

NOVEMBRE 2025

UN OPTIMISME MESURE POUR LA FIN DE L'ANNEE

L'économie mondiale a encore été plus résiliente qu'attendu cet été, même si elle a légèrement ralenti. C'est le cas pour les États-Unis, aidés par les investissements dans le secteur de l'Intelligence Artificielle (IA) et les effets de richesse, mais aussi pour la zone euro et la Chine.

Pourtant, les politiques protectionnistes américaines telles que les tarifs et la baisse de l'immigration ont bien un impact négatif sur la croissance et l'inflation aux États-Unis. Mais ce dernier est plus graduel qu'attendu et, surtout, il est compensé par des éléments favorables : la reprise des baisses de taux de la Fed, la baisse du prix des matières premières, les politiques budgétaires accommodantes...

Nous anticipons toujours un ralentissement de l'économie américaine à court terme, qui irait de pair avec une poursuite de la hausse de l'inflation dans les prochains mois. Il pourrait être renforcé à court terme par la fermeture partielle des services du gouvernement fédéral ("shutdown"). Mais la décélération de l'économie américaine devrait être modérée si on prend en compte la résilience actuelle et le fait que le risque de nouvelle escalade de la guerre commerciale a reflué avec l'accord États-Unis-Chine de fin octobre. Pour 2026, une diminution des chocs politiques, les baisses d'impôts et les crédits d'impôt sur l'investissement devraient soutenir la croissance.

Ce ralentissement américain modéré et temporaire ne devrait donc pas faire dérailler la croissance mondiale.

En zone euro, la solidité du marché de l'emploi et la bonne santé financière des ménages ont permis de résister en milieu d'année, alors que la politique de relance allemande devrait commencer à soutenir une réaccélération graduelle à partir du 4T25.

Ce serait d'autant plus le cas si la BCE adopte une politique légèrement accommodante, après avoir stabilisé ses taux à un niveau neutre depuis l'été.

En Chine, l'économie devrait continuer à croître de manière modérée. Malgré le choc tarifaire américain, les exportations résistent. Mais, ce moteur risque de ralentir, poussant davantage les autorités à augmenter leur soutien à la demande intérieure pour éviter une poursuite du ralentissement de la consommation et de l'investissement.

En même temps, même si on doit s'attendre à une Fed qui devrait encore ajuster un peu sa politique monétaire restrictive, ce mouvement sera contraint par une inflation qui devrait rester nettement au-dessus de la cible de 2%.

Notre scénario central, qui intègre une réaccélération graduelle de la croissance, des politiques budgétaires très accommodantes et des politiques monétaires légèrement plus souples, est plutôt favorable pour les actifs risqués.

Mais cela est déjà bien intégré dans les prix de marché, comme le montrent les valorisations très élevées, alors que les incertitudes restent importantes.

Dans ce contexte, nous privilégions une allocation d'actifs qui surpondère légèrement les actions, surtout par rapport aux obligations de maturité longue, tout en restant très diversifiée et agile dans l'ajustement de portefeuilles.



Sebastian PARIS-HORVITZ,
Responsable de la recherche
sebastian.parishorvitz@lbpam.com



Xavier CHAPARD,
Stratégiste
xavier.chapard@lbpam.com

NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

Economie

La croissance mondiale a ralenti cet été, mais toujours de façon plus limitée qu'attendu. Pour le troisième trimestre, la croissance annuelle baisse de 5,2% à 4,8% en Chine et de 1,5% à 1,3% en zone Euro. Les données américaines ne sont pas publiées à cause du « shutdown », mais on estime que la croissance devrait passer juste sous les 2 % pour la première fois depuis deux ans et demi. Mais on est loin d'une récession.

Ce ralentissement vient principalement des politiques protectionnistes américaines et de l'incertitude, qui devraient continuer de freiner l'économie mondiale à court terme. Mais ces effets devraient s'estomper au cours de 2026 vu que l'incertitude baisse avec les accords commerciaux passés depuis l'été (avec l'UE, le Japon, et plus récemment la Chine et d'autres pays d'Asie).

La résilience de l'économie mondiale s'explique par des facteurs de soutien qui devraient permettre une réaccélération graduelle dans les prochains trimestres. La baisse des taux des banques centrales favorise des conditions financières porteuses, la baisse du prix de l'énergie favorise la désinflation et les politiques fiscales vont devenir globalement stimulantes à partir de la fin de l'année, en particulier aux États-Unis, en Allemagne, en Chine et probablement au Japon.

Les enquêtes pour octobre, comme les PMI, suggèrent d'ailleurs que la confiance commence à se reprendre, notamment en Europe. L'incertitude persiste sur la conjoncture américaine, mais les données privées suggèrent que l'économie résiste toujours malgré le ralentissement de l'emploi.

Au total, nous prévoyons toujours une réaccélération graduelle de la zone euro à partir de la fin d'année, avant une reprise plus limitée aux États-Unis l'année prochaine et une stabilisation de la croissance chinoise grâce au soutien des autorités.

L'inflation s'est quasiment normalisée en zone euro et devrait passer légèrement sous la cible de 2 % l'année prochaine, alors qu'elle réaccélère légèrement au-delà de 3 % aux États-Unis à cause des droits de douane et ne devrait pas revenir à la cible avant au moins 2 ans.

Dans ce contexte, la BCE est à l'aise avec un taux revenu à un niveau neutre de 2 %, même si nous pensons qu'elle

pourrait baisser une dernière fois les taux en fin d'année pour garantir que l'inflation ne s'encre pas sous la cible.

De son côté la Fed, dont les taux restent élevés, a repris ses baisses de taux depuis l'été pour ne pas peser trop fortement sur l'emploi qui s'est affaibli. **Mais à cause de la persistance de l'inflation, nous pensons que les baisses de taux encore à venir seront limitées, avec un taux directeur qui resterait nettement au-dessus de 3% l'année prochaine.**

Marchés

Les marchés, actions comme obligataires, ont continué leur hausse au début du 4ème trimestre, soutenus par la résilience de l'économie mondiale, les bons résultats des entreprises, la nouvelle baisse de taux de la Fed et la baisse des tensions géopolitiques après l'accord commercial États-Unis-Chine visant à continuer le dialogue.

Notre scénario central est plutôt favorable pour les actifs risqués. En effet, nous considérons que malgré les incertitudes qui persistent sur l'impact final des politiques américaines, l'activité mondiale devrait réaccélérer graduellement. Et l'investissement devrait être dynamique, porté par l'IA aux États-Unis et les investissements publics en Europe et en Asie. C'est un contexte favorable pour l'emploi et les profits des entreprises.

Cela dit, les niveaux de valorisation tendus des actifs risqués et les attentes optimistes concernant les baisses de taux de la Fed **limitent le potentiel d'appréciation et nous poussent à conserver une bonne diversification dans notre allocation d'actifs.**

Sur les actions, nous renforçons notre préférence pour les actions européennes et chinoises, qui bénéficient de la baisse des incertitudes commerciales, du soutien des politiques publiques et de valorisations pas encore extrêmes. Nous sommes neutres sur les actions américaines, où les bonnes performances des entreprises sont déjà fortement intégrées dans les prix, et en retrait sur le marché japonais qui est toujours plus exposé au risque de rebond du yen.

Sur les obligations souveraines, nous continuons à favoriser les dettes des pays du sud de la zone euro pour capter du portage, mais réduisons nos positions sur les taux longs européens et les obligations américaines, alors les besoins de financement des déficits restent très élevés.

Sur le crédit européen, nous sommes neutres car les fondamentaux et le portage restent favorables, mais les primes de risque sont très limitées.

SYNTHESE DES VUES 3 MOIS DE LA GESTION PAR CLASSE D'ACTIFS

Classe d'actifs	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Actions	Neutre	+
Souverains	Neutre	-
Crédit	Neutre	=
Monétaire	Neutre	=

Les marchés ont globalement délivré des performances solides en octobre, tant sur les actions que sur les obligations, aidés par la résilience de l'économie, la détente des tensions États-Unis - Chine et les bonnes publications des entreprises. Ils apparaissent fortement valorisés, même si cela n'est pas extrême selon nous.

Nous restons raisonnablement constructifs pour la fin de l'année 2025. Nous anticipons une poursuite de la hausse sur les actions zone euro et émergentes, sommes plus neutres sur les actions américaines qui sont très chères, et restons en revanche négatifs sur le Japon où l'optimisme est très élevé.

Après le récent recul des taux et des primes de crédit, les marchés obligataires sont chers sur les parties longues des courbes et sur les obligations de crédit dans leur ensemble. Ainsi, nous reprenons un peu de risque à travers les marchés actions, au détriment des obligations d'État et d'entreprises et conservons notre position de convexité avec les obligations convertibles.

Actions	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Zone euro	Négatif	=
Europe hors Euro	Négatif	=
Reste Europe	Négatif	=
États-Unis	Négatif	=
Japon	Neutre	-
Chine	Neutre	+
Marchés émergents	Neutre	=

- Nous attendons des performances stables aux États-Unis et légèrement plus favorables en Europe. La nouvelle progression des indices en octobre renchérit des valorisations qui étaient déjà élevées, particulièrement pour les actions américaines. - Mais la saison de publication de résultats confirme une tendance globalement favorable, de façon plus marquée aux États-Unis où le taux de surprises positives est élevé par rapport à la norme historique. En Europe, la force de l'euro continue de peser sur les résultats du T3 et les profits stagnent encore cette année (vs une hausse de 10 % attendue en début d'année). Cela dit, les surprises en Europe sont tout de même légèrement positives et permettent de stabiliser les perspectives de profits. - Les actions chinoises pour lesquelles nous avons adopté une vue plus prudente le mois dernier ont connu une consolidation significative, ce qui leur redonne un potentiel d'appréciation, alors que le gouvernement devrait rester à la manœuvre pour soutenir l'économie. - Nous restons à l'écart des actions japonaises qui pourraient souffrir d'un rebond du yen.	
---	--

Les obligations convertibles ont bien performé et attirent plus d'émetteurs cette année. Elles devraient bénéficier d'un environnement favorable dans les prochains mois avec un léger potentiel sur les marchés actions, des valorisations attractives et parce que leur convexité est un atout pour traverser les à-coups de marché qui sont probables vu l'optimisme déjà import.	
--	--

Convertibles	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Convertibles	Neutre	=

Souverains	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Sud de la Zone Euro	Positif	=
Cœur Euro	Positif	--
États-Unis	Négatif	=
Indexé inflation	Neutre	=

- Nous envisageons des taux longs plus élevés des deux côtés de l'Atlantique début 2026, d'où notre prudence sur les obligations cœurs.
- Les taux américains pourraient se tendre du fait d'une Fed moins encline à baisser ses taux que ce que le marché anticipe. Par ailleurs, la prime liée aux incertitudes ("shutdown", politisation de la Fed et négociations commerciales) pourrait se dégonfler.
- Le marché obligataire euro est quant à lui vulnérable face aux besoins de refinancement qui restent aussi élevés en 2026 que cette année et le sont historiquement. Les émissions seront particulièrement importantes lors du premier trimestre.
- Les pays du sud de la zone euro offrent toujours un surcroît de rémunération attractif, bien que plus réduit que par le passé, ce d'autant plus que la volatilité s'est tassée. Nous préférons ces dettes à la dette française, qui offre aussi un surcroît de rémunération mais est plus exposée à des incertitudes politiques et budgétaires.

- La période de résultats est de bonne facture avec des entreprises qui publient des résultats un peu supérieurs aux attentes, ce qui maintient le risque de crédit à un niveau contenu. Attention toutefois aux projections des entreprises qui sont en bas de fourchette ou révisées à la baisse. On adopte donc une vue plus neutre, d'autant qu'après un mois positif, les valorisations sur le crédit Investment Grade (IG) atteignent des niveaux élevés qui offrent peu de marges d'erreur. Malgré tout, l'IG reste toujours attrayant dans un contexte de baisse des taux de la BCE.
- Le portage attractif du crédit risqué (HY) persiste, mais le niveau des primes de crédit est encore plus limité que sur le crédit de meilleure qualité si l'on ajuste du risque plus élevé. Nous sommes donc prudents et très sélectifs sur ce compartiment.

Crédit	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
IG Zone euro	Neutre	-
Cross Over Zone euro	Neutre	=
HY Zone euro	Négatif	=
IG États-Unis	Négatif	-

Devise et Matières premières	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
EUR/USD	Neutre	=
Pétrole brut	Neutre	=
Or	Neutre	=

- Le dollar bénéficie du différentiel de taux, qui pourrait même se creuser encore un peu si la BCE baisse une dernière fois son taux directeur et que les baisses de taux de la FED sont plus limitées que ne l'anticipent les marchés. L'incertitude politique liée à la France constitue également un frein à la dynamique haussière de l'euro. Cela limite le potentiel d'appréciation à court terme, même le potentiel de hausse de l'EURUSD reste important à plus long terme.
- Le cours du Brent devrait rester confiné dans une fourchette étroite (60-70 dollars par baril), pris entre l'augmentation contrôlée de la production de l'OPEP et le niveau relativement faible des stocks mondiaux.
- Pour l'or, après sa forte progression depuis le début de l'année et sa récente consolidation, nous anticipons une phase de stabilité relative. La forte demande des banques centrales émergentes est compensée par une accalmie partielle des risques géopolitiques et des rendements obligataires qui demeurent élevés.

Les informations sont données à titre purement indicatif et ne sauraient engager la responsabilité de LBP AM quant à leur caractère précis ou pérenne. Les informations communiquées reflètent l'opinion de LBP AM au jour de leur établissement en fonction du contexte économique et réglementaire du moment. Ce document ne constitue ni un avis juridique ni fiscal. Ce document n'est ni reproductible, ni transmissible, en totalité ou en partie, sans l'autorisation préalable écrite de LBP AM, laquelle ne saurait être tenue pour responsable de l'utilisation qui pourrait être faite du document par un tiers.