



Perspectives macroéconomiques et d'investissements

Perspectives 2026 : Les marchés à la croisée des cycles

Depuis le début de l'année, les actifs risqués ont poursuivi leur dynamique haussière, en dépit des tensions persistantes liées à la politique douanière de D. Trump.

Plusieurs facteurs principaux ont soutenu les marchés :

- L'environnement économique s'est montré globalement résilient, tant en Europe qu'aux États-Unis. De plus, la croissance pourrait reprendre de la vigueur en 2026 de part et d'autre de l'Atlantique.
- Les politiques monétaires se sont normalisées, particulièrement en Europe. En effet, la Banque Centrale Européenne (BCE) a terminé son cycle de baisse de taux compte tenu de la visibilité sur la trajectoire de l'inflation. A contrario, le *shutdown* ralentit la trajectoire de baisse des taux de la Réserve Fédérale américaine (Fed) qui demeure toujours confrontée à un dilemme : l'inflation ou l'emploi.
- La croissance des bénéfices reste dans l'ensemble bien orientée, à l'image des publications du troisième trimestre. Les fondamentaux demeurent positifs, bien qu'en voie de normalisation pour certains secteurs, et les entreprises semblent pour l'instant réussir à naviguer les effets des droits de douane.

Les facteurs porteurs du marché restent selon nous et devraient continuer à offrir un soutien à la performance en 2026. Cependant, les valorisations se sont dans l'ensemble renchériées, tant sur les actions que le crédit, et laissent désormais peu de marge d'erreur dans un climat toujours fragile (droits de douanes, tensions géopolitiques, déficits budgétaires, thématique IA).

1. Le crédit est-il encore attractif ?

L'obligataire reste un actif incontournable dans une allocation pour sa capacité de génération de rendement, de portage et de capitalisation.

Sur le Haut Rendement européen plus particulièrement, les fondamentaux des émetteurs restent bien orientés selon nous : les taux de défaut restent contenus¹ et les marges nettes se maintiennent à des niveaux confortables en Europe², bien que certains secteurs

¹ TIM, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, données au 31/10/2025.

² TIM, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, données au 30/09/2025.

particulièrement sensibles aux droits de douane soient en difficulté. De plus, des facteurs techniques continuent de contribuer au resserrement des primes de risques. En effet, nous constatons toujours des flux de capitaux entrants dans la classe d'actifs³ à l'heure où la taille du marché du Haut Rendement européen diminue⁴ (de 500 milliards d'euros environ en 2021 à 390 milliards aujourd'hui). Par conséquent, la volatilité sur le segment du Haut Rendement poursuit sa baisse, offrant ainsi des caractéristiques risque/rendement particulièrement favorables selon nous.

Nous privilégions toujours une construction de portefeuille autour d'émetteurs High Yield, présentant des niveaux d'endettement considérés comme raisonnables et offrant un rendement compris entre 4 % et 7 %⁵. Nul besoin de s'aventurer dans des dossiers trop complexes et sujet à des problématiques de refinancement pour trouver du portage puisque désormais même des signatures de qualité permettent d'obtenir un rendement considéré attractif. À ce socle peuvent venir s'ajouter des stratégies plus satellites, visant à optimiser le rendement potentiel du portefeuille tout en profitant des fortes dislocations de marché observées.

- **La sélection de titres au sein des notations plus basses et notamment le CCC.**

En Europe, la surperformance du segment BB a réduit son attractivité, les primes de risque associées se situant désormais proches de leurs plus bas historiques par rapport à l'ensemble du Haut Rendement⁶. Ainsi, s'éloigner de l'univers BB pour cibler des émetteurs considérés comme de qualité mais présentant une notation plus faible, notamment CCC, peut permettre de capter un supplément de rendement. Avec un rendement avoisinant 15%⁷ malgré des taux de défaut contenus à 3-4%⁸ seulement, cette cohorte offre un vivier intéressant pour les investisseurs rigoureux et sélectifs.

Nous n'investissons peu sur des émetteurs notés CCC⁹. Au sein de cet univers, notre approche consiste davantage 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 5% de rendement supplémentaire au sein d'une même structure du capital¹⁰.

- **Les subordonnées financières.**

Les fondamentaux du secteur bancaire européen restent solide selon nous¹¹, comme en témoignent les résultats financiers publiés trimestre après trimestre. Au sein des obligations financières, nous privilégions en particulier les subordonnées financières AT1 qui offrent un

³ TIM, J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P, données au 31/10/2025.

⁴ TIM, Bloomberg, données au 20/11/2025

⁵ TIM, Bloomberg, données au 20/11/2025.

⁶ TIM, Bloomberg, données au 20/11/2025.

⁷ TIM, Bloomberg, données au 20/11/2025.

⁸ TIM, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research, données au 31/10/2025.

⁹ Les investissements sont relatifs à des investissements faits par des entités du groupe notamment les fonds de Tikehau Investment Management.

¹⁰ TIM, Bloomberg, données au 20/11/2025.

¹¹ TIM, publications des banques, Bloomberg, données au 31/10/2025.

rendement que nous jugeons attractif en absolu et en relatif par rapport aux obligations d'entreprises (avec un écart de rendements moyens estimé à environ 160 bps¹² entre les AT1 et les obligations d'entreprise de même notation).

Au sein des bancaires, nous cibons principalement les banques portugaises, espagnoles, italiennes ou grecques qui ont entrepris des efforts considérables pour assainir leurs bilans ces dernières années.

Toutefois, la poursuite du resserrement des primes de risque sur les instruments AT1, les rend, à notre avis, plus sensibles au risque de baisse. Même si nous n'identifions pas de catalyseur fort ou imminent susceptible de provoquer un écartement marqué des *spreads* à court terme, nous avons tactiquement adopté un positionnement plus neutre et demeurons extrêmement sélectifs sur les émissions primaires, dont certaines sont sursouscrite jusqu'à 10x.

Par ailleurs, nous continuons à privilégier une sensibilité limitée aux taux : la faible pente actuelle de la courbe de crédit Haut Rendement réduit l'attrait des maturités longues¹³. Par ailleurs, la pression sur les taux longs restera selon nous une thématique centrale des marchés dans les mois à venir compte tenu des besoins d'émissions nécessaires pour financer les déficits budgétaires durablement plus élevés.

Enfin, **nous restons attentifs au potentiel de contagion du risque IA sur les marchés obligataires** : bien que ce phénomène reste pour l'instant centré sur les États-Unis, il pourrait progressivement s'étendre au crédit européen.

2. Comment investir en actions ?

Bien que les valorisations élevées, en particulier sur les actions américaines, laissent peu de marge d'erreur aux investisseurs, **la dispersion croissante offre selon nous des opportunités d'investissement dans certains segments bien identifiés** :

- En Europe, la décote historique par rapport aux marchés américains, couplée à la montée en puissance des notions de souveraineté, d'autonomie et de résilience, crée des opportunités d'investissement attractives dans des secteurs stratégiques tels que la défense, la technologie ou l'industrie.
- Aux États-Unis, le secteur technologique reste indispensable dans une allocation actions.

Enfin, **la thématique de l'élargissement de *leadership*** devrait devenir un thème central dans les prochains mois, ouvrant la porte à de nouvelles opportunités d'investissement aussi bien en Europe qu'aux États-Unis.

Actions européennes : décote historique par rapport aux États-Unis

¹² TIM, Bloomberg, données au 31/10/2025.

¹³ TIM, Bloomberg, données au 20/11/2025.

L'Europe cumule pour la première fois depuis la fin de la deuxième guerre mondiale quatre éléments créateurs de valeur économique selon nous :

- Une politique budgétaire de relance
- Une politique monétaire accommodante
- Des valorisations attractives, avec une décote historique de valorisation par rapport aux marchés américains¹⁴
- Un niveau de levier moyen dans les entreprises inférieur à celui des entreprises américaines¹⁵

Au sein des actions européennes, **l'émergence de la notion de souveraineté européenne continue d'offrir des perspectives d'investissement sur le vieux continent**. Le secteur de la défense est un parfait exemple. En effet, l'Europe dispose d'un écosystème d'entreprises de défense parmi les meilleures au monde selon nous, aussi bien les grands donneurs d'ordres que ceux qui les fournissent. Ces entreprises sont confrontées à des enjeux de taille, non pas en matière de savoir-faire, mais plutôt de capacités de production. Les carnets de commande sont à des niveaux historiques¹⁶ ce qui nécessite une augmentation sans précédent des cadences de production afin d'accélérer le rythme des livraisons. Les perspectives de croissance de ces sociétés demeurent attractives selon nous. De plus, et malgré les performances remarquables de ce segment, la défense européenne continue de traiter avec une décote par rapport à ses homologues américains alors que les perspectives de croissance sont 3 fois supérieures¹⁷.

Actions américaines : l'IA et les géants de la technologie américaine

Au cours de la dernière décennie, **les bénéfiques des entreprises technologiques ont augmenté plus rapidement que ceux du marché**¹⁸ notamment grâce à la publicité en ligne, l'intelligence artificielle et le cloud. Les derniers résultats de Nvidia en sont une parfaite illustration et confirment la vigueur du cycle IA.

Néanmoins, des interrogations persistent sur la soutenabilité de la demande, la visibilité au-delà des prochains trimestres et la qualité des carnets de commandes. Le marché débat d'un possible ralentissement marginal de l'innovation et d'un retour sur investissement (ROI) encore inégal. Enfin, la circularité des financements, le recours accru à la dette (y compris privée), ainsi que les contraintes énergétiques nécessaires au déploiement massif, alimentent la méfiance à l'égard du secteur.

Malgré ces points de vigilance, l'IA demeure une mégatendance structurelle selon nous. Son adoption y est tangible dans les usages et les premiers signaux de gains de productivité se manifestent. Les *hyperscalers* disposent des bilans solides selon nous et des flux de trésorerie nécessaires pour financer le cycle d'investissement. En conséquence, rester exposé semble pertinent sur le long terme, tout en privilégiant une approche sélective axée sur les acteurs bénéficiant d'une visibilité sur la demande, d'un pouvoir de fixation des prix

¹⁴ TIM, Bloomberg, données au 20/11/2025.

¹⁵ TIM, Bloomberg, données au 20/11/2025.

¹⁶ TIM, publications des résultats des entreprises, données au 31/10/2025.

¹⁷ TIM, Datastream, Factset, Goldman Sachs Investment Research, données au 19/09/2025

¹⁸ TIM, Datastream, Worldscope, Goldman Sachs Global Investment Research, données au 03/09/2025

et d'une génération de flux de trésorerie couvrant les investissements. Il conviendra parallèlement de surveiller la transformation effective des carnets de commandes, la discipline financière, la trajectoire des investissements ainsi que l'accès et le coût de l'énergie.

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'acquiescer 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.