôt qu'à l'amplifier.

L'APPROCHE DE CARMIGNAC P. EMERGENTS

Comme exposé précédemment, l'année 2026 ne devrait être ni celle d'un boom mondial, ni celle d'une crise systémique. Elle s'inscrit davantage dans un scénario de croissance modérée, d'inflation en reflux, de stabilisation des taux d'intérêt et de liquidité abondante. Pour les actions des marchés émergents, cet environnement apparaît constructif — sans être euphorique. **Les performances devraient être davantage tirées par les résultats et les bénéfices des sociétés, plus sélectives et moins dépendantes de rebonds cycliques généralisés.** Dans ce contexte, la croissance structurelle, la crédibilité des politiques publiques et la solidité des bilans seront déterminantes, tandis que la liquidité restera un facteur clé de soutien aux marchés.

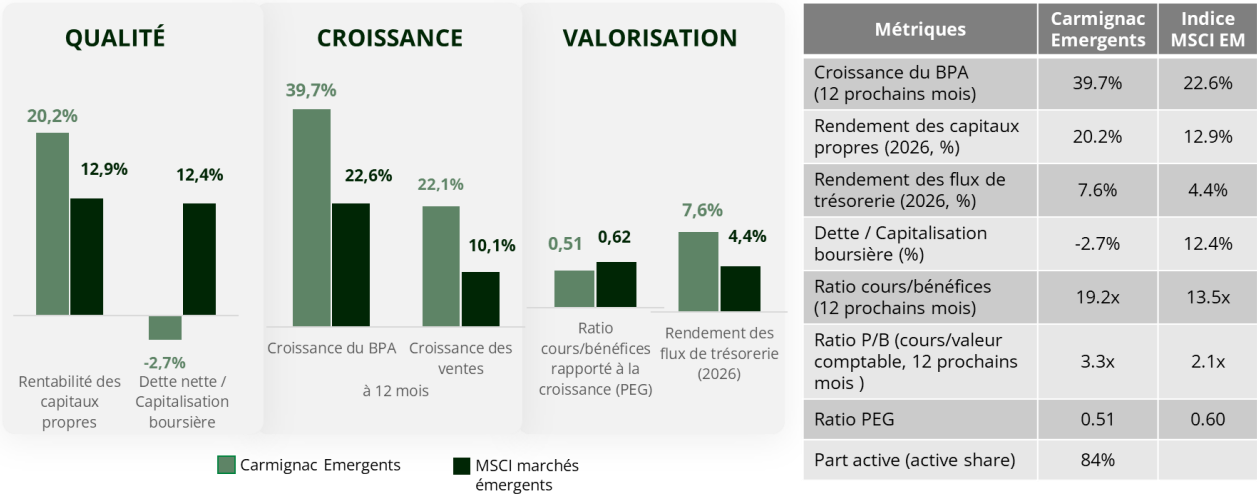
L'orientation historique de **Carmignac P. Emergents vers la croissance de qualité** positionne la stratégie de manière particulièrement pertinente face à cet environnement macroéconomique. Les périodes caractérisées par une expansion économique graduelle, une inflation contenue, des taux en baisse, un dollar plus faible et des prix des matières premières en progression ont historiquement constitué un terrain favorable pour une approche de type *GARP* (Growth At a Reasonable Price, croissance à prix raisonnable). À l'inverse, les conditions ayant jadis alimenté de fortes rotations vers les valeurs cycliques ou décotées — notamment des plans de relance massifs et fortement crédit-intensifs en Chine — apparaissent aujourd'hui nettement moins probables.

Le contexte actuel, marqué par une innovation technologique soutenue, favorise au contraire les entreprises capables de transformer les mutations structurelles en **croissance durable du chiffre d'affaires et des bénéfices**. Il valorise les sociétés disposant de bilans solides, d'une visibilité élevée sur leurs trajectoires de résultats et d'un réel pouvoir de fixation des prix — autant de caractéristiques qui constituent le cœur du portefeuille Carmignac P. Emergents. Ces entreprises sont, par nature, mieux armées dans un monde où la résilience et la qualité priment sur la cyclicité pure.

Nous demeurons par ailleurs extrêmement attentifs à la **discipline en matière de valorisation et à la gestion des risques**, et avons récemment cherché à réduire les biais de style dans la construction du portefeuille. À cette fin, nous avons bâti un portefeuille équilibré, combinant des valeurs de croissance de qualité exposées aux thématiques structurelles identifiées, et des sociétés de qualité à croissance plus modérée mais offrant des rendements plus élevés, souvent bénéficiaires des réformes de gouvernance et soutenues par des bilans solides et des flux de trésorerie disponibles élevés.

Nous estimons que ce profil — associant **des indicateurs de croissance et de qualité supérieurs** (BPA, rentabilité des capitaux propres, levier financier maîtrisé), un **rendement de flux de trésorerie particulièrement attractif** et un **ratio PEG (croissance des bénéfices rapportée au ratio P/E) plus favorable que celui du marché** — constitue une combinaison relativement unique, et a joué un rôle clé dans la délivrance de performances ajustées du risque élevées en 2025 comme sur le long terme

Ratios financiers de Carmignac P. Emergents comparé à celle de l'indice MSCI EM



Sources: Carmignac, FactSet, Bloomberg, 19/01/2025

Si les bienfaits de la diversification géographique et sectorielle sont aujourd’hui largement reconnus, il est moins bien compris que cette diversification commence également à opérer **entre styles d’investissement**. Ce phénomène reflète en partie l’élargissement du marché haussier et la diffusion progressive des investissements technologiques vers des segments plus traditionnels de l’économie, mais aussi l’évolution sémantique des entreprises elles-mêmes, capables de se transformer de « pièges de valeur » en véritables créateurs de valeur.

Identifier ces points d’inflexions — avant qu’elles ne deviennent évidentes — constitue un pilier central de notre démarche d’investissement. Nous cherchons à appliquer une **discipline rigoureuse plutôt qu’un dogme**, en nous appuyant sur une analyse fondamentale approfondie. Dans un environnement où les corrélations entre titres diminuent et où la dispersion des performances augmente, les conditions deviennent de plus en plus favorables à la **gestion active et à la génération d’alpha**. Dans un monde moins homogène, la sélectivité et la diversification ne sont plus des choix défensifs, mais de véritables **sources de performance**.

Malgré la prédominance des thématiques liées à l’IA dans les narratifs de marché, l’année 2025 a rappelé avec force la valeur de la diversification : pour la première fois depuis près de quinze ans, les actions

américaines ont sous-performé leurs homologues mondiales. Dans ce contexte, les marchés émergents ne doivent plus être relégués à la périphérie des allocations globales en tant qu'exposition cyclique ou tactique. Ils s'imposent de plus en plus comme un **pilier structurel de la croissance mondiale et de l'innovation**, dont la thèse d'investissement repose non sur une variable macroéconomique unique, mais sur la convergence de la technologie, des réformes de gouvernance, de la formation de capital domestique et d'un rééquilibrage économique de long terme.

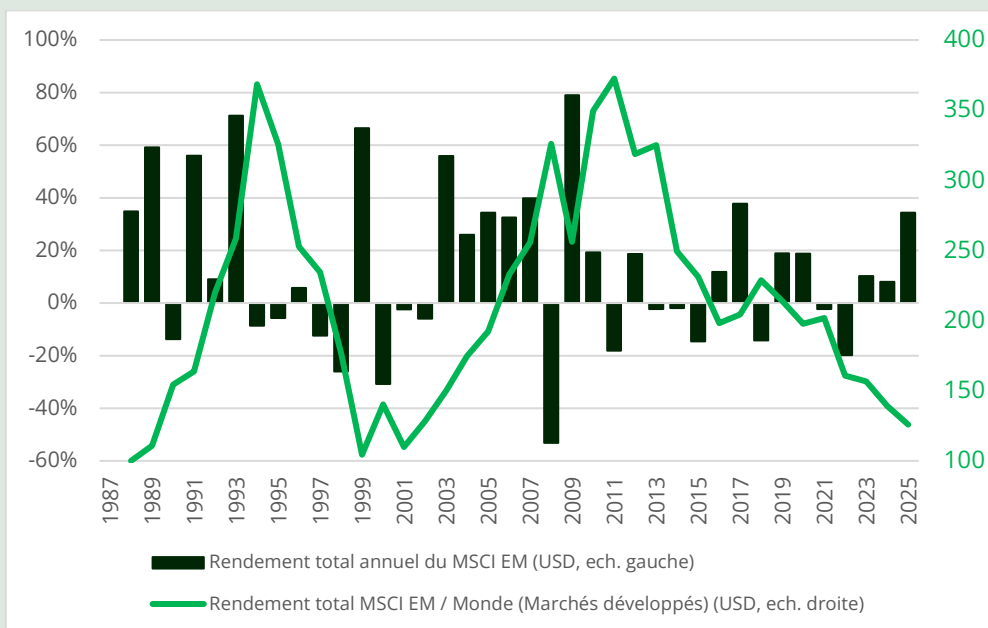
En tant qu'investisseur à long terme, nous essayons d'anticiper les transformations à l'œuvre — dans la technologie, le commerce, la santé, l'énergie et la démographie. Les marchés émergents sont souvent à l'avant-garde de ces mutations, parfois en capacité de **sauter des étapes** par rapport aux économies développées. Si la volatilité de marché pourrait réapparaître à court terme, alimentée par les incertitudes liées à l'IA, aux politiques américaines ou aux tensions géopolitiques, la majorité de ces risques demeurent exogènes aux marchés émergents et moins susceptibles de provoquer des déséquilibres durables.

Nous restons pleinement conscients de ces risques, mais notre **engagement envers une philosophie d'investissement concentrée, à forte conviction et à forte différenciation (avec une part active élevée)** demeure inchangé. Cette approche nous permet de connaître en profondeur les entreprises que nous détenons et de les accompagner sur la durée, à mesure qu'elles composent la valeur.

Nous continuons de penser qu'un **cycle haussier de long terme** pour les marchés émergents repose sur des fondations solides. Le positionnement des investisseurs globaux demeure historiquement faible, ce qui, selon nous, pourrait favoriser une **accélération des flux** vers la classe d'actifs en 2026.

Ainsi, le cercle vicieux observé entre 2010 et 2025 pourrait céder la place à un cercle vertueux, porté par la baisse des taux, l'affaiblissement du dollar, le retour des flux de capitaux, une croissance résiliente, des réformes structurelles, la progression des bénéfices et l'innovation. Nous pensons que ce mouvement n'en est qu'à ses débuts et que les marchés émergents disposent encore d'un potentiel significatif de surperformance par rapport aux marchés développés.

Rendements absolus et relatifs du MSCI EM au cours des 40 dernières années



Sources: Bloomberg, 12/01/2026

Classification SFDR** :

Article 9



Durée minimum de placement recommandée

5 ANS

PRINCIPAUX RISQUES DE CARMIGNAC PORTFOLIO EMERGENTS (F EUR ACC)

ACTIONS : Les variations du prix des actions dont l'amplitude dépend de facteurs économiques externes, du volume de titres échangés et du niveau de capitalisation de la société peuvent impacter la performance du Fonds.. **RISQUE DE CHANGE** : Le risque de change est lié à l'exposition, via les investissements directs ou l'utilisation d'instruments financiers à terme, à une devise autre que celle de valorisation du Fonds. **GESTION DISCRÉTIONNAIRE** : L'anticipation de l'évolution des marchés financiers faite par la société de gestion a un impact direct sur la performance du Fonds qui dépend des titres sélectionnés. **Pays émergents** : Les conditions de fonctionnement et de surveillance des marchés "émergents" peuvent s'écarter des standards prévalant pour les grandes places internationales et avoir des implications sur les cotations des instruments cotés dans lesquels le Fonds peut investir.

Le fonds présente un risque de perte en capital.

Performance annuelle (%)

	Fonds	Indicateur de référence ⁽¹⁾
2016	+1.7%	+14.5%
2017	+19.8%	+20.6%
2018	-18.2%	-10.3%
2019	+25.5%	+20.6%
2020	+44.9%	+8.5%
2021	-10.3%	+4.9%
2022	-14.3%	-14.9%
2023	+9.8%	+6.1%
2024	+5.5%	+14.7%
2025	+23.6%	+17.8%

Performances annualisées (%)

	Fonds	Indicateur de référence ⁽¹⁾
3 ans	+11.7%	+13.2%
5 ans	+2.4%	+5.8%
10 ans	+8.4%	+7.2%
Depuis Création (2)	+7.2%	+7.1%

*Source: Carmignac au 31/12/2025. Echelle de risque du KID (Document d'Informations Clés). Le risque 1 ne signifie pas un investissement sans risque. Cet indicateur pourra évoluer dans le temps.

**Le Règlement SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) 2019/2088. Pour plus d'informations, visitez : <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj?locale=fr>

(1) Indicateur de référence : MSCI EM NR index. (2) Date de lancement de la part : 15/11/2013

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur).

TABLEAU DES FRAIS CARMIGNAC P. EMERGENTS F EUR ACC

Coûts ponctuels à l'entrée ou à la sortie

Coûts d'entrée Nous ne facturons pas de frais d'entrée.

Coûts de sortie Nous ne facturons pas de frais de sortie pour ce produit.

Coûts récurrents prélevés chaque année

Frais de gestion et autres frais administratifs et d'exploitation 1.15% Cette estimation se base sur les coûts réels au cours de l'année dernière.

Coûts de transaction 0.53% Il s'agit d'une estimation des coûts encourus lorsque nous achetons et vendons les investissements sous-jacents au produit. Le montant réel varie en fonction de la quantité que nous achetons et vendons.

Coûts accessoires prélevés sous certaines conditions

Commissions liées aux résultats 20.00% lorsque la classe d'action surperforme l'indicateur de référence pendant la période de performance. Elle sera également due si la classe d'actions a surperformé l'indicateur de référence mais a enregistré une performance négative. La sous-performance est récupérée pendant 5 ans. Le montant réel variera en fonction de la performance de votre investissement. L'estimation des coûts agrégés ci-dessus inclut la moyenne sur les 5 dernières années, ou depuis la création du produit si elle est inférieure à 5 ans.

DISCLAIMER

COMMUNICATION PUBLICITAIRE. Veuillez vous référer au KID/prospectus avant de prendre toute décision finale d'investissement. Ce document est destiné à des clients professionnels. Le présent document ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la Société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document n'est pas destiné à fournir, et ne devrait pas être utilisé pour des conseils comptables, juridiques ou fiscaux. Il vous est fourni uniquement à titre d'information et ne peut être utilisé par vous comme base pour évaluer les avantages d'un investissement dans des titres ou participations décrits dans ce document ni à aucune autre fin. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Elles se rapportent à la situation à la date de rédaction et proviennent de sources internes et externes considérées comme fiables par Carmignac, ne sont pas nécessairement exhaustives et ne sont pas garanties quant à leur exactitude. À ce titre, aucune garantie d'exactitude ou de fiabilité n'est donnée et aucune responsabilité découlant de quelque autre façon pour des erreurs et omissions (y compris la responsabilité envers toute personne pour cause de négligence) n'est acceptée par Carmignac, ses dirigeants, employés ou agents. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur). Le rendement peut évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations des devises, pour les actions qui ne sont pas couvertes contre le risque de change. La référence à certaines valeurs ou instruments financiers est donnée à titre d'illustration pour mettre en avant certaines valeurs présentes ou qui ont été présentes dans les portefeuilles des Fonds de la gamme Carmignac. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment. La référence à un classement ou à un prix ne préjuge pas des classements ou des prix futurs de ces OPC ou de la société de gestion. La durée minimum de placement recommandée équivaut à une durée minimale et ne constitue pas une recommandation de vente à la fin de ladite période. Morningstar Rating™ : © Morningstar, Inc. Tous droits réservés. Les informations du présent document : -appartiennent à Morningstar et / ou ses fournisseurs de contenu ; ne peuvent être reproduites ou diffusées ; ne sont assorties d'aucune garantie de fiabilité, d'exhaustivité ou de pertinence. Ni Morningstar ni ses fournisseurs de contenu ne sont responsables des préjudices ou des pertes découlant de l'utilisation desdites informations. La décision d'investir dans le(s) fonds promu(s) devrait tenir compte de toutes ses caractéristiques et de tous ses objectifs, tels que décrits dans son prospectus. L'accès au Fonds peut faire l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Le présent document ne s'adresse pas aux personnes relevant d'une quelconque juridiction où (en raison de la nationalité ou du domicile de la personne ou pour toute autre raison) ce document ou sa mise à disposition est interdit(e). Les personnes auxquelles s'appliquent de telles restrictions ne doivent pas accéder à ce document. La fiscalité dépend de la situation de chaque personne. Les fonds ne sont pas enregistrés à des fins de distribution en Asie, au Japon, en Amérique du Nord et ne sont pas non plus enregistrés en Amérique du Sud. Les Fonds Carmignac sont immatriculés à Singapour sous la forme d'un fonds de placement de droit étranger réservé aux seuls clients professionnels. Les Fonds ne font l'objet d'aucune immatriculation en vertu du US Securities Act de 1933. Le fonds ne peut être proposé ou vendu, directement ou indirectement, au bénéfice ou pour le compte d'une « US person » au sens de la réglementation S américaine et du FATCA. Les risques et frais relatifs aux Fonds sont décrits dans le KID (Document d'informations clés). Le KID doit être tenu à disposition du souscripteur préalablement à la souscription. Le souscripteur doit prendre connaissance du KID. Les investisseurs peuvent perdre tout ou partie de leur capital, attendu que les Fonds n'offrent pas de garantie de capital. Tout investissement dans les Fonds comporte un risque de perte de capital. Carmignac Portfolio désigne les compartiments de la SICAV Carmignac Portfolio, société d'investissement de droit luxembourgeois conforme à la directive OPCVM. Les Fonds sont des fonds communs de placement de droit français conformes à la directive OPCVM ou AIFM. La société de gestion peut décider à tout moment de cesser la commercialisation dans votre pays. • En Suisse : Le prospectus, KID, et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur le site www.carmignac.com/fr-cher auprès de notre représentant en Suisse (Switzerland) S.A., Route de Signy 35, P.O. Box 2259, CH-1260 Nyon. Le Service de Paiement est CACEIS Bank, Montrouge, succursale de Nyon / Suisse Route de Signy 35, 1260 Nyon. Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 5 intitulée "Résumé des droits des investisseurs". • En France : Le prospectus, les KID, la VL et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur www.carmignac.com/fr-fr, ou sur demande auprès de la Société de gestion. Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 5 intitulée "Résumé des droits des investisseurs". • Au Luxembourg : Le prospectus, les KID, la VL et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur www.carmignac.com/fr-lu, ou sur demande auprès de la Société de gestion. Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 5 intitulée "Résumé des droits des investisseurs". Pour Carmignac Portfolio Long-Short European Equities : Carmignac Gestion Luxembourg SA, en sa qualité de Société de gestion de Carmignac Portfolio, a délégué la gestion des investissements de ce Compartiment à White Creek Capital LLP (immatriculée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro OCC447169) à compter du 2 mai 2024. White Creek Capital LLP est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority sous le numéro FRN : 998349. Carmignac Private Evergreen désigne le compartiment Private Evergreen de la SICAV Carmignac S.A. SICAV – PART II UCI immatriculée au RCS du Luxembourg sous le numéro B285278