



ETHENEA



Désinflation et énergie

L'économie mondiale s'est présentée dans un état fondamentalement solide en ce début d'année 2026, mais elle est aujourd'hui confrontée à une épreuve géopolitique majeure.

L'escalade au Moyen-Orient a mis les marchés de l'énergie en ébullition et menace de saper la trajectoire désinflationniste qui avait été si difficile à obtenir. Tandis que les moteurs de croissance fondamentaux – en particulier le secteur de l'IA et l'impulsion budgétaire américaine – restent intacts, le prix du pétrole constitue actuellement le principal risque baissier pour les marchés mondiaux.

Outre cette escalade aiguë, d'autres tensions significatives se dissimulent sous la surface : un ralentissement du marché du travail aux États-Unis, la guerre en Ukraine et une faiblesse structurelle de la croissance en Europe. La problématique des droits de douane, que l'on croyait résolue, est également revenue sur le devant de la scène à la suite d'un arrêt de la Cour Suprême des États-Unis, semant à nouveau l'inquiétude. La croissance mondiale devrait s'établir à environ 2,8 % en 2026, répliquant ainsi l'année précédente – et dépassant les prévisions consensuelles de 2,5 %.

Conjoncture mondiale : le moteur de la croissance tourne, mais de manière inégale

Malgré la situation aggravée au Moyen-Orient, la conjoncture mondiale reste pour l'instant marqué par une résilience remarquable, même si la dynamique est inégalement répartie entre les régions.

Les États-Unis demeurent le principal moteur de la croissance. Nous anticipons une croissance du PIB américain d'environ 2,6 % en 2026, ce qui dépasse largement les prévisions consensuelles de 2,0 %. Cette évolution est portée par les impulsions budgétaires issues du « One Big Beautiful Bill Act » et par un assouplissement des conditions de financement. Toutefois, le niveau actuel des prix du pétrole constitue un test de résistance pour le consommateur américain. Un choc des prix à la pompe prolongé pourrait freiner la confiance des ménages et exercer une pression supplémentaire sur un marché du travail déjà en train de se refroidir (taux de chômage récemment à 4,5 %).

La Chine devrait afficher une croissance d'environ 4,5 à 4,8 % selon le consensus et reste robuste grâce à sa domination à sa position dominante dans les exportations de biens stratégiques, de terres rares et de produits industriels. Parallèlement, la demande intérieure reste faible et le secteur immobilier continue de peser sur la croissance à hauteur d'environ un point de pourcentage. L'excédent courant chinois est en hausse continue et vise atteindre à moyen terme près de 1 % du PIB mondial, ce qui accroît la pression concurrentielle sur la zone euro.

L'Europe affiche une croissance modérée d'environ 1,3 % en 2026. Les faiblesses structurelles (coûts énergétiques élevés, pression démographique et surréglementation) sont partiellement compensées par l'impulsion budgétaire allemande issue du fonds spécial d'infrastructures et par une demande des ménages de plus en plus robuste en Europe du

Sud. La France reste un sujet de préoccupation : l'incertitude politique, un déficit budgétaire élevé et la montée du chômage pèsent durablement sur le climat des investissements.

L'indice des directeurs d'achat (PMI) du secteur manufacturier de la zone euro est repassé pour la première fois depuis août au-dessus de la barre des 50 en février – un premier signe encourageant, même s'il reste fragile. L'escalade actuelle en Iran affecte l'Europe plus sévèrement que les États-Unis en raison de sa dépendance énergétique, ce qui pourrait à nouveau compromettre cet indice récemment amélioré.

Inflation : retour à la normale – avec des différences régionales

La désinflation mondiale, qui était jusqu'en février 2026 le thème dominant, est désormais confrontée à une épreuve décisive. Jusqu'ici, elle avait progressé à des rythmes variés selon les régions. La durée de la guerre au Moyen-Orient jouera donc un rôle déterminant dans la trajectoire de l'inflation en 2026.

États-Unis : L'inflation sous-jacente reste autour de 2,8 %, à cause des effets de transmission des droits de douane estimés à environ 0,5 point de pourcentage. Sans cet effet, l'inflation serait déjà à environ 2,3 %. Des effets de base favorables au second semestre 2026 devraient significativement ramener l'inflation vers 2 %.

Zone euro : La situation inflationniste dans la zone euro est nettement plus apaisée. L'inflation totale est proche de l'objectif de la BCE, soit environ 1,9 %. L'inflation sous-jacente se maintient à 2,3 % mais affiche une tendance clairement baissière. En raison du ralentissement des hausses de salaires, des gains de productivité croissants et de la transmission de la baisse des prix de l'énergie, nous anticipons une inflation globale inférieure à 2 % au second semestre 2026. Des risques haussiers à long terme persistent en

raison d'une démographie défavorable et du système européen d'échange de quotas d'émission ETS 2 (à partir de 2028).

Politique monétaire : assouplissement prudent, mais pas de virage sur les taux

Les banques centrales font face à un dilemme classique : soutenir la croissance ou lutter contre l'inflation.

Banque centrale	Taux directeur actuel	Prévision fin 2026	Évolution
Fed (États-Unis)	3,75%	3,25–3,75%	Neutre / 2-3 baisses
BCE (Zone euro)	2,00%	2,00–2,25%	En pause
Banque d'Angleterre	3,75%	3,00–3,25%	Nouvelles baisses
Banque du Japon	0,75%	1,00–1,25%	Hausses graduelles

Fed : La banque centrale américaine marque une pause pour l'instant. Malgré des signes d'affaiblissement du marché du travail (taux de chômage récemment à environ 4,5 %) et une inflation qui reste obstinément au-dessus de son objectif, de nouvelles mesures ne pressent pas. Nous anticipons néanmoins qu'au plus tard sous la direction du nouveau président de la Fed, Kevin Warsh, au moins deux baisses de taux supplémentaires de 25 points de base chacune seront effectuées pour atteindre 3,0–3,25 % – en particulier si le marché du travail continue de se détériorer.

BCE : La Banque centrale européenne maintient une posture attentiste. Alors que l'inflation a presque déjà atteint son objectif, la croissance reste modérée. Certains acteurs du marché anticipent une première hausse des taux dès fin 2026, en réponse à une poussée inflationniste à moyen terme due à la démographie et aux stimuli budgétaires. Ce scénario nous semble prématuré. Nous estimons plutôt que la BCE attendra de voir les évolutions macroéconomiques en 2026, voire qu'elle pourrait même emboîter le pas à la Fed avec de nouvelles baisses de taux.

Banque du Japon (BoJ) : À l'inverse, la banque centrale japonaise se trouve dans un cycle graduel de hausse des taux. La croissance stable des salaires et les anticipations d'inflation ancrées à un niveau plus élevé arguent en faveur de relèvements progressifs des taux vers 1,0–1,5 % d'ici mi-2027. Cela comporte, selon nous, le risque d'un dénouement partiel des opérations de carry trade sur le yen – avec un potentiel de volatilité correspondant pour les actifs risqués mondiaux.

Convictions clés & perspectives de marché

Pour Ethenea, les trois classes d'actifs que sont les obligations, les actions et les devises sont d'une importance capitale.

OBLIGATIONS

Les spreads des obligations d'entreprises restent à des niveaux historiquement bas – les obligations *investment grade* européennes affichent un spread d'environ 80 points de base et les obligations à haut rendement d'environ 274 points de base. Un élargissement aigu des spreads n'est pas notre scénario de base, mais le niveau actuel offre peu de marge de sécurité. Il est donc particulièrement important de veiller à la qualité élevée du portefeuille. La récente volatilité des prix obligataires, dans laquelle des gestionnaires d'actifs alternatifs tels

que Blue Owl ont été impliqués, aurait dû servir d'avertissement à cet égard.

L'inflation est largement sous contrôle et les perspectives conjoncturelles restent modérées.

Nous anticipons donc que les taux – tant à court terme qu'à long terme – resteront stables ou continueront de baisser.

Dans cet environnement, nous ciblons délibérément des obligations à maturités plus longues, nous concentrons sur la haute qualité et maintenons la pondération dans une zone neutre.

ACTIONS

L'environnement macroéconomique reste favorable aux actions : croissance robuste, inflation en recul, et bénéfices des entreprises solides. Les résultats de la dernière saison de publication ont dépassé les attentes consensuelles. Tandis qu'en Europe environ 55 % des entreprises ont annoncé des bénéfices supérieurs à ce qui était attendu, c'était le cas d'environ 74 % des entreprises américaines. Dans le même temps, la diversité du marché s'accroît : par exemple, l'indice S&P 500 pondéré de manière égale surperforme son équivalent pondéré par la capitalisation depuis novembre 2025.

Le mois dernier, la force disruptive de l'intelligence artificielle – ou plutôt la peur de cette force – a de nouveau provoqué des consolidations parfois significatives, notamment dans les secteurs des logiciels et de la cybersécurité. Ces mouvements ont été alimentés d'une part par la publication de nouveaux agents IA et d'autre part par une note de recherche de Citrini Research, rédigée de manière très ciblée dans une perspective 2028, qui a rapidement fait le tour des réseaux. De notre point de vue, il est encore trop tôt pour rechercher à nouveau une exposition à ce secteur.

Nous maintenons notre position haussière, tout en conservant la sous-pondération des valeurs technologiques. L'environnement de croissance attrayante et d'inflation relativement

bien ancrée, combiné à une tendance soutenue des bénéfices des entreprises, représente toujours une forme de scénario Goldilocks.

DEVICES

Le dollar américain continue de faire face à de forts vents contraires. Les raisons en sont multiples : outre la surévaluation accumulée au fil des années, les différentiels de croissance et de taux tendanciellement en baisse, une Fed dovish et le déficit courant persistant élevé pèsent sur le billet vert.

Nous estimons que l'arc de sous-évaluation du yen est désormais excessivement tendu. Certes, on peut toujours trouver des arguments en faveur d'une dépréciation supplémentaire ; cependant, il ne faut pas grand-chose pour que le pendule reparte – éventuellement sous l'impulsion de nouvelles hausses de taux de la Banque du Japon – avec force dans l'autre direction.

Dans ce contexte (USD sans direction claire et potentiel retournement de tendance sur le yen), nous maintenons la pondération USD à un niveau neutre et avons initié une première position sur le yen.

Risques : ce qui pourrait faire basculer les perspectives

Les trois principaux scénarios de risque pour 2026 :

1. **Risque de récession aux États-Unis** : Un stress croissant sur le marché du travail – en particulier si les gains de productivité portés par l'IA réduisent la volonté d'embaucher plus

vite que prévu – pourrait déclencher des craintes de récession. Ce scénario, formulé de manière extrême par Citrini Research, aurait des effets de marché considérables via un effondrement de la consommation : aversion au risque sur les actions, fuite vers les bons du Trésor américains à court terme et élargissement des spreads obligataires. Selon nous, la probabilité que ce scénario se réalise en 2026 est inférieure à 10 %.

2. **Escalade géopolitique** : Au-delà de la guerre en Ukraine, l'intervention en Iran pèse non seulement sur les prix des matières premières, mais aussi plus généralement sur les primes de risque mondiales. La durée et l'ampleur du conflit au Moyen-Orient étant actuellement totalement imprévisibles, nous considérons que le risque associé est actuellement sous-estimé. De plus, la confrontation avec un autre fournisseur de pétrole chinois représente une nouvelle étape dans la confrontation entre les États-Unis et la Chine. Nous n'attendons pas de grandes avancées de la rencontre bilatérale entre les présidents Xi et Trump fin mars. Le président Trump a remplacé l'outil de négociation que constituaient les droits de douane – qui lui a été retiré – par l'accès aux ressources pétrolières. Il faut espérer que la Chine ne copie pas ce comportement de grande puissance des États-Unis à une échelle réduite à Taïwan – ce que nous considérerions comme l'événement ultime d'aversion au risque. Les chocs géopolitiques augmentent certes la volatilité à court terme, mais offrent souvent des opportunités d'achat historiques à long terme.
3. **Correction des valorisations liées à l'IA** : Les marchés ont déjà intégré dans les bénéfices des entreprises des gains de productivité significatifs liés à l'IA – avec une intensité Capex croissante des hyperscalers. Des déceptions concernant le rythme de monétisation ou des disruptions technologiques (par exemple, des algorithmes d'entraînement moins coûteux) pourraient accélérer la rotation déjà amorcée hors des valeurs IA et augmenter à nouveau la volatilité.

Conclusion

L'année 2026 offre un environnement macroéconomique constructif, mais non sans risques.

Nous nous trouvons dans une configuration Goldilocks : croissance au-dessus de la tendance, inflation en recul et banques centrales majoritairement attentistes ou engagées dans des mesures d'assouplissement modérées. La diversité du marché s'accroît, le thème de l'IA se diffuse à l'échelle mondiale, et les impulsions budgétaires en Allemagne et aux États-Unis apportent un soutien.

Nous privilégions une surpondération des actions, une duration longue avec une qualité élevée dans le compartiment obligataire, ainsi qu'un positionnement FX neutre.

Please contact us at any time if you have questions or suggestions.

ETHENEA Independent Investors S.A.

16, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach

Phone +352 276 921-0 · Fax +352 276 921-1099

info@ethenea.com · ethenea.com

Cette communication publicitaire est uniquement à titre informatif. Sa transmission à des personnes dans des pays où le fonds n'est pas autorisé à la distribution, en particulier aux États-Unis ou à des personnes américaines, est interdite. Les informations ne constituent ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou d'instruments financiers et ne remplacent pas un conseil adapté à l'investisseur ou au produit. Elles ne tiennent pas compte des objectifs d'investissement individuels, de la situation financière ou des besoins particuliers du destinataire. Avant toute décision d'investissement, il convient de lire attentivement les documents de vente en vigueur (prospectus, documents d'informations clés/PRIIPs-KIDs, rapports semestriels et annuels). Ces documents sont disponibles en allemand ainsi qu'en traduction non officielle auprès de la société de gestion ETHENEA Independent Investors S.A., du dépositaire, des agents payeurs ou d'information nationaux, ainsi que sur www.ethenea.com. Les principaux termes techniques sont expliqués dans le glossaire sur www.ethenea.com/glossaire/. Des informations détaillées sur les opportunités et les risques de nos produits figurent dans le prospectus en vigueur. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les prix, valeurs et revenus peuvent augmenter ou diminuer et conduire à une perte totale du capital investi. Les investissements en devises étrangères comportent des risques de change supplémentaires. Aucune garantie ou engagement contraignant pour les résultats futurs ne peut être déduit des informations fournies. Les hypothèses et le contenu peuvent changer sans préavis. La composition du portefeuille peut changer à tout moment. Ce document ne constitue pas une information complète sur les risques. La distribution du produit peut donner lieu à des rémunérations versées à la société de gestion, à des sociétés affiliées ou à des partenaires de distribution. Les informations relatives aux rémunérations et aux coûts figurant dans le prospectus en vigueur font foi. Une liste des agents payeurs et d'information nationaux, un résumé des droits des investisseurs ainsi que des informations sur les risques liés à une erreur de calcul de la valeur nette d'inventaire sont disponibles sur www.ethenea.com/informations-reglementaires/. En cas d'erreur de calcul de la VNI, une indemnisation est prévue conformément à la circulaire CSSF 24/856 ; pour les parts souscrites via des intermédiaires financiers, l'indemnisation peut être limitée. Informations pour les investisseurs en Suisse : Le pays d'origine du fonds d'investissement collectif est le Luxembourg. Le représentant en Suisse est IPConcept (Suisse) AG, Bellerivestrasse 36, CH-8008 Zurich. L'agent payeur en Suisse est DZ PRIVATBANK (Suisse) AG, Bellerivestrasse 36, CH-8008 Zurich. Le prospectus, les documents d'informations clés (PRIIPs-KIDs), les statuts ainsi que les rapports annuels et semestriels peuvent être obtenus gratuitement auprès du représentant. Informations pour les investisseurs en Belgique : Le prospectus, les documents d'informations clés (PRIIPs-KIDs), les rapports annuels et semestriels du compartiment sont disponibles gratuitement en allemand sur demande auprès de ETHENEA Independent Investors S.A., 16, rue Gabriel Lippmann, 5365 Munsbach, Luxembourg et auprès du représentant : DZ PRIVATBANK AG, Niederlassung Luxemburg, 4, rue Thomas Edison, L-1445 Strassen, Luxembourg. Malgré le plus grand soin apporté, aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou l'actualité des informations. Seuls les documents originaux en allemand font foi ; les traductions sont fournies à titre informatif uniquement. L'utilisation de formats publicitaires numériques se fait à vos propres risques ; la société de gestion décline toute responsabilité en cas de dysfonctionnements techniques ou de violations de la protection des données par des fournisseurs d'informations externes. L'utilisation n'est autorisée que dans les pays où la loi le permet. Tous les contenus sont protégés par le droit d'auteur. Toute reproduction, diffusion ou publication, totale ou partielle, n'est autorisée qu'avec l'accord écrit préalable de la société de gestion. Copyright © ETHENEA Independent Investors S.A. (2025). Tous droits réservés. 03/03/2026