

La lettre de **GESTION PRIVÉE**

N° 72 | Janvier 2026

Conjoncture et marchés

2026 : une nouvelle année en or ?

En dépit de la volatilité, 2025 a été une année de records sur les marchés. Ces hausses ont été nourries par la politique monétaire accommodante opérée successivement par la BCE et la FED, ainsi que par la grande résilience de l'économie mondiale en dépit des tarifs douaniers de l'administration Trump.

Les investissements colossaux dans l'IA et les secteurs connexes ont sauvé l'économie américaine, tandis que le plan de relance allemand a renforcé les attentes de croissance en Europe. La versatilité de la politique américaine et les valorisations attractives en Europe ont de leur côté entraîné des flux vers les actions européennes. Les grands gagnants de 2025 ont été les valeurs cycliques, les actifs « value » et en particulier les secteurs des banques, de la défense, des matières premières, ainsi que les petites capitalisations boursières au positionnement géographique plus domestique. Les sociétés technologiques américaines ont également performé, mais de manière plus discriminée que par le passé. Enfin, dans un contexte géopolitique tendu, d'incertitudes politiques et budgétaires et de recul marqué du dollar, l'or a servi d'actif refuge et progressé de plus de 60% sur l'année.

Après un tel parcours, qu'attendre pour 2026 ?

La politique monétaire sera un moteur moins puissant pour les marchés qu'en 2025. En Europe, les baisses de taux sont a priori derrière nous, l'inflation dans les services restant toujours un sujet d'attention pour la BCE. Aux États-Unis, le prochain président de la FED, arrivera en mai prochain, et le profil pressenti semble favorable à une politique accommodante. Deux baisses de taux sont actuellement anticipées par le marché. Ce scénario pourrait être contrarié par le risque inflationniste au cours de l'année, alimenté notamment par les tarifs douaniers, les tensions sur la main-d'œuvre résultant de la politique migratoire, ou encore la faiblesse du dollar.

Si l'expansion des multiples de valorisation n'est plus forcément à espérer pour les actions en 2026, la progression du marché pourrait être alimentée par la croissance bénéficiaire des sociétés attendue toujours très solide (+14% aux États-Unis, +10% en Europe). L'économie mondiale en effet résiste bien, toujours par le biais des investissements dans l'IA, la défense ou les infrastructures, et grâce à une consommation encore dynamique. Dans l'IA, ces dépenses sont attendues en hausse de 40% en 2026, et ne resteront pas cantonnées aux techs au regard des besoins massifs en énergie, matériaux, métaux, gaz et équipements industriels, autant de secteurs qui continueront à être privilégiés dans notre gestion. A titre d'illustration, la hausse des dépenses, de l'ordre de 15% attendue en 2026 dans la défense allemande, contribuera à faire progresser son poids graduellement de 2% du PIB à 3,5% en 2029 !

Ainsi, les marchés devraient continuer sur leur lancée de 2025, tout au moins en début d'année. Cependant, l'intérêt d'une exposition aux valeurs américaines pour un investisseur européen pourrait être bridé par la poursuite de la pression sur le dollar (accroissement du déficit afin de financer le budget « One Big Beautiful Bill »), et par l'instabilité politique. Enfin, l'exposition au métal jaune reste pertinente, portée notamment par les achats records des banques centrales qui souhaitent diversifier leurs réserves de change.

Vie et avis de la gestion

Les métaux précieux

Parmi les grands gagnants de 2025, les matières premières et plus précisément les métaux précieux et industriels figurent en tête de podium. Ainsi, derrière l'argent qui a progressé de 141%, l'or (+64%), et d'autres métaux comme le cuivre (+41%), l'aluminium (+17%) ou dans une moindre mesure le nickel (+8%), ont été recherchés.

Les hausses de l'or et par ricochet de l'argent, historiquement corrélés, ne sont pas surprenantes au regard de l'accroissement des dettes dans le monde et de la dédollarisation lente de l'économie mondiale. La baisse du dollar, l'inquiétude quant à l'indépendance de la Fed et le contexte géopolitique ont également accentué cette tendance. En revanche, les progressions parfois significatives des autres minerais ne sont pas spontanément intuitives.

Ainsi, dans le cas du cuivre qui intéresse beaucoup d'analystes, commentateurs et bien sûr investisseurs, son parcours est habituellement intimement lié au cycle économique. Il est d'ailleurs souvent considéré comme un baromètre de l'activité industrielle mondiale en raison de son utilisation dans la construction et les biens d'équipement. Les difficultés rencontrées par la Chine sur le marché de l'immobilier devraient pousser son cours à la baisse, ou au mieux à une stagnation. Mais il existe une demande plus structurelle qui vient désormais plus que compenser la faiblesse conjoncturelle observée, liée aux besoins d'électrification

des économies. Celle-ci a connu son essor dans un premier temps avec le déploiement des éoliennes, panneaux solaires et véhicules électriques, mais surtout avec celui plus récent de l'IA (intelligence artificielle). La multiplication des centres de données nécessaires au déploiement de celle-ci impose une forte et inédite densification des infrastructures électriques et des systèmes de refroidissement, dont le cuivre est l'un des composants essentiels. Se pose, comme toujours dans ce cas, un sujet de temporalité entre l'offre et la demande, puisque les délais de mise en exploitation de nouveaux gisements de cuivre dépassent la décennie face à une demande immédiate. Le marché du métal rouge fait donc face à un déséquilibre et une forme de pénurie qui rend son prix inélastique au ralentissement du cycle économique mondial. Pour l'investisseur, le cuivre est un bon vecteur pour profiter du développement de l'intelligence artificielle autrement qu'avec les MAG 7 (Nvidia, etc.) tout en « neutralisant » les facteurs économiques habituels de corrélation. Le plan de relance allemand devrait également être un facteur de soutien à la marge.

Cette thématique des métaux et notamment du cuivre se retrouve dans certains de nos fonds comme Cogefi Flex Dynamic investi sur des titres tels que Antofagasta (UK), Anglo American (UK) ou Freeport Mc Moran (US).

Source données chiffrées : Cogefi Gestion

Gamme OPC de Cogefi Gestion

CHIFFRES-CLES AU 31/12/2025									
	Niveau de risque	Valeur liquidative	Perf. mensuelle*	Perf. 2025**	3 ans***		5 ans****		
					Perf. cumulée	Volatilité	Perf. cumulée	Volatilité	
ACTIONS	COGEFI PROSPECTIVE P	FR0010762518	152,33	1,98%	29,14%	35,22%	14,72%	-4,10%	18,84%
	FCP - Actions Europe Petites Capitalisations	Eligible au PEA							
	Indicateur de référence dividendes nets réinvestis (1)	1 2 3 4 5 6 7		2,24%	19,76%	41,98%	13,51%	38,27%	15,52%
	COGEFI ELIXIR P	FR0013140597	115,78	0,75%	4,26%	19,36%	13,27%	8,16%	15,53%
	FCP - Actions Europe Grandes Capitalisations Mixte	Eligible au PEA							
MIXTES	COGEFI VALEUR P	FR0007079132	46,99	1,42%	12,55%	20,92%	12,06%	9,76%	14,14%
	FCP - Actions Europe Grandes Capitalisations Mixte	Eligible au PEA							
	STOXX Europe Large 200 en € dividendes nets réinvestis	1 2 3 4 5 6 7		2,76%	19,96%	52,60%	11,92%	77,41%	13,54%
	COGEFI FLEX DYNAMIC P	FR0010738211	111,47	1,82%	12,82%	18,60%	9,06%	5,93%	10,66%
	FCP - Allocation EUR Aggressive								
OBLIGATIONS	Indicateur de référence coupons et div. nets réinvestis (2)	1 2 3 4 5 6 7		0,72%	9,91%	42,05%	7,49%	50,31%	8,61%
	COGEFI HIGH QUALITY BOND P	FR0013421443	1 057,61	0,04%	2,23%	11,87%	1,08%	5,66%	1,38%
	FCP - Obligations EUR Diversifiées								
	Indicateur de référence (3)	1 2 3 4 5 6 7		0,22%	2,73%	11,22%		11,41%	
	COGEFI SHORT TERM HIGH YIELD P	FR0007389002	583,99	0,53%	3,37%	11,86%	2,14%	8,95%	2,46%
	FCP - Allocation EUR Prudente								
	Indicateur de référence (4)	1 2 3 4 5 6 7		0,45%	5,17%	20,68%		21,00%	
	COGEFI BONDS 2029 P	FR001400FCA4	1 098,10	0,40%	2,14%	FCP créé le 23/05/2023 valeur origine 1 000 €			
	FCP - Allocation EUR Prudente								
		1 2 3 4 5 6 7							

Source Cogefi Gestion

(1) EURO STOXX Small Net Total Return EUR depuis le 01/04/2025, STOXX Europe Large 200 Small EUR dividendes nets réinvestis avant

(2) 35% STOXX Europe Large 200 (€) div. nets réinvestis, 35% STOXX 1800 div. nets réinvestis depuis 01/01/23 et MSCI World (€) div. nets réinvestis avant, 30% iBOXX Euro Eurozone Sovereign 5-7 TR depuis 01/04/25 et FTSE MTS 5-7 ans coupons réinvestis avant

(3) €STR capitalisé +0,6% depuis janv. 2022, Eonia Capitalisé +0,6% avant cette date

(4) €STR 8,5 bp capitalisé +1% depuis janv. 2022, Eonia Capitalisé +1% avant cette date

*Perf. mensuelle du 28/11/25 au 31/12/25

**Perf. 2025 du 31/12/24 au 31/12/25

***3 ans du 30/12/22 au 31/12/25

****5 ans du 31/12/20 au 31/12/25

AVERTISSEMENT - Les OPC sont investis dans des instruments financiers sélectionnés par Cogefi Gestion qui connaîtront les évolutions et aléas des marchés. Il est rappelé que tout investissement comporte des risques de perte. Le capital investi peut ne pas être intégralement restitué. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne constituent en aucun cas une garantie de performance ou de capital à venir. Ce document non contractuel ne constitue ni une offre de vente, ni un conseil en investissement et n'engage pas la responsabilité du groupe Cogefi. Données à caractère indicatif. Avant tout investissement, Cogefi Gestion recommande de se rapprocher de son conseiller pour une meilleure compréhension des risques et de consulter obligatoirement le DIC Priips des OPC disponible auprès de Cogefi Gestion ou sur ce site Internet : www.cogefi.fr. Ces fonds ne peuvent être souscrits par des « US Persons » ou assimilés.

Zoom sur vos solutions patrimoniales

Produits structurés : un composant d'un patrimoine financier diversifié

La gestion patrimoniale traverse un changement de régime après une décennie de taux nuls puis un choc inflationniste brutal. Le fonds en euros protège mais sa rémunération diminue. Les marchés actions offrent du potentiel, en conservant une volatilité parfois difficilement acceptée.

À côté de ces deux classes d'actifs traditionnelles, d'autres solutions financières s'imposent progressivement comme véritable brique d'allocation à l'image des produits structurés. Leur logique est d'utiliser l'incertitude de marché en scénarios de rendement définis à l'avance.

• Qu'est-ce qu'un produit structuré ?

Un produit structuré combine un support obligataire (titres de créance) associé à un ou plusieurs dérivés (une option la plupart du temps) adossées à un sous-jacent (indice, action, panier, taux, devise...). La partie obligataire assure le remboursement total ou partiel à l'échéance, tandis que les dérivés génèrent la performance conditionnelle basée sur le sous-jacent du produit. L'investisseur connaît dès le départ la durée maximale, le niveau de protection et les différents scénarios possibles du plus favorable au plus tendu. Tous les produits structurés sont des instruments financiers complexes strictement encadrés par la réglementation européenne et française. Leur commercialisation, comme pour tout produit financier, répond à un cadre strict de protection de l'investisseur à travers deux axes :

1. Une **information claire et complète** du fonctionnement du produit, des risques associés ainsi que des frais appliqués : document d'information clé (KID), scénarios de performance, transparence des coûts, information sur les risques.
2. Un dispositif obligatoire **d'évaluation du caractère approprié ou de l'adéquation** du produit au profil de l'investisseur.

De nombreuses possibilités de structuration existent apportant une diversité de produits importante. Il est donc fondamental de bien appréhender les enjeux et les risques inhérents à chaque produit avec l'aide de son conseiller.

• Un contexte favorable

L'environnement actuel est particulièrement favorable à la création de produits structurés grâce à la remontée des taux renforçant la valeur de la composante obligataire, et la volatilité élevée de certains sous-jacents renchérissant les options. Les rendements

espérés, tout comme les risques associés, peuvent ainsi être supérieurs à celui d'un fonds euro.

• L'enveloppe fait la différence

Une fois la décision prise d'intégrer une brique produits structurés dans son allocation patrimoniale, il est essentiel de sélectionner l'enveloppe la plus adaptée, en cohérence avec ses objectifs et sa stratégie globale. Si le PEA ne peut accueillir ces produits, l'assurance-vie est aujourd'hui le cadre privilégié (80% des produits structurés en France sont logés en assurance-vie¹) pour les détenir avec une capitalisation sans frottement fiscal. Elle ajoute également un filtre supplémentaire car l'assureur valide leur éligibilité selon ses propres critères de risque, de liquidité, de structure et de lisibilité. Ce cadre réduit toutefois l'univers d'investissement. De son côté, le compte-titres donne accès à l'ensemble des produits structurés autorisés par l'AMF (maturités courtes, sous-jacents complexes, devises, paniers sophistiqués ou stratégies de couverture). En synthèse, la détention en compte-titres offre un catalogue plus large de possibilités (notamment pour les investisseurs avertis et les holdings patrimoniales) mais les flux sont fiscalisés chaque année, et il n'existe ni capitalisation ni avantage successoral. De son côté, l'assurance-vie offre un cadre fiscal plus avantageux.

Exemple : 100 000 € investis à 6% par an pendant six ans produisent 36 000 € de coupons (hors frais appliqués). En assurance-vie, ces coupons restent investis. Si toutes les conditions sont remplies et/ou l'échéance du produit, le capital final approcherait 136 000 € (hors frais de l'assureur). En compte-titres, ces mêmes coupons sont imposés chaque année, l'investisseur pouvant prétendre qu'à un capital final de 124 696 €² (hors frais applicables). À risque identique, l'enveloppe crée plus de 11 304 € de performance nette, sans compter l'avantage successoral.

Face à l'instabilité des taux et la volatilité des marchés actions, les produits structurés s'avèrent pertinents comme outil de diversification au sein d'une allocation patrimoniale équilibrée. Sélectionnés avec un conseiller, en adéquation avec vos objectifs d'investissement et votre niveau d'aversion au risque, et logés dans l'enveloppe appropriée, ils font sens dans une recherche de rendement.

¹ Source : Cartographie des produits structurés, ACPR et AMF, Mars 2024

² (Montant investi + coupons) – (coupons x flat tax), soit 136 000 € – (36 000 € × 31,4%) = 124 696 €

Le démembrement des droits sociaux : la mise en réserve n'est pas neutre

Lorsque les parts sociales ou actions d'une société sont démembrées, la mise en réserves n'est plus un simple choix de gestion : c'est un acte patrimonial à effet redistributif entre usufruitier et nus-proprétaires.

La sécurité du démembrement ne se joue plus uniquement dans l'acte de donation ou les statuts mais dans la cohérence de la politique de distribution dans la durée. Autrement dit, ce n'est plus seulement le montage qui est analysé, mais sa trajectoire économique.

• Un socle toujours acquis : pas de droit sans distribution

La règle cardinale demeure inchangée. L'usufruitier n'a droit qu'aux bénéfices effectivement mis en distribution. Les bénéfices simplement réalisés ou distribuables ne constituent pas des droits acquis. Cette solution constante depuis 2009⁽¹⁾, qui retient que seuls les bénéfices distribués constituent des fruits revenant à l'usufruitier, les bénéfices mis en réserve demeurent attachés à la nue-propriété. La valeur de la société augmente mais cette plus-value latente ne sera captée qu'à la réunion de l'usufruit et de la nue-propriété, en franchise de droits.

Exemple :

Un dirigeant donne à 58 ans la nue-propriété des titres de sa holding à ses enfants et conserve l'usufruit. Pendant 12 ans, les résultats sont majoritairement mis en réserves afin de financer la croissance et renforcer la structure financière. À son décès, la valeur accrue des titres est transmise hors droits. Il n'y a ni libéralité ni appauvrissement, seulement l'effet mécanique de la capitalisation et du temps long.

• La cohérence économique : la règle d'or

Le risque aujourd'hui ne porte plus sur la qualification juridique de la mise en réserve mais sur sa cohérence économique. Les juridictions et l'administration examinent la répétition des décisions, leur articulation avec les distributions ultérieures et l'existence d'un intérêt social réel tel que l'autofinancement, le désendettement ou la préparation d'investissements. La mise en réserve devient ainsi un indicateur de politique financière plus qu'un simple acte juridique.

Exemple :

Une société met en réserves 100% de son résultat chaque année puis procède, quelques mois plus tard, à une distribution de réserves pour un montant proche du résultat moyen. Ce type de séquence ne peut plus être analysé comme une simple politique de prudence financière. Il révèle une affectation artificielle du résultat destinée à neutraliser les droits de l'usufruitier et peut être requalifié comme une renonciation déguisée.

Dans plusieurs décisions récentes, la Cour de cassation a admis que, lorsque la mise en réserve est dépourvue de toute justification économique sérieuse, elle peut constituer une renonciation irrévocable de l'usufruitier à percevoir les dividendes, ouvrant la voie à une qualification de donation indirecte au profit des nus-proprétaires. Un arrêt récent rappelle ainsi que, sauf stipulation statutaire contraire, l'usufruitier a vocation à percevoir les bénéfices distribués et que la politique de mise en réserve ne peut, sans justification économique sérieuse, avoir pour effet de neutraliser ses droits ni de transférer la valeur au profit des nus-proprétaires⁽²⁾.

• La distribution de réserves et le quasi-usufruit

Lorsque des réserves sont distribuées sur des titres démembrés, la solution dominante demeure que les sommes reviennent à l'usufruitier sous le régime du quasi-usufruit. Il peut en disposer librement mais les nus-proprétaires acquièrent une créance de restitution égale aux montants perçus, déductible de la succession de l'usufruitier.

Exemple :

Une holding distribue 2 M€. L'usufruitier perçoit les fonds et les utilise pour ses besoins personnels ou patrimoniaux. Les nus-proprétaires détiennent en contrepartie une créance de 2 M€ qui viendra en déduction de l'actif taxable lors du décès, à condition que la convention de quasi-usufruit et la traçabilité économique soient irréprochables.

¹ Cass.com, 10 février 2009 n° 07-21.806

² Cass. civ. 3e, 19 septembre 2024, n° 22-18.687