

RÉSERVÉ AUX PROFESSIONNELS UNIQUEMENT

FÉVRIER 2026

Perspectives macroéconomiques et d'investissements



RAPHAËL THUIN

Directeur des Capital Markets
Strategies



NINA MAJSTOROVIC

Stratégiste,
Capital Markets Strategies

TIKEHAU
CAPITAL

Ce document, produit par Tikehau Investment Management, la filiale de gestion d'actifs de Tikehau Capital, ne constitue ni un conseil en investissement ni une recommandation d'investissement. Tout investissement comporte des risques, y compris, mais sans s'y limiter, le risque de perte en capital.
Réservé aux professionnels uniquement.

2025 : un bon millésime pour les actifs risqués

L'année 2025 a été caractérisée par une progression relativement linéaire des actifs risqués¹, accompagnée d'une volatilité remarquablement faible¹, à l'exception du pic lié au « Jour de la Libération ».

Pour les actions, il s'agit de la troisième année consécutive de performance à deux chiffres de part et d'autre de l'Atlantique¹, l'Europe ayant avant tout bénéficié d'une expansion des valorisations plutôt que d'une véritable croissance des bénéfices. De plus, **nous avons pu observer une « dépolariséation » du leadership** : phénomène notable, le S&P 500 s'est retrouvé parmi les moins performants au sein des grands indices mondiaux (exprimés en dollars)¹ ; une situation atypique **qui illustre la remise en cause de l'exceptionnalisme américain**.

Sur le crédit, le portage a constitué le principal moteur de performance en 2025¹. La classe d'actifs s'est également distinguée par une volatilité contenue¹, grâce notamment à un soutien technique favorable : des flux entrants réguliers face à une offre nette contenue, contribuant à limiter les baisses lors des épisodes de stress à l'image du fameux « Jour de la Libération ». **Quant aux primes de risque, celles-ci demeurent compressées¹, limitant la probabilité d'un resserrement marqué à venir : l'année 2026 devrait être à nouveau une année de portage.**

Enfin, du point de vue des valorisations, l'argument d'un marché européen « bon marché » a joué à plein en 2025, mais devient plus difficile à défendre en 2026 après l'ajustement des valorisations observé l'an dernier. **En Europe, les multiples se sont désormais normalisés, tandis qu'aux États-Unis, ils demeurent toujours élevés¹.**

¹ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 31/12/2025.

2026 : des planètes alignées, mais un régime de volatilité plus élevé

L'environnement demeure favorable selon nous: une croissance économique positive est anticipée de part et d'autre de l'Atlantique² à l'heure où les stimulus monétaires et fiscaux sont déployés à travers le globe. **La progression des bénéfices se confirme**: les perspectives de croissance des résultats pour 2026 apparaissent supérieures à celles de 2025³, avec des marges qui se révèlent remarquablement résilientes⁴ malgré la désinflation et les tensions commerciales persistantes. Les entreprises continuent de s'adapter aux cycles économiques en ajustant rigoureusement leurs structures de coûts ainsi que leurs politiques de prix⁴. **Ces éléments devraient continuer à soutenir les actifs risqués en 2026** selon nous.

Toutefois, **les facteurs d'incertitude se multiplient**:

- ▼ **Les risques autour de l'intelligence artificielle (« IA ») inquiètent de plus en plus les marchés**, notamment concernant le retour sur investissement des capitaux massifs déployés par les géants de la tech américaine. Par ailleurs, **les éditeurs de logiciels doivent désormais composer avec une nouvelle réalité**: la montée en puissance de l'IA remet en question la viabilité de leur *business* modèle.
- ▼ **Les pressions inflationnistes induites par les mesures de relance** pourraient entraîner une hausse des taux longs. Par ailleurs, l'augmentation continue des déficits publics pourrait accentuer la volatilité sur les marchés obligataires et, de ce fait, peser également sur les taux longs.
- ▼ **Les inquiétudes relatives aux droits de douane persistent**, le tout dans un **environnement géopolitique toujours complexe**.

L'année 2026 s'annonce ainsi sous le signe d'une plus grande incertitude et d'une volatilité plus prononcée. De plus, avec des niveaux de valorisations élevés, tant sur les marchés actions que crédit, le potentiel de performance semble plus contraint.

² Source : Tikehau Investment Management, FMI, données au 31/10/2025.

³ Source : Tikehau Investment Management, FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les indices MSCI sont utilisés pour le monde, l'Europe (hors Royaume-Uni ; États-Unis : S&P 500, données au 31/12/2025).

⁴ Source : Tikehau Investment Management, publications des résultats, données au 30/09/2025.

Actions : là où la sélection fera la différence



CAP SUR L'EUROPE : LE RÉVEIL DE LA BELLE ENDORMIE

Nous continuons d'adopter une vision constructive sur l'Europe. Le continent bénéficie toujours d'un alignement de facteurs positifs selon nous :

-  Une politique budgétaire de relance, notamment en Allemagne,
-  Une politique monétaire désormais normalisée, portée par une désinflation qui semble se confirmer⁵,
-  Une décote historique de valorisation par rapport aux marchés américains⁵,
-  Une croissance bénéficiaire qui devrait raccélérer en 2026⁶.

De plus, après une année 2025 décevante en termes de flux, 2026 pourrait marquer un retour des capitaux vers la région, offrant un soutien supplémentaire à la classe d'actifs.

Au sein des actions européennes, la thématique de souveraineté et de résilience s'impose comme un catalyseur de long terme, ouvrant plusieurs poches d'opportunités.

66

Nous continuons d'adopter une vision constructive sur l'Europe. Le continent bénéficie toujours d'un alignement de facteurs positifs selon nous.

⁵ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 31/12/2025.

⁶ Source : Tikehau Investment Management, FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les indices MSCI sont utilisés pour le monde, l'Europe (hors Royaume-Uni ; États-Unis : S&P 500, données au 31/12/2025).

LA DÉFENSE EUROPÉENNE

L'Europe abrite, selon nous, un écosystème d'entreprises de défense parmi les plus performants au monde, qu'il s'agisse des grands donneurs d'ordres ou de leurs fournisseurs. Aujourd'hui, le principal défi auquel ces entreprises doivent faire face n'est pas lié à la technologie ou au savoir-faire : il réside dans la montée en puissance des capacités de production.

Pour l'investisseur, ce secteur offre plusieurs avantages selon nous. D'une part, **les carnets de commandes sont à des niveaux historiquement élevés⁷**, et offrent de ce fait une visibilité sur plusieurs années. D'autre part, **les perspectives de croissance de ces sociétés demeurent attractives⁷** comme en témoignent les publications des résultats trimestre après trimestre. Enfin, et malgré les performances boursières remarquables de ce segment en 2025⁸, **la croissance bénéficiaire attendue des sociétés européennes de défense est trois fois supérieure à celle des acteurs américains, alors même que les valorisations européennes restent inférieures, offrant ainsi un profil particulièrement attractif pour les investisseurs de long terme⁹.**

Bien que les marchés se soient focalisés sur la guerre en Ukraine comme un des catalyseurs principaux de performances boursières pour ces sociétés, **le besoin de réarmement en Europe est une tendance structurelle qui dépasse le seul contexte de la guerre russo-ukrainienne** et s'explique entre autres par l'érosion du « parapluie » militaire américain, dans un contexte de réorientation durable des priorités stratégiques des États-Unis. De plus, les décennies de sous investissements chroniques et l'état de fébrilité de l'appareil militaire européen nécessitent une mobilisation de capitaux considérables sur le long terme.

Ces éléments plaident pour une demande soutenue et de long terme en faveur des acteurs européens de la défense. De plus, au-delà des savoir-faire historiques que possèdent ces entreprises, celles-ci devraient également bénéficier du mouvement « Buy European » visant à réduire la dépendance à des équipements fabriqués notamment aux États-Unis au profit de capacités industrielles européennes.

66

Malgré les performances boursières remarquables de ce segment en 2025⁸, la croissance bénéficiaire attendue des sociétés européennes de défense est trois fois supérieure à celle des acteurs américains, alors même que les valorisations européennes restent inférieures, offrant ainsi un profil particulièrement attractif pour les investisseurs de long terme⁹.

Il convient néanmoins de rester attentif à la progression des marges qui restent contraintes face à une demande publique limitant le pouvoir de fixation des prix. Dans ce contexte, **la diversification entre les domaines civil et militaire, ainsi qu'entre équipementiers et fabricants de systèmes reste un facteur clé**.

⁷ Source : Tikehau Investment Management, publications des résultats, données au 30/09/2025.

⁸ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 31/12/2025.

⁹ Source : Tikehau Investment Management, Goldman Sachs FICC & Equities, GIR, données au 09/01/2026.

LA SOUVERAINETÉ EUROPÉENNE NE SE LIMITE PAS À LA DÉFENSE

La nécessité de renforcer l'autonomie européenne va au-delà du secteur de la défense. Face à ce constat, une mobilisation sans précédent de capitaux est en cours : plusieurs centaines de milliards d'euros sont prévus pour soutenir les secteurs clés à l'échelle européenne, afin de renforcer leur autonomie et leur compétitivité, et d'assurer le rayonnement et la résilience de l'économie européenne dans la durée.

L'infrastructure constitue un axe stratégique majeur. Dans une perspective de souveraineté, la modernisation des infrastructures en particulier énergétiques, et plus spécifiquement celles liées à la transition énergétique et à l'électrification, s'impose comme un levier essentiel. L'Europe dispose à cet égard de véritables champions.

66

**La nécessité de renforcer
l'autonomie européenne
va au-delà du secteur
de la défense.**

**Face à ce constat,
une mobilisation sans
précedent de capitaux
est en cours.**

De plus, le Vieux Continent marque aujourd'hui une volonté de regagner une certaine **autonomie industrielle**. Cette démarche se traduit par un vaste mouvement de réindustrialisation du tissu économique européen. Là aussi, le continent possède des grands champions à même de tirer parti des vastes plans de déploiement budgétaire engagés.

Le secteur technologique s'impose également comme un levier déterminant dans la compétitivité internationale : en ce sens, la question de l'émergence de champions technologiques européens constitue un enjeu central. Si un certain retard a pu être constaté, il convient néanmoins de souligner que **l'Europe dispose, au sein de chacune des verticales technologiques stratégiques, d'acteurs d'excellence**. Pour autant, la majorité de ces entreprises ne parvient pas à atteindre une dimension suffisante pour rivaliser à l'échelle mondiale. Cette situation résulte principalement d'un déficit historique d'investissements, d'un accès limité au capital, ainsi que d'une volonté insuffisamment affirmée de la part des autorités publiques et de l'épargne privée à prendre des risques en faveur de l'innovation. Le cas du secteur des semi-conducteurs, par exemple, illustre parfaitement ces dynamiques.

Enfin, **la santé s'impose également comme une thématique majeure de souveraineté**, une réalité qui s'est clairement imposée à nous durant la crise du Covid. Dans ce contexte, il paraît tout à fait pertinent d'imaginer l'émergence de grands acteurs européens, notamment dans le domaine pharmaceutique, qui pourraient pleinement profiter de cette nouvelle prise de conscience collective à l'heure où ce secteur traite avec une décote significative par rapport au reste du marché.

“

La technologie américaine reste un axe incontournable selon nous dans une allocation d'actifs diversifiée. Il convient néanmoins d'adopter une approche sélective : privilégier les acteurs disposant d'un véritable pouvoir de fixation des prix avec des activités diversifiées, générant des flux de trésorerie suffisants pour financer le cycle de croissance, et démontrant une réelle discipline en matière d'investissement.

ACTIONS AMÉRICAINES : LA SÉLECTIVITÉ AU SEIN DE LA TECHNOLOGIE AMÉRICAINE

Au cours de la dernière décennie, **les bénéfices des entreprises technologiques ont augmenté plus rapidement que ceux du marché** notamment grâce à la publicité en ligne, l'intelligence artificielle et le *cloud*¹⁰.

Néanmoins, certaines incertitudes subsistent quant à un éventuel ralentissement, même marginal, du rythme de l'innovation, ainsi que sur un retour sur investissement (ROI) qui demeure hétérogène. Par ailleurs, la question de la circularité des financements, le recours croissant à l'endettement (y compris sur les marchés privés), ainsi que les contraintes énergétiques inhérentes à un déploiement massif du secteur, contribuent à nourrir une certaine prudence.

Pour autant, malgré ces points de vigilance, **la technologie américaine reste un axe incontournable** selon nous dans une allocation d'actifs diversifiée. Il convient néanmoins d'adopter une approche sélective : privilégier les acteurs disposant d'un véritable pouvoir de fixation des prix avec des activités diversifiées, générant des flux de trésorerie suffisants pour financer le cycle de croissance, et démontrant une réelle discipline en matière d'investissement.

¹⁰ Source : Tikehau Investment Management, Datastream, Worldscope, Goldman Sachs Global Investment Research, données au 18/12/2025.



Crédit : pilier central d'une allocation

Le marché du crédit connaît ce que l'on pourrait qualifier « d'un âge d'or », offrant des rendements jugés attractifs¹¹. La volatilité demeure contenue¹¹, la classe d'actifs étant portée par une base d'investisseurs majoritairement orientée vers le portage et par une offre nette d'obligation toujours limitée¹¹. Parallèlement, la demande s'affirme structurellement solide selon nous et devrait maintenir cette dynamique de flux, portée en partie par des réallocations hors supports monétaires à mesure que les taux d'intérêt amorcent leur repli.

Sur le Haut Rendement européen plus particulièrement, **les fondamentaux des émetteurs restent bien orientés** selon notre analyse¹²: les taux de défaut sont faibles¹³ et les marges nettes se maintiennent à des niveaux confortables en Europe¹², bien que certains secteurs soient en difficulté, à l'image de la chimie, de l'automobile ou encore du packaging.

“

Le marché du crédit connaît ce que l'on pourrait qualifier « d'un âge d'or », offrant des rendements jugés attractifs¹¹.

¹¹ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 31/12/2025.

¹² Source : Tikehau Investment Management, publications des entreprises, données au 30/09/2025.

¹³ Source : Tikehau Investment Management, CreditSights, ICE Data Indices, données au 29/01/2026.

Nous privilégions toujours une **construction de portefeuille centrée sur des émetteurs High Yield**, qui se distinguent par des niveaux d'endettement jugés raisonnables et offrant un rendement compris entre 4% et 7%¹⁴. À ce cœur de portefeuille, nous cherchons à identifier des sous segments du marché offrant une certaine convexité :

LA SÉLECTION DE TITRES AU SEIN DES NOTATIONS PLUS BASSES ET NOTAMMENT LES CCC

Cette cohorte offre un vivier intéressant pour les investisseurs rigoureux et sélectifs.

Au sein de cet univers, notre approche consiste essentiellement à cibler des émetteurs notés B/B- sur la dette senior, mais ayant des obligations subordonnées non sécurisées (*unsecured*) notées un cran en dessous, c'est-à-dire CCC. **Cela permet d'aller chercher 3 à 4% de rendement supplémentaire au sein d'une même structure du capital¹⁴.**

LES SUBORDONNÉES FINANCIÈRES

Les fondamentaux du secteur bancaire européen restent solides selon nous¹⁵. Les banques et plus particulièrement les institutions du sud de l'Europe ont assaini leurs bilans de manière remarquable ces dernières années. En parallèle, **les subordonnées financières AT1 continuent d'offrir un rendement que nous jugeons attractif¹⁴**. Toutefois, **après le resserrement observé ces derniers temps¹⁴, nous avons adopté une posture tactique plus neutre** et gardons une approche très sélective notamment sur le marché primaire souvent sur souscrit.

Au sein des bancaires, nous restons constructifs sur les banques périphériques, à savoir les institutions portugaises, espagnoles, italiennes et grecques ; et investissons de plus en plus sur des titres émis par des banques de premier rang des pays de l'Est (Banca Transilvania, Kommunalkredit Austria, MBH Bank etc.).

Nous continuons à maintenir une sensibilité aux taux d'intérêt limitée. L'appétence pour les maturités longues demeure restreinte à ce jour selon nous, compte tenu de la faible pente observée sur les courbes crédit¹⁴ ainsi que des importants besoins d'émission souveraine pouvant être à l'origine de la volatilité sur les taux longs.

¹⁴ Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, données au 31/12/2025.

¹⁵ Source : Tikehau Investment Management, publications des entreprises, données au 30/09/2025.

Avertissement

Ce document a été préparé par Tikehau Capital dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à la charge de Tikehau Capital.

Les informations contenues dans le présent document ne constituent pas une offre de souscription ou une sollicitation d'acquérir des titres, options, parts de fonds ou tout autres produits ou services, ou une recommandation de réaliser un investissement ou une transaction. Il ne tient aucun compte des objectifs d'investissement ou des besoins financiers du destinataire. Aucune action ne doit être entreprise ou omise sur la base de ce document.

Le présent document ne constitue pas un conseil sur des questions juridiques, fiscales ou d'investissement. Les destinataires doivent donc se fier à leur propre examen de ces questions ou demander conseil. Avant d'effectuer tout investissement (nouveau ou continu), veuillez consulter un conseiller professionnel et/ou un conseiller en investissement.

La responsabilité de Tikehau Capital ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ce document.

Les déclarations dans ce document sont émises à compter de la date de ce document, sauf indication contraire, et la transmission du document n'implique pas que les informations qui y sont contenues sont exactes à compter de toute date ultérieure. Toutefois les informations réunies dans ce document proviennent de sources dont Tikehau Capital a fait ses meilleurs efforts pour s'assurer de la fiabilité en tous ses aspects à compter de la date de ce document.

Certaines informations de nature économique ou de marché contenues dans ce document proviennent de sources publiées par des tiers. Alors que ces sources sont considérées comme fiables, ni Tikehau Capital, ni les membres de l'équipe de gestion ne peuvent être tenus responsables quant à l'exactitude de ces informations.

Toute déclaration contenue dans ce document et faite dans le cadre d'une opinion et/ou d'une croyance, ainsi que toute prévision, ou déclaration relative aux attentes, concernant des futurs événements ou de la performance potentielle d'un fonds, représente seulement la propre évaluation de Tikehau Capital, et son interprétation des informations disponibles à compter de la date du présent document. En raison de ces divers risques et incertitudes, les résultats réels peuvent différer considérablement de ceux reflétés dans ce document.

Il est également précisé que ce document n'a fait l'objet d'aucune vérification ou approbation d'une autorité de tutelle.

Pour plus d'informations, veuillez contacter Tikehau Capital.

