

Le Mensuel

Janvier 2026 - n°56

2026 : On prend les mêmes et on recommence... ?

L'année 2025 fut pleine de rebondissements : de l'élan de souveraineté en Europe aux nombreuses rodomontades de Donald Trump, en passant par l'instabilité de l'environnement géopolitique. Malgré ces perturbations, 2025 restera un excellent millésime pour les actifs risqués, avec des performances dépassant les 20% pour certains grands marchés. La croissance de l'économie mondiale s'est avérée satisfaisante et le phénomène de désinflation s'est globalement prolongé. Les Banques centrales ont, dans l'ensemble, poursuivi leur assouplissement monétaire initié en 2024, quoique de manière plus modeste. Mais les fins d'année coïncident aussi avec le traditionnel exercice des perspectives annuelles et ce numéro du Mensuel n'y échappera pas. L'année 2026 s'inscrira-t-elle dans la continuité de 2025, ou bien marquera-t-elle au contraire une rupture ?

La croissance économique de la zone Euro en 2025 a été supérieure aux attentes du consensus exprimées en début d'année. Cette bonne dynamique masque toutefois d'importantes disparités. La demande privée reste inégale, l'industrie manufacturière peine face aux services, et les pays du sud se sont démarqués de ceux du cœur de l'Europe. Contrairement au consensus, nous nous étions montrés plus optimistes en début d'année 2025 et nous le sommes de nouveau pour 2026. L'accord sur les droits de douane entre l'UE et les Etats-Unis procure un peu plus de visibilité aux entreprises, mais sa mise en application pourrait encore montrer un « trou d'air » sur les données de fin 2025 et de début 2026. Au-delà, le déploiement du plan allemand devrait contrer en partie l'aspect négatif de la politique commerciale américaine. Ce plan, dont les retombées positives sur l'économie allemande et celle de la zone Euro dépendent avant tout de l'ampleur du multiplicateur budgétaire, ne doit toutefois pas être considéré de manière isolée. Ces mesures interviennent en effet à un moment crucial du cycle économique en zone Euro. Les baisses de taux effectuées par la BCE depuis 2024 n'ont pas encore totalement infusé dans l'économie et les gains de pouvoir d'achat enregistrés grâce à la baisse de l'inflation constituent toujours un point d'appui. Ces éléments, couplés à la possibilité d'un renforcement supplémentaire en matière d'autonomie stratégique européenne, laissent présager d'une croissance pour 2026 supérieure à son potentiel estimé autour de 1%. Dans le même temps, plusieurs facteurs sont susceptibles d'exercer des pressions désinflationnistes à court terme : l'appréciation de l'euro face au dollar et aux principales devises internationales, la baisse des prix de l'énergie ou encore la réorientation des flux de marchandises chinoises vers l'Europe dans le contexte de la guerre commerciale sino-américaine. Toutefois, des pressions inflationnistes pourraient progressivement émerger, à mesure du déploiement du plan allemand et de l'inflexion du cycle économique que nous anticipons. Parallèlement, le taux de chômage de la zone Euro devrait poursuivre sa baisse et rester inférieur au taux de chômage d'équilibre à long terme, en dessous duquel les pressions salariales augmentent et au-dessus duquel elles diminuent. Dans ce contexte, la BCE devrait maintenir sa politique monétaire inchangée au cours des six prochains mois. Pour la seconde partie de l'année, nous

envisageons la possibilité d'un durcissement de la politique monétaire voire d'une remontée des taux directeurs, sous réserve de la matérialisation de notre scénario d'embellie conjoncturelle.

Aux Etats-Unis, le taux effectif des droits de douane appliqué par les Etats-Unis au reste du monde a bondi de 2,4% fin 2024 à environ 15% fin 2025, négociations et exemptions incluses. Le ralentissement de l'économie américaine observé jusqu'ici devrait se prolonger à court terme, sous l'effet de plusieurs facteurs : la baisse du pouvoir d'achat des ménages due aux droits de douane, le choc d'incertitude lié à la politique économique erratique de Donald Trump, la fragilité du marché de l'emploi et la période prolongée de *shutdown*. Cependant, la conjonction de la réduction de l'incertitude commerciale, de l'atténuation progressive de l'impact des hausses de droits de douane sur les consommateurs, ainsi que l'effet à venir des baisses de taux déjà effectuées par la Fed et la détente des conditions financières, contribuerait ensuite à favoriser une réaccélération de l'économie américaine et une amélioration des métriques de l'emploi. Les mesures budgétaires prévues au sein du OBBA (One Big Beautiful Act) soutiendront également la croissance. Les investissements dans l'IA devraient continuer de contribuer positivement à la croissance du PIB américain, mais de moins en moins, à mesure de la reprise des secteurs plus « traditionnels ». La désinflation devrait se poursuivre, mais de manière poussive. Selon nous, l'augmentation des droits de douane ne s'est pas encore intégralement transmise dans les prix. Nous anticipons une « bosse » d'inflation dans les biens moins haute qu'initialement escompté, mais un peu plus étalée dans le temps. En outre, la réaccélération de l'activité pourrait entraîner un regain de tension sur le marché du travail et ainsi, ralentir la désinflation. La moindre augmentation des loyers (~30-40% dans les différentes mesures d'inflation) ou encore l'atténuation des effets de la pandémie sur l'évolution de certaines catégories spécifiques (frais d'assurance auto...), devraient néanmoins exercer des pressions baissières. A la différence de 2025, la variable d'ajustement nécessaire à la poursuite de l'ajustement de la politique monétaire de la Fed devrait être l'inflation et non plus l'emploi. Dans ce contexte, nous prévoyons ainsi une à deux baisses de taux en 2026. Enfin, le remplacement de Jerome Powell à la tête de la Fed

en mai 2026 par un proche de Donald Trump ne devrait paradoxalement pas changer la donne. L'indépendance de la Fed restera probablement menacée mais ne sera pas perdue.

En matière d'allocation d'actifs et compte tenu de notre scénario économique, nous continuons de privilégier les actifs risqués. En 2025, les actions internationales hors des Etats-Unis ont représenté un terrain favorable pour un investisseur européen non couvert du risque de change, tranchant ainsi nettement avec les précédentes années de surperformance des actions américaines. Selon nous, cette situation est amenée à se prolonger en 2026, mais pas nécessairement grâce aux mêmes catalyseurs. En particulier, la surperformance des actions de la zone Euro dépendra notamment de la traduction des bonnes surprises économiques que nous anticipons dans les résultats des entreprises (au-delà de secteurs spécifiques comme la défense ou les financières...) et du comportement de la thématique de l'IA aux Etats-Unis. Une reprise cyclique devrait ainsi favoriser les secteurs plus

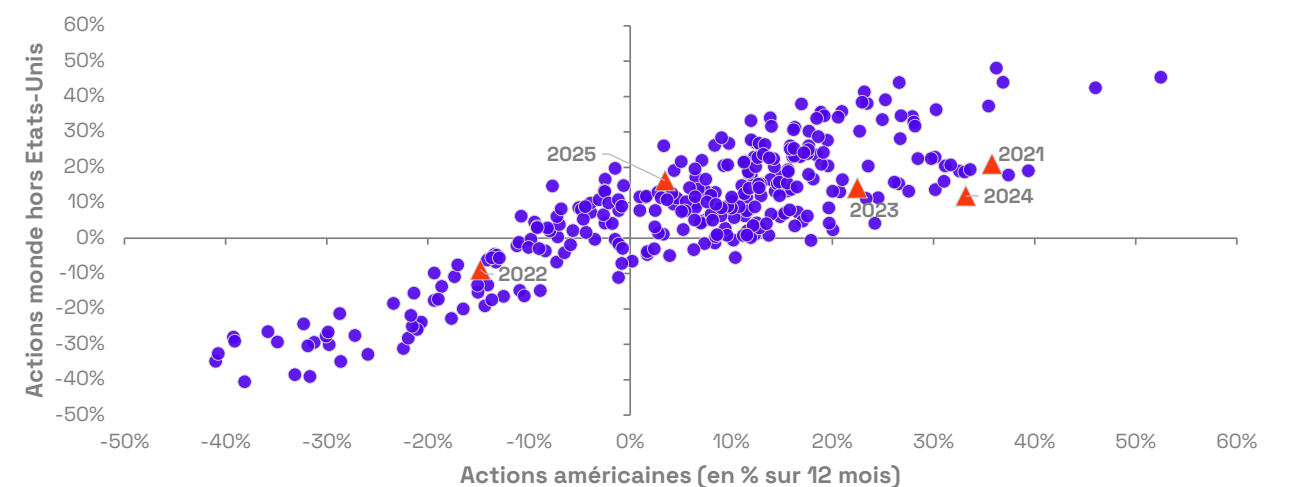
traditionnels de l'économie, tout particulièrement s'agissant des pays développés hors des Etats-Unis. Parallèlement, la thématique de l'IA semble avoir muté : les investisseurs se montrent plus sélectifs et les valorisations demeurent tendues. Un essoufflement de la surperformance de ce segment de marché pourrait s'observer, accompagné d'un rattrapage du reste de la cote. L'innovation technologique reste toutefois imprévisible. Un nouveau modèle d'IA plus performant ou une adoption accélérée de la part des entreprises pourraient changer la donne. Enfin, concernant les obligations, nous privilégions le crédit d'entreprise aux taux souverains, dans un environnement où le portage continue d'être attractif...

Florent Wabont
Economiste



Graphique du mois

Une année qui tranche avec les précédentes



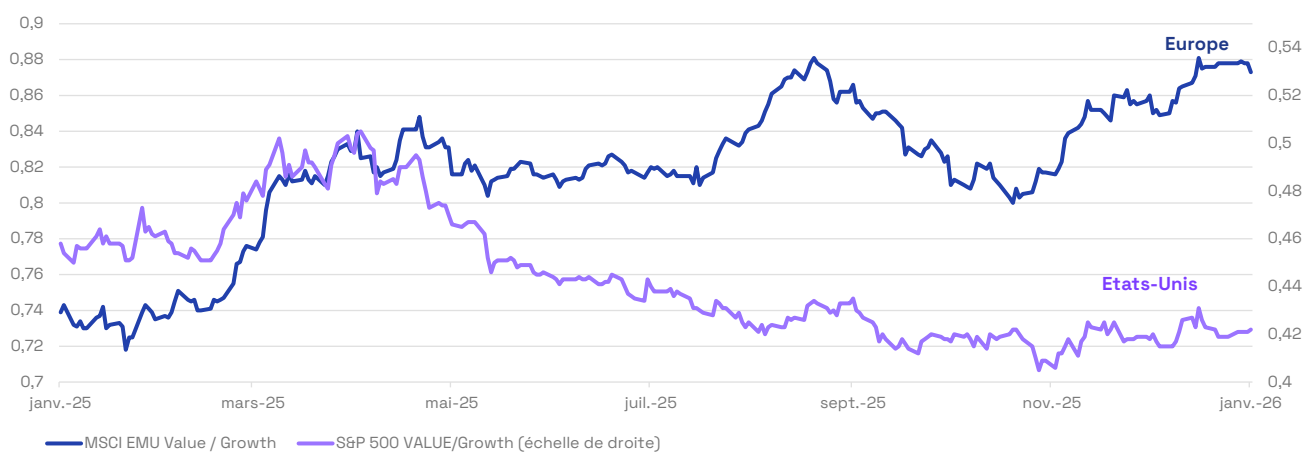
Sources : Ecofi, Bloomberg, MSCI, adaptation libre d'un des graphiques du chapitre "Necessary Conditions for Mean-Variance Analysis" du livre "Asset Allocation - From Theory to Practice and Beyond" de W. Kinlaw, M. Kritzman & Turkington. Les coordonnées de chacun des points du graphique correspondent au couple de performances sur 12 mois glissants des actions monde hors Etats-Unis et des actions américaines en euros et dividendes réinvestis. Dernières données mensuelles disponibles à fin décembre 2025.

Les analyses et les opinions mentionnées ci-contre représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 31/12/2025 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Actions

Fête de fin d’année pour les marchés actions

Des dynamiques de style propres à chaque région



Source : Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research au 31.12.2025

Indices

	perf. mois	
EuroStoxx (€)	2,46%	↗
S&P 500 (\$)	0,03%	=
Topix (¥)	1,01%	↗
Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$	-0,09%	=
Valeurs “value” (MSCI World Value) \$	1,70%	↗

Secteurs

	Zone Euro		Etats-Unis	
Produits de base	3,99	↗	4,56	↗
Energie	-1,48	↘	-0,07	↘
Industrie	3,05	↗	0,86	↗
Technologie	1,43	↗	-0,33	↘
Conso. cyclique	2,20	↗	0,89	↗
Conso. non cyclique	-0,86	↘	-1,89	↘
Santé	1,19	↗	-1,77	↘
Services de communication	1,23	↗	-0,88	↘
Services aux collectivités	0,89	↗	-5,21	↘
Finance	6,57	↗	3,10	↗
Immobilier	1,23	↗	-2,49	↘

Variations mensuelles en euros.

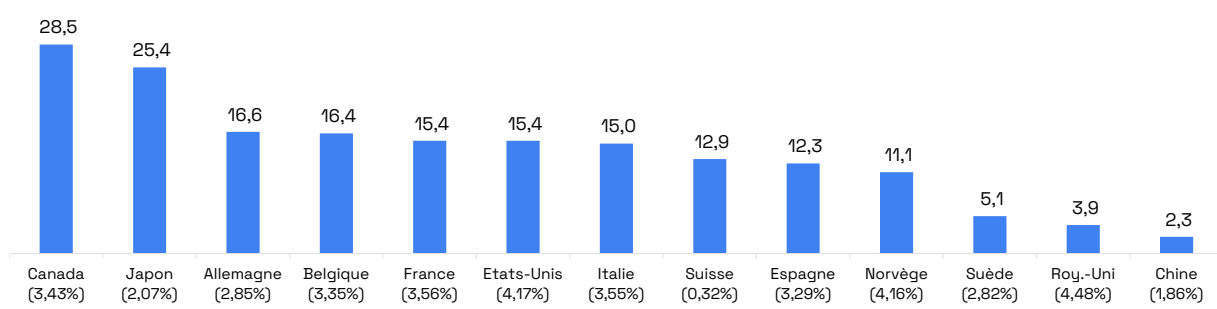
Actualités

La fin d’année 2025 a été marquée par un nouveau rallye de Noël en Europe tiré par les valeurs décotées, notamment par le secteur bancaire en raison du contexte macro-économique favorable (croissance de l’activité, inflation modérée, maintien des taux longs et court à des niveaux relativement élevés). Outre-Atlantique, la performance a été stable en raison d’un abaissement des taux de la Fed déjà bien anticipé par les marchés. Les groupes de croissance, dont les valeurs du secteur des semi-conducteurs exposées à l’IA ont encore tiré leur épingle en décembre après une année de nette surperformance aux Etats-Unis.

Obligations

Des Banques Centrales en ordre dispersé

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. Ce mouvement n’a pas été suffisant pour compenser la hausse des taux souverains qui a alimenté une performance négative des obligations privées de qualité investissement. Celles de qualité spéculative ont connu une meilleure fortune car leur sensibilité au risque de taux est moindre. Le marché primaire a été très calme. Les statistiques américaines recommencent à être publiées. Les obligations privées enregistrent des performances annuelles supérieures à celles du marché souverain. Les obligations de maturité supérieure à 7 ans souffrent de la pentification des courbes.

Convertibles

Le millésime 2025 est exceptionnel pour le marché des obligations convertibles européennes avec un gain de 14.60% (zone Euro) et 14.74% (Europe), soit une participation de 0.6x par rapport à l’indice EuroStoxx NRT. Par profil, les gains sont respectivement de 4.75%, 6.92% et 74.57% (Credit/Rate Sensitive, Balanced, Equity Sensitive). Sans surprise, la répartition sectorielle et la sélection ont été favorables, notamment sur les valeurs industrielles (défense : Rheinmetall ; électricité verte et multi-utilities : Nordex, Spie, Snam/ Italgas). Le secteur Real Estate a souffert de la hausse des taux long terme. La taille du marché se contracte à 54,2 Mds€ (125 émissions) malgré plus de 10,8 Mds€ d’émissions. L’environnement 2026 reste porteur au regard des fondamentaux et des perspectives sur le marché primaire.

Actualités

Alors que de nombreuses banques centrales ont terminé leur processus de baisse des taux ou font une pause afin de voir les effets des précédentes diminutions de taux, la Fed et la Banque d’Angleterre ont chacune procédé à un nouvel assouplissement monétaire en décembre de -25 bp (à respectivement 3,50%/3,75% et 3,75%). La banque du Japon s’est distinguée quant à elle en opérant la hausse tant attendue de son taux directeur (+25 bp à 0,75%). Sur le mois, les taux à long terme ont poursuivi leur tendance haussière et les courbes se sont pentifiées (hausse de l’écart 2/10 ans). A noter, le taux à 10 ans japonais qui monte fortement : +26 bp sur le mois à 2,07%.

Obligations

	Var. mois	Taux 10 ans
Souverains Euro (Euro)	17 ↗	2,86%
Souverains US (\$)	15 ↗	4,17%
	Perf. mois	perf. YTD
Crédit IG (Euro)	- 0,19% ↘	3,03%
High yield (Euro)	0,34% ↗	5,25%
Convertibles (Euro)	0,80% ↗	14,60%

Devises

	Perf. mois	perf. YTD
Euro/Dollar	1,28% ↗	13,44%
Euro/Yen	1,57% ↗	13,04%
Euro/Livre sterling	-0,53% ↘	5,35%

Perspectives

Pour les allocations du bilan mensuel de fin décembre 2025, les prévisions à 6 mois :

Actions

Zone Euro	↗
Royaume-Uni	↗
Etats-Unis	=
Japon	↗

Le sell side fait preuve d’un fort optimisme pour 2026 en anticipant une année de forte croissance de bénéfices à la fois en Europe (entre 8 et 11%) et aux Etats-Unis (+15%) malgré certains risques tels que la concentration sur les valeurs liées au secteur de l’IA, les incertitudes géopolitiques ou encore la politique de la Fed. En Europe, les fondamentaux sont solides avec la matérialisation de la hausse du budget fédéral allemand et de la défense. Les flux pourraient être orientés sur les marchés européens dans une logique de poursuite de diversification des actifs face aux valorisations américaines élevées.

Devises

Euro / Dollar	↗
Euro / Livre Sterling	↗
Euro / Yen	↘

Le dollar resterait fragile contre Euro compte tenu des pressions politiques qui devraient s’exercer sur la Fed (départ de J. Powell fin mai) et du décalage de politique monétaire (poursuite de l’assouplissement monétaire aux US/stabilité des taux directeurs dans la zone Euro). Toutefois, cette baisse serait limitée car la crédibilité de la Fed bien que chahutée, serait au total préservée et les anticipations de marché concernant la détente des taux Fed Funds nous semblent trop fortes au vu d’une économie relativement résiliente. Par ailleurs, l’Euro pourrait pâtir d’une situation politique française toujours préoccupante et/ou des déceptions quant au rythme réel de croissance (beaucoup d’espoir 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 taux longs japonais. Cette dernière pourrait provoquer quelques rapatriements de capitaux investis à l’international.

Obligations souveraines

Allemagne	=
Etats-Unis	=
Royaume-Uni	=
Japon	↗

La BCE devrait maintenir son taux de dépôt stable à 2%. Le taux à 10 ans allemand poursuivrait sa tendance haussière pour atteindre 2,90% accompagnant l’amélioration 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 fin 2026/courant 2027. L’écart de taux France-Allemagne à 10 ans restera élevé et pourrait même augmenter fortement à court terme en cas de crise.

Crédit

Investment grade Euro	=
High yield Euro	=

Le marché primaire va être animé. Nous ne tablons pas sur un nouvel assouplissement des taux directeurs de la BCE. Le débat budgétaire va se poursuivre en France.

La géopolitique va demeurer au premier plan de nos préoccupations (Ukraine, Israël, Venezuela, tarifs...). Nous tablons sur une amélioration de la conjoncture en Europe, ce qui constitue un élément positif pour le marché obligataire privé. En dépit de marges réduites, le marché du crédit affiche un taux de portage attractif qui devrait continuer à attirer des flux de capitaux.

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

Nos derniers engagements

SFC

Déclaration pour défendre des droits des actionnaires auprès de la SEC

Ecofi a soutenu une déclaration coordonnée par Shareholders for Change, exprimant une forte préoccupation face à la récente décision de la SEC d’autoriser l’exclusion de résolutions d’actionnaires sans examen préalable. Cette évolution remet en cause des garanties essentielles pour la protection des droits des investisseurs. Elle pourrait affaiblir la transparence, limiter le dialogue entre entreprises et actionnaires et nuire à l’identification des risques matériels. SFC appelle la SEC à rétablir un processus d’évaluation équilibré et fiable afin de préserver l’intégrité du marché et la participation actionnariale.

PRI

Déclaration sur la diligence raisonnable en droits humains au Royaume-Uni

Ecofi a signé une lettre adressée au gouvernement britannique appelant à renforcer le cadre législatif en matière de diligence raisonnable sur les droits humains (HRDD) et à moderniser la Modern Slavery Act. Cette lettre souligne la nécessité d’instaurer un régime plus robuste et aligné sur les standards internationaux afin de réduire les risques de violations des droits humains, d’améliorer la compétitivité des entreprises et de créer un environnement réglementaire plus cohérent. La lettre a été signée par 19 investisseurs représentant 1601 milliards d’euros d’actifs sous gestion.

Une politique de vote renforcée

Ecofi a intégré plusieurs nouveaux critères sur la gouvernance et sur le climat dans sa propre politique de vote, qui sera en vigueur à partir de janvier 2026 :

- augmentation du capital avec une décote maximal de 10% ;
- taille du CA : plus de seuil maximum en termes d’administrateurs ;
- integration des critères de remuneration en lien avec la stratégie climat ;
- ajout de recommandations relatives à la transparence des honoraires et des compétences des auditeurs de durabilité.

La politique de vote d’Ecofi est disponible sur notre [site internet](#).

Le rapport sur l’Article 29 d’Ecofi Trésorerie est en ligne

L’Article 29 de la Loi Énergie Climat demande la publication d’un rapport annuel concernant la prise en compte des enjeux ESG pour les fonds avec des encours supérieurs à 500 millions d’euros. Le rapport Article 29 d’Ecofi Trésorerie au 30.09.2025 a été rédigé et publié sur notre [site internet](#).

