

Le Mensuel

Février 2026 - n°57

L'année ne fait que commencer... !

En janvier, de nombreux événements d'ordre économique, (géo)politique et financier se sont enchaînés à une vitesse déconcertante. Nous revenons, ce mois-ci, sur certains d'entre eux.

En zone Euro, les données économiques publiées durant le mois ont montré des signes encourageants de redressement de l'activité. La croissance du PIB a atteint 0,3% au quatrième trimestre 2025 alors que le consensus tablait sur une hausse de 0,2%. De plus en plus d'indicateurs avancés du cycle, principalement issus d'enquêtes conjoncturelles, signalent par ailleurs une amélioration du climat des affaires en ce début d'année 2026. Toutefois, cette amélioration d'ensemble masque encore une certaine hétérogénéité. Les pays du Sud, notamment l'Espagne, continuent de croître à un rythme soutenu, tandis que l'Allemagne renoue timidement avec des chiffres de croissance positifs. Le secteur manufacturier montre quant à lui des signes d'amélioration mais il reste en retrait face à celui des services, illustrant ainsi le caractère encore inégal de cette reprise. Le déploiement du plan allemand de réarmement et d'infrastructures, combiné aux effets différés des baisses de taux de la BCE et à la hausse des revenus réels, devrait cependant favoriser une reprise cyclique plus étendue de l'activité en 2026. En parallèle, l'inflation totale est passée sous le seuil des 2% en décembre 2025, à 1,9% en glissement annuel. Cette baisse s'explique principalement par des effets de base énergétiques favorables et cette tendance devrait se poursuivre au premier trimestre avant de s'inverser progressivement par la suite. L'inflation hors énergie et alimentation a quant à elle enregistré une baisse plus modeste, passant de 2,4% en novembre à 2,3% en décembre.

Dans ce contexte, notre scénario central reste celui d'une BCE laissant sa politique monétaire inchangée au cours des six prochains mois pour trois raisons principales : (i) les effets de base énergétiques sont connus et anticipés, (ii) les données d'activité s'améliorent et la probabilité que la BCE rehausse ses prévisions de croissance en mars est selon nous élevée et (iii) le niveau actuel du taux de facilité de dépôt (2%) se situe dans l'intervalle de l'estimation du taux neutre (compris entre ~1,75% et ~2,5%) – celui qui ne contraint pas l'activité ni n'accélère l'inflation. Au-delà de ce scénario central, l'appréciation de l'euro face au dollar (13,4% en 2025 et 0,9% en janvier 2026) et aux principales devises internationales ainsi que la réorientation des flux de marchandises chinoises vers l'Europe dans le cadre de la guerre commerciale sino-américaine pourraient néanmoins exercer des pressions baissières sur l'inflation et rouvrir la question d'un nouvel assouplissement monétaire. A ce titre, nous surveillerons attentivement les éléments de langage employés par la BCE, notamment tout changement dans la tolérance à l'appréciation de l'euro

lors des premières réunions de l'année 2026.

Aux Etats-Unis, bien que la Fed ait adopté le statu quo le 28 janvier dernier, trois enseignements ressortent de cette réunion de politique monétaire. Premièrement, les risques à la hausse sur l'inflation et à la baisse sur l'emploi ont diminué. Autrement dit, la « balance des risques » est désormais plus équilibrée. Deuxièmement, seuls Stephen Miran, proche conseiller économique de Donald Trump, et Christopher Waller, membre du conseil des gouverneurs, ont voté contre la décision de laisser la politique monétaire inchangée en souhaitant une baisse de 0,25%. Troisièmement, Jerome Powell a indiqué que le niveau actuel des taux directeurs (3,50%-3,75%) n'est plus aussi restrictif qu'auparavant et qu'il se situe désormais proche de la neutralité, réduisant ainsi de facto l'urgence de poursuivre l'ajustement de la politique monétaire. Avec une inflation PCE à ~2,8% selon les chiffres de novembre, un rythme de consommation des ménages toujours soutenu et un marché de l'emploi dont la dégradation semble s'être interrompue, il nous semble peu probable que la Fed procède à de nouvelles baisses de taux avant le second semestre.

Outre cette réunion, le mois de janvier a également coïncidé avec la nomination de Kevin Warsh à la tête de la Fed, en remplacement de Jerome Powell dont le mandat arrive à échéance en mai prochain. Cette nomination reste toutefois suspendue à la validation du Sénat. S'il est encore trop tôt pour déterminer précisément l'attitude qu'adoptera Kevin Warsh, deux éléments méritent toutefois d'être soulignés. Premièrement, Kevin Warsh a déjà siégé au sein de la Fed entre 2006 et 2011. Durant cette période, il s'est montré critique à l'égard de la politique d'assouplissement quantitatif et s'est fréquemment rangé du côté des faucons, insistant sur les risques haussiers sur l'inflation. Deuxièmement, dans ses prises de parole récentes, il a exprimé le souhait de voir les taux diminuer, arguant du caractère potentiellement désinflationniste des gains de productivité liés à l'IA, une thèse encore largement débattue. Ce faisant, il se rapproche indirectement de la rhétorique défendue par Donald Trump, favorable à une baisse des taux directeurs. Cette nomination intervient dans un contexte par ailleurs marqué par l'assignation à comparaître de la Réserve fédérale devant la justice américaine, assignation que Jerome Powell a qualifiée de « prétexte » visant à tenter de nuire à l'indépendance de la banque centrale. Dans le sillage de cette nomination, Donald Trump a commenté en déclarant, sur le ton de la plaisanterie, que si Kevin Warsh ne baissait pas les

taux, il pourrait le traduire en justice. Reste donc à savoir si nous aurons affaire à l'ancien Kevin Warsh ou au nouveau Kevin Warsh. Au-delà du mois de mai, la capacité du nouveau président à pouvoir baisser les taux dépendra surtout de la manière dont il parviendra à convaincre les autres membres de la Fed de le suivre dans sa démarche et son raisonnement. Au regard de la composition actuelle du FOMC, nous jugeons peu probable un scénario de baisses de taux motivées par des considérations politiques. Les décisions resteront, selon nous, conditionnées à un diagnostic économique clair et largement partagé au sein du comité. Le risque principal réside cependant sur une moindre lisibilité de la politique monétaire américaine, en raison de désaccords possibles en interne. En l'état, notre scénario central prévoit toujours une à deux baisses de taux au maximum sur l'ensemble de l'année 2026.

Malgré une succession d'événements économiques et géopolitiques – du Venezuela au Groenland, en passant par Davos et le Japon (voir notre analyse détaillée [ici](#)) – les marchés d'actifs risqués ont terminé

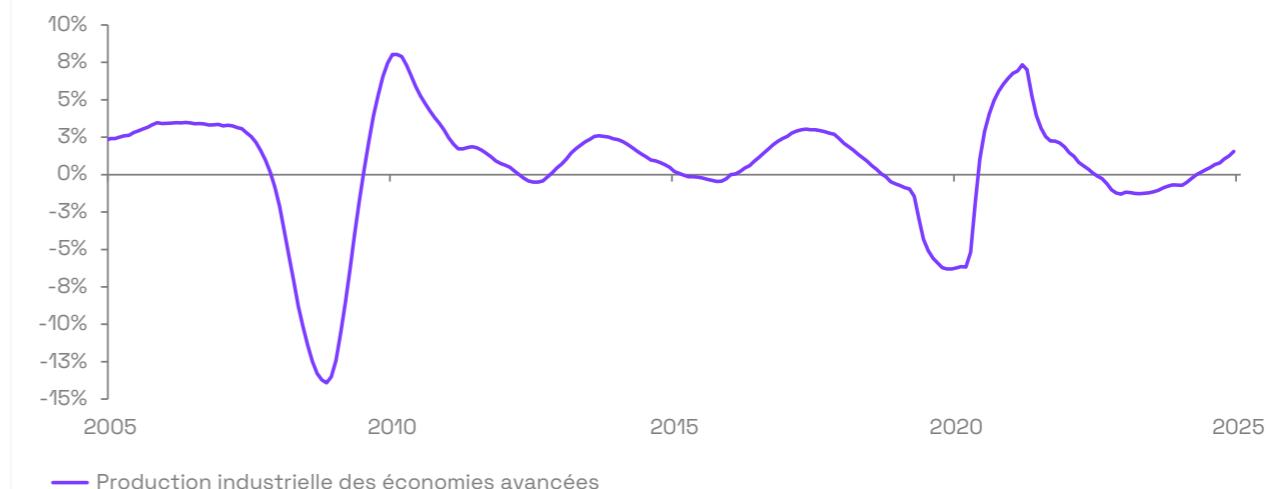
le mois en territoire positif. A ce titre, l'environnement économique nous paraît toujours favorable aux actifs risqués et notamment aux actions de la zone Euro, qui continuent de surperformer les actions américaines en ce début d'année...

Florent Wabont
Economiste



Graphique du mois

Evolution de la production industrielle dans les économies avancées



Sources : Ecofi, CPB (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis). La variation de la production industrielle est calculée sur un an glissant et en moyenne sur un an. Les économies avancées regroupent notamment la zone Euro, le Royaume-Uni, les Etats-Unis et le Japon. Dernières données disponibles au 30/01/2026.

Les analyses et les opinions mentionnées ci-contre représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 30/01/2026 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Actions

2026 : odyssée du changement ?

Un début de diversification hors Mag 7 ?

Comparaison des "Magnificent 7" et d'un panier de valeurs de qualité européennes (Goldman Sachs) (5 ans glissants- base 100)



Source : Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research au 30/01/2026

Indices

perf. mois

EuroStoxx (€)	2,85%	↗
S&P 500 (\$)	1,42%	↗
Topix (¥)	4,62%	↗
Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$	-0,29%	▬
Valeurs "value" (MSCI World Value) \$	4,69%	↗

Secteurs

Zone Euro Etats-Unis

Produits de base	5,82	↗	9,77	↗
Energie	6,63	↗	14,27	↗
Industrie	5,84	↗	7,00	↗
Technologie	10,15	↗	-1,98	↘
Conso. cyclique	-7,88	↘	1,51	↗
Conso. non cyclique	0,34	↗	7,53	↗
Santé	3,64	↗	-0,45	↘
Services de communication	4,44	↗	5,33	↗
Services aux collectivités	7,65	↗	1,60	↗
Finance	1,87	↗	-1,95	↘
Immobilier	0,55	↗	2,76	↗

Variations mensuelles en euros.

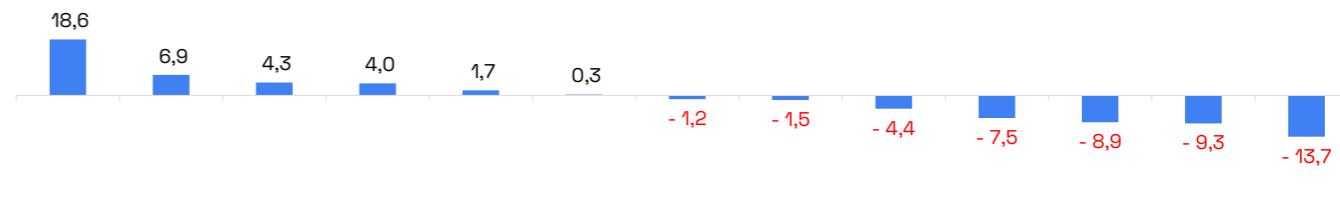
Actualités

L'année du cheval symbolise la transformation et le mois de janvier - qui vient du latin Janus, dieu des passages - les commencements et les fins. Ce début d'année 2026 ne ressemble pourtant à première vue ni à l'un ni à l'autre mais à une poursuite d'une tendance dessinée en 2025 : la progression des prix des métaux, les thématiques de l'intelligence artificielle et de la défense toujours recherchées et l'incertitude de la politique commerciale de D. Trump. Néanmoins, plusieurs signes émergent quant à un exercice 2026 différent : le Mag7 a fini en territoire négatif, les performances indicielles sont moins concentrées et D. Trump a fini par opter pour un choix a priori rationnel pour la succession de J. Powell : K. Warsh.

Obligations

Taux : de l'influence des taux japonais

Niveau et variation mensuelle (en pdb) des rendements d'emprunts souverains à 10 ans



Sources : Bloomberg, Ecofi

Crédit

Les marges de crédit se sont contractées, les notations les plus basses ayant vu leurs marges de crédit baisser plus que celles des bonnes notations. La sensibilité au risque de taux a cependant aidé la partie la plus longue de la courbe. Le marché primaire en janvier a été un mois record, et les carnets d'ordres restent toujours grandement souscrits. Le contexte géopolitique n'a eu que peu d'effets sur la performance du marché du crédit, seules les primes à l'émission sur le marché primaire ont connu un peu de volatilité après que les taux japonais sont montés de manière spectaculaire.

Obligations

Var. mois Taux 10 ans

Souverains Euro (Euro)	-1	↘	2,84%
Souverains US (\$)	7	↗	4,24%
Perf. mois perf. YTD			
Crédit IG (Euro)	0,70%	↗	0,70%
High yield (Euro)	0,76%	↗	0,76%
Convertibles (Euro)	2,51%	↗	2,51%

Convertibles

Après un excellent millésime 2025, l'année 2026 démarre sous de bons auspices avec un gain de 2,4% et 2,2% respectivement sur la zone Euro et l'Europe (Credit/Rate Sensitive +0,39%, Balanced +2,4%, Equity Sensitive +6,15%).

Le marché primaire a été actif (2.665 M€, notamment des émissions bancaires échangeables en actions (STmicroelectronics, Rheinmetall, Sanofi), mais aussi des refinancements SNAM/Italgas 2031.

Le marché a été soutenu par les thématiques défense, semiconducteurs et métaux alors que le luxe et la pharmacie ont consolidé.

Devises

Perf. mois perf. YTD

Euro/Dollar	0,89%	↗	0,89%
Euro/Yen	-0,32%	↘	-0,32%
Euro/Livre sterling	-0,63%	↘	-0,63%

Actualités

Malgré des tensions géopolitiques exacerbées et des revirements multiples concernant les droits de douane imposés par l'administration américaine, les emprunts d'Etat n'ont pas joué leur rôle habituel de valeurs refuges. Les taux allemands, quasiment stables, ont évolué au sein d'un corridor étroit 2,80%/2,90% et le taux à 10 ans américain est remonté de 7bp à 4,24%. Ce phénomène est sans doute lié à la forte remontée des taux à long terme japonais (le taux à 40 ans s'inscrit en hausse de 28bp sur le mois à 3,90% mais a atteint un plus haut historique de 4,23% le 20 janvier) qui pourrait conduire les investisseurs japonais à revenir sur leur marché au détriment des marchés obligataires internationaux, notamment américains et français, dans lesquels ils sont traditionnellement investis. Ces craintes n'ont pas empêché les emprunts d'Etat français de surperformer leurs homologues allemands : le spread France /Allemagne s'est rétréci de 13bp à 58bp, entraînant une surperformance des emprunts italiens et espagnols.

Perspectives

Pour les allocations du bilan mensuel de fin janvier 2026, les prévisions à 6 mois :

Actions

Zone Euro	
Royaume-Uni	
Etats-Unis	
Japon	

La valorisation des marchés de la zone Euro est sur des niveaux de PE proche des 17x vs 13,5 pour la moyenne historique à long terme, encore attractive par rapport aux Etats-Unis (PE de 25,7x vs 17,1x) avec des anticipations d'une croissance des BPA proches pour les deux zones en 2026. La préférence pour la zone Euro demeure le scenario central également en raison des plans de relance allemands, des stimulus potentiels d'autres pays et une inflation sous contrôle pour le moment. Enfin, les flux pourraient être un facteur de soutien après des montants "timides" en 2025 sur les marchés européens (autour de 100 Mds €).

Devises

Euro / Dollar	
Euro / Livre Sterling	
Euro / Yen	

Les pressions politiques qui devraient s'exercer sur la Fed (départ de J. Powell fin mai) et le décalage de politique monétaire (poursuite de l'assouplissement monétaire aux Etats-Unis/ stabilité des taux directeurs dans la zone Euro) ne sont pas favorables au dollar US. Toutefois les anticipations de marché concernant la détente des taux Fed Funds nous semblent trop fortes au vu d'une économie relativement résiliente et d'une crédibilité de la Fed qui serait chahutée mais au total préservée. Par ailleurs, l'Euro pourrait pâtir de déceptions quant au rythme réel de croissance (beaucoup d'espérance sur les plans allemands...). Nous prévoyons une hausse du Yen contre USD et Euro compte tenu des perspectives de remontée des taux directeurs de la BoJ (inflation élevée, hausse des salaires, politique budgétaire expansive...) et des risques d'intervention sur le marché des changes et de rapatriement de fonds de la part des investisseurs japonais.

Obligations souveraines

Allemagne	
Etats-Unis	
Royaume-Uni	
Japon	

Nous maintenons notre scénario de stabilité de la politique monétaire de la BCE même si le passage du taux d'inflation sous l'objectif des 2% en début d'année et la force de l'Euro pourraient raviver les anticipations de baisse des taux directeurs. Le taux à 10 ans allemand poursuivrait sa tendance légèrement haussière pour atteindre 2,90% reflétant l'amélioration progressive de la conjoncture économique dans la zone et la forte sollicitation des marchés obligataires de la part des Etats en 2026. La courbe allemande pourrait commencer à s'aplatir légèrement compte tenu de l'apparition probable d'anticipations de hausse des taux directeurs début 2027. L'écart de taux France-Allemagne à 10 ans devrait remonter légèrement, après son fort rétrécissement, compte tenu de l'absence de progrès dans la gestion des comptes publics français.

Crédit

Investment grade Euro	
High yield Euro	

Le volume sur le marché primaire devrait diminuer avec le début de la période des résultats des entreprises. Les bonnes nouvelles sur le budget français devraient supporter les marges de crédit à court terme, mais le niveau faible de celles-ci ne plaide pas pour plus de resserrement.

Les derniers chiffres de la zone Euro renforcent la bonne dynamique actuelle et la BCE devrait rester en pause. Les niveaux de portage sur le crédit restent attractifs et nous tablons sur un afflux de capitaux.

Les vues sont exprimées sur les performances totales attendues en Euro.

Nos derniers engagements

Nos actions de dialogue en 2025

En 2025, Ecofi a dialogué individuellement avec **62 sociétés** (contre 35 en 2025), posant un total de **370 questions** sur divers enjeux ESG.

En ce qui concerne le dialogue collectif, Ecofi a soutenu 30 initiatives (contre 21 en 2025), coordonnées par ses réseaux internationaux de finance responsable, permettant de contacter **124 sociétés** différentes investies (contre 136 en 2025).

De plus, Ecofi a participé à **11 initiatives de dialogue** avec les institutions sur des enjeux ESG (contre 9 en 2025), renforçant ainsi son engagement envers des questions telles que la pollution plastique, le climat, la lutte contre la déforestation, les droits de l'Homme, la responsabilité fiscale et le reporting extra-financier.

En 2025, Ecofi a également mené **2 campagnes de dialogue spécifiques** sur le **climat et la parité hommes/femmes**. Une procédure d'escalade a été adoptée pour renforcer la gestion des enjeux ESG, et une intégration plus marquée entre vote et dialogue a été mise en place, notamment en organisant des dialogues sur les résolutions en assemblée générale avec des votes contraires lorsque nécessaire.

Nos actions sur le vote en 2025

En 2025, Ecofi a exercé ses droits de vote dans **233 Assemblées générales**, avec un total de **3 871 résolutions** soumises aux votes des actionnaires. Nous avons voté « contre » à **39 % des résolutions**, à comparer avec un taux moyen de votes « contre » de 22 % pour les sociétés de gestion françaises (source AFG). Les principales raisons de nos votes d'opposition concernent la nomination des membres du Conseil d'administration, suivie de la rémunération des dirigeants.

De plus, Ecofi a soutenu **76 résolutions des actionnaires minoritaires**, en faveur d'une bonne gouvernance et d'une gestion responsable des impacts environnementaux et sociaux. En 2025, Ecofi a également mis à jour sa politique de vote en intégrant plusieurs critères relatifs aux pratiques de gouvernance et aux enjeux climatiques.



dialogues individuels

questions posées

sociétés contactées



assemblées générales



résolutions soumises au vote



de votes contre

Bilan 2025

Bilan 2025

✉ + 33 (0)1 44 88 39 24

✉ contact@ecofi.fr

🌐 www.ecofi.fr

12 boulevard de Pesaro
CS 10002
92024 Nanterre Cedex

