

Le Mensuel

Mai 2026 - n°60

Le nœud gordien

La guerre en Iran s'apprête à rentrer dans son troisième mois. Malgré l'annonce d'un cessez-le-feu le 8 avril dernier, les négociations visant à mettre fin au conflit n'ont pas encore abouti. La réouverture du détroit d'Ormuz, point névralgique pour le passage des hydrocarbures produits dans la région, demeure ainsi suspendue à l'issue de ces négociations. Parallèlement, les conséquences de cette guerre s'observent désormais de plus en plus dans les données économiques, tout particulièrement en zone Euro. De leur côté, les banques centrales, et la BCE en premier chef, se voient contraintes d'affronter un dilemme qui n'admet aucune solution évidente...

D'après les données préliminaires publiées par Eurostat, l'inflation en zone Euro est passée de 2,6 % sur un an en mars à 3 % en avril. Cette tendance à la hausse devrait se poursuivre en mai, dans le sillage de l'augmentation des prix de l'énergie. Le caractère temporaire ou plus persistant de ce phénomène reste toujours conditionné à la durée et à l'intensité du conflit. Sur la même période, l'inflation hors énergie et alimentation est passée de 2,3 % à 2,2 %, illustrant l'absence de propagation de ce choc énergétique jusqu'à présent. D'après les enquêtes menées auprès des entreprises européennes, les prix de vente anticipés ont nettement augmenté pour les secteurs manufacturiers et industriels, tandis que cette hausse est restée plus contenue dans les services. S'agissant de l'activité, la croissance du PIB de la zone Euro pour le 1^{er} trimestre, données qui n'intègrent que partiellement les effets du conflit, est ressortie à 0,1 %, contre 0,2 % attendu. Après la baisse des enquêtes PMI (*Purchasing Managers Index*) du mois d'avril, celles de la Commission européenne publiées la semaine dernière ont dépeint une situation similaire, avec une nette détérioration de l'indicateur du sentiment économique (ESI) et des anticipations d'emploi. Dans ce contexte, la probabilité d'une contraction du PIB au 2^{ème} trimestre ne peut ainsi pas être écartée. Aux Etats-Unis, malgré un ralentissement de la croissance du PIB au 4^{ème} trimestre 2025 (0,5% en rythme annualisé) et au 1^{er} trimestre 2026 (2%), les données coïncidentes ou avancées de l'activité n'ont pas montré de signes francs de ralentissement lié à la situation géopolitique, à l'exception de l'augmentation de l'inflation. L'inflation mesurée par l'indice PCE (cible d'inflation de la Fed) étant ainsi passée de 2,8 % sur un an en février à 3,5 % en mars.

Cette tendance à la hausse devrait se poursuivre en mai, dans le sillage de l'augmentation des prix de l'énergie. Le caractère temporaire ou plus persistant de ce phénomène reste toujours conditionné à la durée et à l'intensité du conflit.

À moins que la situation géopolitique ne change radicalement, une hausse des taux directeurs de la BCE lors de la prochaine réunion le 11 juin semble presque inéluctable, compte tenu de la mention explicite par Christine Lagarde de réflexions en cours sur la question. Ce

mouvement aurait, selon nous, pour but de prévenir les risques quant à la matérialisation éventuelle d'effets de second tour. Nous continuons toutefois de penser que deux hausses de taux sont à attendre au maximum, en raison de l'effet ralentisseur sur l'économie d'une installation du conflit et d'un maintien des prix de l'énergie à des niveaux élevés. Cet effet négatif sur la croissance et l'emploi tempèrerait du même coup la possibilité d'effets de second tour et limiterait la BCE dans son élan. Une équation difficile à résoudre, qui n'admet aucune solution évidente...

Le choc énergétique vient s'ajouter à un terrain déjà inflationniste avant l'éclatement du conflit.

Concernant la Fed, notre scénario d'un statu quo prolongé demeure inchangé. Le choc énergétique vient s'ajouter à un terrain déjà inflationniste avant l'éclatement du conflit. L'examen d'une compilation de séries provenant de sources privées, publiques et à différentes fréquences de publication, nous permet par ailleurs d'exclure le scénario d'une poursuite de la dégradation du marché de l'emploi. La probabilité d'une hausse de taux cette année a également augmenté, mais les effets négatifs du conflit sur l'activité pourraient mettre encore un peu de temps à se manifester sur le pouvoir d'achat des ménages et sur les décisions d'investissement des entreprises. Un jeu d'équilibriste auquel Kevin Warsh devra se confronter...

📖 Pour une analyse plus détaillée, le lecteur pourra se référer à nos précédentes publications hebdomadaires :

- "Du brouillard dans le brouillard" (disponible [ici](#)) ;
- "D. Trump en Janus du détroit d'Ormuz" (disponible [ici](#)) ;
- "Kevin 2.0 et le détroit de Schrödinger..." (disponible [ici](#)) ;
- "Les banques centrales dans l'expectative..." (disponible [ici](#)) ;

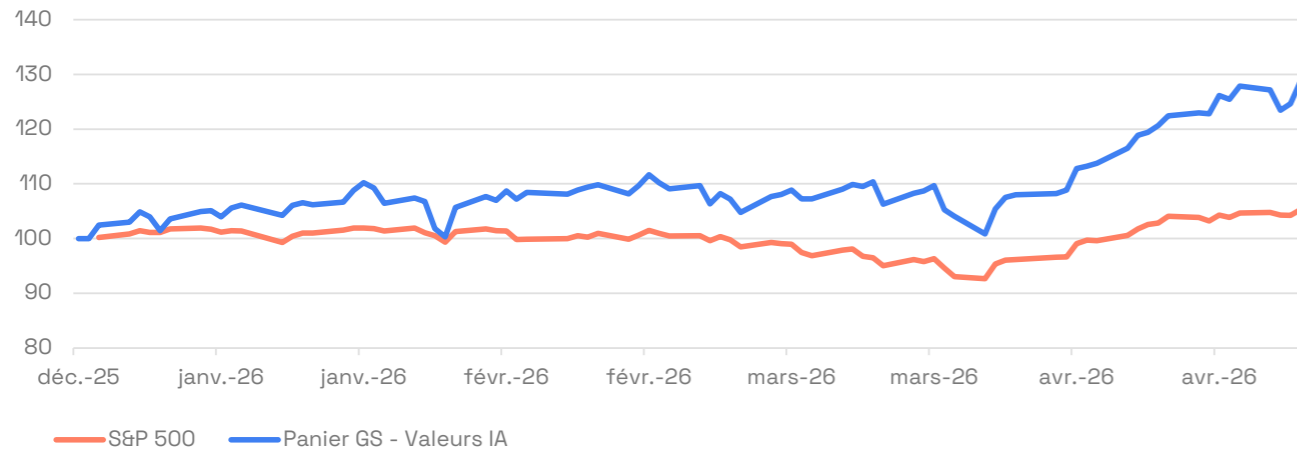
Florent Wabont
Economiste



Actions

TACO : Meurs un autre jour

Tech is back ! (never gone)*



* La technologie est de retour, mais jamais partie. Performances en base 100. Source : Bloomberg, Goldman Sachs.

Indices

| Indice | perf. mois |
|--|------------|
| EuroStoxx (€) | 6,39% ↗ |
| S&P 500 (\$) | 10,47% ↗ |
| Topix (¥) | 6,56% ↗ |
| Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$ | 12,34% ↗ |
| Valeurs "value" (MSCI World Value) \$ | 7,14% ↗ |

Secteurs

| Secteur | Zone Euro | Etats-Unis |
|----------------------------|-----------|------------|
| Produits de base | 5,37 ↗ | 4,36 ↗ |
| Energie | -3,86 ↘ | -3,52 ↘ |
| Industrie | 8,86 ↗ | 8,53 ↗ |
| Technologie | 14,45 ↗ | 17,36 ↗ |
| Conso. cyclique | 2,53 ↗ | 11,51 ↗ |
| Conso. non cyclique | 2,03 ↗ | 3,04 ↗ |
| Santé | -1,05 ↘ | -0,55 ↘ |
| Services de communication | -3,23 ↘ | 18,14 ↗ |
| Services aux collectivités | 4,21 ↗ | 2,23 ↗ |
| Finance | 8,54 ↗ | 6,04 ↗ |
| Immobilier | 7,70 ↗ | 8,73 ↗ |

Variations mensuelles en euros et en %.

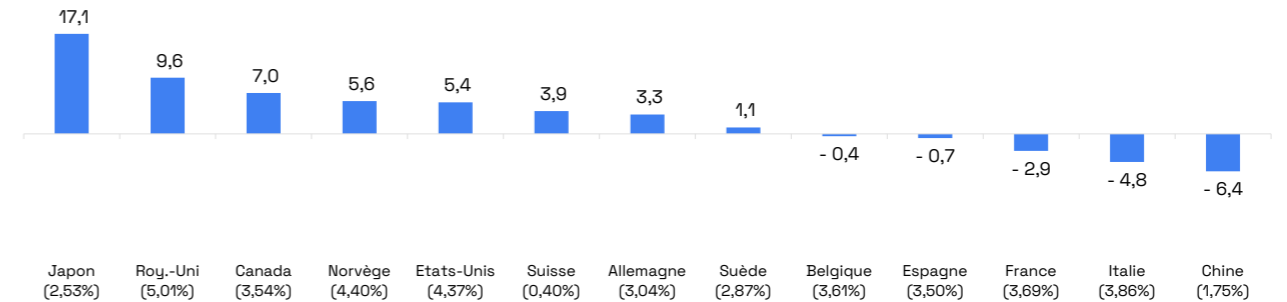
Actualités

Les marchés actions, en particulier américains, ont pris leurs distances avec le conflit au Moyen-Orient, et retrouvent les sommets avec le retour en force du secteur technologique. Ce dernier (au sens élargi avec les services de communication) représentent plus de 78% de la performance de l'indice sur le mois d'avril ! Ce retour de la concentration concerne essentiellement les semi-conducteurs et l'IA. L'Europe, a contrario, a repris du retard avec plus de 3 points d'écart (en euros) sur le mois avec l'indice phare américain. Les conséquences du conflit (prix énergétiques, logistique, etc.) impactent davantage le Vieux Continent et le début de saison de publications des résultats est également plus poussif en relatif, notamment en raison de l'automobile et du luxe.

Obligations

Taux : prudence des banques centrales

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



Sources : Bloomberg, Ecofi

Crédit

Le mois d'avril a permis d'effacer une partie des pertes enregistrées au cours du mois précédent. La contraction des marges de crédit a été générale avec un mouvement plus marqué pour le segment des obligations à haut-rendement. Ce retour en grâce n'est cependant pas suffisant pour que le segment des obligations de qualité investissement affiche une performance positive depuis le début de l'année. La détérioration de l'environnement macro-économique et la résurgence des tensions inflationnistes ne sont pas totalement prises en compte par le marché.

Convertibles

Le marché des obligations convertibles rebondit après une correction en mars. En avril, les gains ont été de 2,23% sur la zone Euro et 2,30% pour l'Europe, avec de belles performances pour les profils *Balanced* (+4,07%) et *Equity Sensitive* (+4,58%). La performance YTD de 5,37% sur la zone Euro surpasse l'indice actions de 129 points de base. Le marché primaire a vu 3 nouvelles émissions totalisant 1,3 Md€ portant le total annuel à 5,1 Mds€. La capitalisation du marché EMEA s'élève à 53,8 Mds€. En secondaire, les valeurs de défense et de luxe baissent, tandis que les semi-conducteurs, les services d'énergie et les thèmes verts (éolien, électrification, économie circulaire) progressent fortement.

Actualités

Le maintien du prix du pétrole sur des niveaux élevés, pose un important dilemme aux banques centrales. Les anticipations de marché sur les variations de taux directeurs de la BCE d'ici la fin 2026, ont évolué entre une hausse et trois hausses de taux, alors que concernant la Fed, les marchés oscillaient proche du statu quo. Ces banques centrales ont maintenu leurs taux en avril, mettant en avant les impacts à la hausse sur l'inflation mais aussi à la baisse sur la croissance. La BCE semble cependant s'orienter vers une prochaine hausse des taux si la situation ne se débloque pas, et, la Fed paraît plus restrictive dans la mesure où trois participants ont marqué leur désaccord quant au maintien d'un biais baissier dans leur communiqué final. Dans cet environnement, les taux à long terme ont évolué dans des corridors étroits et élevés, entre 2,90% et 3,13% pour le taux à 10 ans allemand et entre 4,23% et 4,43% pour son homologue américain.

Obligations

| Instrument | Var. mois | Taux 10 ans |
|-------------------------|-----------|-------------|
| Souverains (Allemand) | 3 ↗ | 3,05% |
| Souverains (Etats-Unis) | 5 ↗ | 4,37% |
| Perf. mois perf. YTD | | |
| Crédit IG (Euro) | 0,94% ↗ | -0,06% |
| High yield (Euro) | 1,82% ↗ | 0,25% |
| Convertibles (Euro) | 2,23% ↗ | 5,37% |

Devises

| Devise | Perf. mois | perf. YTD |
|---------------------|------------|-----------|
| Euro/Dollar | 1,54% ↗ | -0,13% |
| Euro/Yen | 0,17% ↗ | -0,17% |
| Euro/Livre sterling | -1,26% ↘ | -1,06% |

Le mot DE L'EXPERT convertibles

Obligations convertibles : un instrument hybride qui retrouve sa place dans l'allocation d'actifs

Le regain de volatilité sur les marchés financiers remet en lumière l'intérêt des obligations convertibles, instruments hybrides trop souvent négligés dans les allocations d'actifs. Chez Ecofi, notre expertise sur cette classe d'actifs nous permet d'accompagner nos clients dans un environnement où la diversification et l'asymétrie de performance reprennent tout leur sens.

99

Dans un environnement où la volatilité redevient la norme, cette asymétrie de performance constitue un atout précieux pour optimiser les allocations d'actifs.

Olivier Guillou
Directeur de la gestion



Un environnement propice aux convertibles

L'environnement économique actuel se révèle particulièrement favorable aux obligations convertibles. En tant qu'instruments multifactoriels, elles intègrent simultanément les évolutions des taux d'intérêt, des marges de crédit, de la volatilité, des dividendes des cours d'actions, et des parités de change. Cette diversité de facteurs offrent de multiples opportunités d'investissement dans un contexte économique "éclaté", permettant une allocation ciblée selon les facteurs les plus performants.

La normalisation des politiques monétaires joue également en faveur de cette classe d'actifs. Avec la remontée des taux à des niveaux plus conformes aux standards historiques, l'instrument retrouve ses propriétés essentielles (protection à la baisse, exposition à la hausse, convexité).

Pour les émetteurs, il redevient attractif face aux alternatives de financement, offrant un "prêt bonifié" grâce à sa composante optionnelle et permet d'élargir sa base d'investisseurs et finalement la liquidité de sa dette.

Un marché spécialisé aux caractéristiques uniques

Le marché des convertibles se distingue du marché actions par sa spécialisation. Contrairement aux actions, largement représentatives de l'économie réelle, les convertibles s'adressent principalement aux entreprises de taille intermédiaire, aux valeurs de croissance ne distribuant pas nécessairement de dividendes. Cette caractéristique peut parfois créer des biais sectoriels, mais offre aussi des opportunités d'investissement alignées avec les tendances macroéconomiques et microéconomiques.

L'asymétrie de performance, atout maître dans la volatilité

L'asymétrie de performance constitue l'attrait principal des obligations convertibles, particulièrement dans un environnement volatil.

- Dans le scénario positif, la progression du cours de l'action valorise la composante optionnelle, créant une performance supérieure à un placement obligataire classique.
- Dans le cas défavorable, l'instrument conserve son caractère obligataire, limitant la perte même si la performance reste inférieure à une obligation classique en raison de coupons plus faibles.

Cette convexité, couplée aux bénéfiques des chocs de volatilité sur la valorisation, améliore le couple rendement-risque des portefeuilles. La diversification offerte par certains émetteurs absents du marché obligataire classique constitue un troisième avantage, permettant parfois d'accéder à des thématiques spécifiques comme l'énergie verte ou l'électrification de l'économie.

Des performances retrouvées après une traversée du désert

Après 2-3 années de sous-performance liées à la normalisation des taux d'intérêt, le marché des convertibles affiche depuis 24 mois une dynamique très positive. Trois secteurs ont particulièrement contribué à cette performance : la défense, l'énergie verte et l'électrification.

Cette reprise s'explique par un déséquilibre offre-demande favorable et l'émergence d'émissions sur des secteurs auparavant absents de l'univers obligataire classique. Cependant, cette performance excellente n'a pas encore suscité le regain d'intérêt attendu des investisseurs, victimes d'un "effet mémoire négatif".

Les chiffres confirment cette dynamique : +14,60% en 2025 (vs +24,77% pour les actions de la zone Euro et +3,03% crédit), avec une participation de 0,6x supérieure au delta théorique. En 2026, la tendance se confirme avec une surperformance face aux deux classes d'actifs (+5,37% vs +4,08% actions et -0,06% obligations au 30/04).

Une gestion active par nature, créatrice de valeur

Les obligations convertibles constituent par essence une classe d'actifs de gestion active. Non répliquables via des ETF en raison de leur nature complexe et multifactorielle, de la taille du marché, elles nécessitent une expertise spécialisée couvrant l'analyse crédit, l'analyse financière des entreprises, l'analyse de la composante optionnelle, l'analyse des clauses d'émission. Cette impossibilité de réplication par une gestion passive constitue un avantage concurrentiel pour les gestionnaires expérimentés capables de naviguer dans cet univers mouvant. La nature "vivante" des convertibles, dont le profil évolue avec la vie de l'entreprise, offre aux gérants un terrain de jeu exceptionnel pour créer de la valeur. Entre vision de long terme et opportunisme thématique, cette gestion sur mesure permet de construire une véritable mini-allocation au sein d'un même fonds.

Notre conviction : un instrument d'avenir pour l'économie réelle

Malgré leur complexité apparente, les obligations convertibles méritent une place dans les portefeuilles diversifiés d'investisseurs institutionnels. Instrument de financement privilégié des mid-cap et valeurs de croissance, elles accompagnent l'économie réelle dans sa transformation. Avec la guerre qui a temporairement grippé la dynamique d'émissions 2026, nous anticipons un retour progressif des émetteurs sur ce marché une fois la visibilité retrouvée.

Pour les investisseurs, l'opportunité réside dans cette capacité unique à bénéficier de la hausse des marchés actions tout en limitant l'exposition aux chocs baissiers. Dans un environnement où la volatilité redevient la norme, cette asymétrie de performance constitue un atout précieux pour optimiser les allocations d'actifs.

Perspectives

Nos prévisions de marchés et allocations à 6 mois au 30.04.2026

Actions

La durée du conflit et ses conséquences notamment en termes d'approvisionnement, de prix énergétiques demeure essentielle pour anticiper l'évolution des niveaux de croissance et d'inflation et ainsi leur impact sur les bénéfices des entreprises qui, pour la grande majorité, affirment qu'il est encore trop tôt pour mesurer l'impact du conflit sur leur activité. Les résultats globalement solides, les perspectives souvent "raisonnables" pour l'année couplés à une forme de FOMO (*Fear of Missing Out*) sur une possible résolution du conflit créent une forme de complaisance avec une forme de "plancher" à court terme, en attendant de mieux percevoir les effets du conflit sur les perspectives bénéficiaires. Les niveaux de valorisation actuels (PE de 26x pour le S&P 500 et 17,5x pour le Stoxx 600) militent ainsi pour davantage de discrimination en termes de sélectivité tout en conservant le biais positif sur la classe d'actifs.

Devises

Lorsque la situation au Moyen-Orient s'apaisera, le dollar américain, valeur refuge actuellement, devrait de nouveau être légèrement fragilisé par des doutes sur l'indépendance de la FED (son nouveau président, Kevin Warsh, nommé par D. Trump prend ses fonctions mi-mai) et par le décalage d'anticipation de politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique (hausse des taux en Europe contre statu quo aux Etats-Unis).

La hausse de l'Euro serait cependant limitée par un différentiel de croissance en faveur des Etats-Unis.

Les menaces d'intervention pour stopper la baisse du Yen et la volonté clairement affichée et renforcée dernièrement de la Banque du Japon de remonter les taux directeurs (compte tenu d'une inflation trop élevée) dans de brefs délais devraient soutenir la devise japonaise.

Obligations souveraines

Dans l'hypothèse où les hostilités au Moyen-Orient ne reprennent pas et où les négociations, même si elles s'avèrent longues et difficiles, aboutissent finalement à un déblocage du détroit d'Ormuz, nous prévoyons une détente des taux à 2 ans européens, considérant que les anticipations actuelles de hausse des taux de la BCE sont exagérées (risques d'effets de second tour limités). Toutefois les taux à long terme allemands restent attendus autour de 3%, proche des niveaux actuels : les facteurs haussiers (hausse des anticipations d'inflation, détérioration des équilibres budgétaires) compensant les facteurs baissiers (ralentissement de la croissance, moindre baisse des taux directeurs que prévu).

L'écart de taux Italie-Allemagne devrait progressivement diminuer, mais l'approche des élections présidentielles françaises maintiendrait l'écart de taux France-Allemagne sur les niveaux actuels.

Crédit

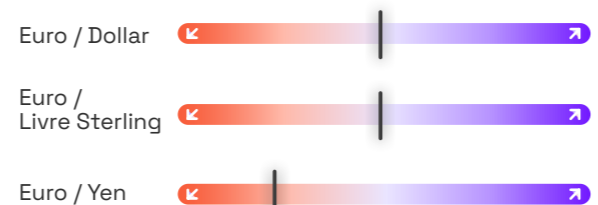
L'augmentation de l'inflation va probablement pousser la BCE à augmenter son taux directeur alors même que les indicateurs avancés de l'économie se détériorent. Ces évolutions laissent présager d'une dégradation des métriques de crédit des entreprises qui augure d'une augmentation des marges de crédit. Pour autant, nous partons d'une situation initiale relativement favorable avec des bilans sains. Nous escomptons donc une légère augmentation des taux de défaillance et des marges de crédit. Ce scénario central repose sur l'hypothèse selon laquelle le conflit en Iran ne s'étend pas et ne provoque pas des dommages durables. Le marché du crédit devrait donc continuer à attirer des flux car il offre des taux de rendement qui demeurent attractifs et offre une alternative aux placements monétaires peu rémunérateurs ou aux marchés d'actions par essence plus volatils.

Nos vues de marché



(Indices : Eurostoxx, Footsie 100, S&P 500, TOPIX)

Nos vues de marché



Nos vues de marché



(Taux 10 ans)

Nos vues de marché



(Indices : Bloomberg Euro Aggregate Corporate et Bloomberg Pan-European High Yield)

Espérance de performance à 6 mois en euros au 30 avril 2026. Source : Ecofi



+ 33 (0)1 44 88 39 24

contact@ecofi.fr

www.ecofi.fr

12 boulevard de Pesaro
CS 10002
92024 Nanterre Cedex


**GROUPE
CREDIT COOPERATIF**

Identifiant unique REP Emballages Ménagers et Papiers
Graphiques n° FR308133_01LYLF



Le présent document ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée. Conformément à la réglementation, toute souscription devra être précédée d'une évaluation de l'expérience, de la situation et des objectifs du Client. Il est recommandé, avant tout investissement, de lire le Document d'Information Clé (ou DIC) de l'OPC. Les documents d'informations périodiques des OPC sont tenus en permanence à votre disposition chez Ecofi Investissements ou sur notre site internet.

Ecofi Investissements est susceptible de détenir des liens d'intérêt (notamment gestionnaire ou distributeur) ou de détenir des positions sur les OPC ou les valeurs mentionnées. Une quote-part des frais de fonctionnement et de gestion peut-être éventuellement attribuée à un tiers distributeur afin de rémunérer l'acte de commercialisation dudit OPC.

Ecofi Investissements est agréée par l'AMF (<http://www.amf-france.org/>) sous le n°GP97004 en date du 07/02/1997.