

## UN CONTEXTE ENCORE FAVORABLE AU RISQUE A COURT TERME

L'économie mondiale a été plus résiliente qu'attendue cette année, même si elle a légèrement ralenti. La croissance, quant à elle, se maintient et se généralise en fin d'année, avec des signes d'accélération notamment en zone euro.

Pourtant, les politiques protectionnistes américaines telles que les droits de douane et la baisse de l'immigration ont bien un impact négatif sur la croissance mondiale et l'inflation aux États-Unis. Mais cet impact 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 des prix de l'énergie, les investissements dans le secteur de l'Intelligence artificielle (IA) et les effets de richesse.

À court terme, les impacts des chocs de 2025 devraient commencer à s'estomper alors que les politiques budgétaires soutiendront de nouveau la croissance, en particulier aux États-Unis, en Allemagne, en Chine et au Japon. Nous anticipons donc une légère réaccélération mondiale courant 2026, même si les contraintes structurelles limiteront cette accélération cyclique.

La contrepartie de la résilience aux chocs et des politiques économiques accommodantes est que l'inflation devrait rester au-dessus de la cible aux États-Unis, ce qui contraindra la capacité de la Fed à baisser encore significativement ses taux l'année prochaine. L'inflation ne devrait pas être un problème en zone euro, puisqu'elle devrait repasser sous les 2% au cours des prochains mois. Mais le biais prudent de la BCE face à la résilience de la reprise et à la hausse des investissements publics limite le potentiel de baisse de taux supplémentaire.

En Chine, l'économie devrait continuer à croître de manière modérée. Malgré le choc tarifaire américain, les exportations nettes restent dynamiques grâce à la hausse

des exportations vers le reste du monde et la limitation des importations. Cela dit, les autorités devront augmenter leur soutien à la demande intérieure pour éviter une poursuite du ralentissement de la consommation et de l'investissement.

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

Mais cela est déjà bien intégré dans les prix de marché, comme le montrent les valorisations très élevées des actions et du crédit, en particulier aux États-Unis. Cela limite le potentiel de hausse des marchés à moyen terme, mais ne l'empêche pas tant que les profits des entreprises restent bien orientés.

Dans ce contexte, nous privilégions une allocation d'actifs qui surpasse légèrement les actions, surtout par rapport aux obligations de maturité longue. En effet, les taux longs pourraient progresser un peu avec la fin du cycle de baisse des taux directeurs et à cause des déficits publics durablement élevés.

Si les risques politiques refluent un peu, ils devraient rester élevés. Cela réduit l'horizon d'investissement. Associé aux valorisations exigeantes, cela nous pousse à rester diversifiés et très agiles dans l'ajustement de portefeuilles.



Sebastian PARIS-HORVITZ,  
Responsable de la recherche  
[sebastian.parishorvitz@lbpam.com](mailto:sebastian.parishorvitz@lbpam.com)

Xavier CHAPARD,  
Stratégiste  
[xavier.chapard@lbpam.com](mailto:xavier.chapard@lbpam.com)

## NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

### Economie

**La croissance mondiale n'a ralenti que de façon modérée mi-2025, l'impact négatif des politiques protectionnistes américaines et de l'incertitude étant en partie compensée par plusieurs éléments favorables :** des prix de l'énergie contenus, des conditions financières accommodantes, le boom d'investissement de l'IA, notamment 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 n'ont pas encore été publiées à cause du « shutdown », mais on estime que la croissance devrait être juste sous les 2%. Ce serait la plus faible croissance depuis deux ans et demi, mais on est loin d'une récession.

**Les indicateurs conjoncturels indiquent une croissance mondiale toujours stable fin 2025, et plus généralisée.** Le PMI composite global est remonté en octobre/novembre à un plus haut depuis un an et demi, ce qui est plus en cohérence avec une croissance juste en dessous de 3%. Surtout, cette hausse est tirée par la zone euro et les pays émergents hors Chine, alors que la croissance américaine et chinoise ralentit en fin d'année.

Pour 2026, l'effet des chocs de 2025 devrait commencer à s'estomper et les facteurs de soutien de 2025 rester en place à court terme. Associé aux nouveaux soutiens budgétaires dans les principaux pays (États-Unis, Chine, Allemagne, Japon), cela devrait permettre une réaccélération graduelle dans les prochains trimestres. Cela dit, l'accélération cyclique de la croissance va être contrainte par la croissance potentielle limitée.

**Au total, nous prévoyons une réaccélération graduelle de la zone euro 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 reste encore légèrement au-dessus de la cible en zone euro mais elle devrait passer légèrement sous la cible de 2% l'année prochaine, aidée par le ralentissement retardé des salaires et les prix de l'énergie en baisse en euros. Aux États-Unis, si l'inflation réaccélère bien moins qu'attendu, malgré les droits de douane, elle devrait rester autour de 3% aux États-Unis l'année prochaine. Elle 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 au cours du**

premier semestre pour garantir que l'inflation ne s'encre pas sous la cible.

De son côté, la Fed, dont les taux restent élevés, continue son ajustement à la baisse des taux pour éviter d'affaiblir davantage le marché du travail. Mais à cause de la persistance de l'inflation bien au-dessus de la cible, 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 sont un peu plus volatils au 4ème trimestre, tout en restant légèrement haussiers, sur les actions comme sur les obligations. Cette dynamique a été soutenue par la résilience de l'économie mondiale, les bons résultats des entreprises, la nouvelle baisse de taux de la Fed et le recul des tensions géopolitiques après l'accord sur la poursuite des négociations Sino-Américaines.

**Notre scénario central est plutôt favorable pour les actifs risqués, au moins en début d'année.** Nous considérons que malgré les incertitudes qui persistent sur l'impact final des politiques américaines, l'activité mondiale devrait réaccélérer légèrement avec les soutiens budgétaires, notamment par l'investissement. C'est un contexte favorable pour l'emploi et les profits des entreprises. Et la Fed est prête à aider les marchés si besoin.

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'appreciation. Ceci nous pousse à conserver une forte diversification dans notre allocation d'actifs.

**Sur les actions, nous favorisons les actions européennes et émergentes,** 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 cours, 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 maturités courtes en Europe et les dettes des pays du sud de la zone euro pour capter du portage, mais nous sommes prudents sur les taux longs européens et les obligations américaines, alors que les besoins de financement des déficits publics 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	Positif	=
Souverains	Négatif	=
Crédit	Neutre	+
Monétaire	Neutre	=

Novembre aura été finalement un mois relativement neutre sur presque toutes les classes d'actifs, après un creux non négligeable sur les marchés actions en milieu de mois, causé par les craintes sur la valorisation de l'IA et sur l'ampleur des baisses de taux de la Fed. Mais la toile de fond pour les marchés n'a pas vraiment changé et nous pensons qu'elle reste plutôt favorable à court terme.

Nous réitérons nos recommandations concernant une surexposition modérée sur les actions, à travers la zone euro et les pays émergents, au détriment du Japon.

Nous restons prudents sur les taux longs à cause des politiques budgétaires accommodantes qui nécessiteront une hausse des émissions de dette publique en début d'année. Sur les obligations de crédit, le portage reste intéressant, même s'il est préférable d'attendre pour mieux se repositionner au premier trimestre 2026. Enfin, nous aimons toujours les obligations convertibles pour leur convexité.

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

- Malgré les turbulences du mois de novembre, la situation globale a finalement relativement peu évolué depuis un mois, avec des indices proches de leurs points hauts de fin octobre pour les actions des pays développés.
- La situation économique globale tout comme celle des entreprises reste un facteur de soutien avec une bonne résilience, notamment aux États-Unis. Ce sont toujours les valorisations élevées qui nous semblent limiter le potentiel de hausse des actions, sans toutefois être un catalyseur pour une baisse à court terme.
- Nous favorisons l'Europe, pour laquelle une baisse de taux de la part de la BCE nous semble être plus probable que ce qu'anticipe le marché. La valorisation relative des actions de la zone offre également un peu plus de potentiel, d'autant plus que le plan de relance allemand reste un facteur de soutien à venir.
- Le Japon reste pénalisé par les risques pesant sur l'appréciation de sa devise, comme évoqué depuis plusieurs mois. Notre vue est un peu plus constructive sur les émergents dont la performance a été décevante sur le mois, malgré une croissance des bénéfices réels qui devrait accélérer en 2026.

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

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 important

Souverains	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Sud de la Zone Euro	Neutre	-
Cœur Euro	Négatif	=
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 coeurs.
- Les anticipations de marché concernant les baisses de taux de la Fed restent trop ambitieuses selon nous, alors que l'inflation va rester bien au-dessus de la cible ces prochains trimestres. De plus, les dernières baisses de taux de la Fed devraient s'accompagner d'un discours plus prudent qui pourrait mettre un peu de pression sur le marché obligataire.
- Pour la zone euro, le refinancement des Etats restera massif et est très concentré en début d'année, ce qui pénalisa les taux longs. Ce sera également un frein à la poursuite de la convergence des taux des pays du Sud vers ceux des pays coeurs, même si leurs rendements restent attractifs dans un contexte de faible volatilité.
- En ce qui concerne la France, même si le budget est voté, sa prime aura du mal à se resserrer dans cet environnement d'offres primaires élevées ; mais ce resserrement n'est pas exclu au cours du premier semestre en raison d'une prime politique moins prononcée.

- Nous relevons un peu notre positionnement sur le marché du crédit de qualité (IG) en Europe, à horizon trois mois, même si le début d'année devrait être chargé en termes de nouvelles émissions et que les primes de risques sont limitées. Malgré tout, les conditions économiques sont favorables (croissance moyenne, volatilité en baisse) et l'appétit pour la classe d'actif nous permet d'avoir une vision positive sur les spreads de crédit IG, qui se sont un peu écartés en novembre.
- Le segment plus risqué (High Yield) reste quant à lui toujours porté par des fondamentaux solides et des taux de défauts bas mais est pénalisé de notre point de vue par des valorisations trop faibles qui n'offrent pas de coussin de protection suffisant.
- Outre-Atlantique, l'incertitude quant à la trajectoire des baisses de taux nous fait conserver une attitude plus prudente.

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

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

- Le dollar reste soutenu par le 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 pourrait reculer un peu aux États-Unis après la première année de Trump 2.0 alors qu'elle restera élevée en France, freinant la dynamique haussière de l'euro. Malgré ces éléments défavorables à l'euro à court terme, nous conservons une cible à 1.16 à horizon 3 mois, dans la mesure où l'année 2026 devrait voir une reprise plus nette de la zone euro et que le potentiel d'appréciation à plus long terme reste important.
- La décote du Yen est de nouveau extrême, ce qui augmente les chances de rebond à court terme, alors que la Banque du Japon devrait remonter encore un peu ses taux.
- Le cours du Brent pourrait remonter légèrement à court terme dans un contexte de saisonnalité favorable et de stabilisation de la production de l'OPEP+. Mais il devrait rester confiné dans une fourchette étroite (60-70 dollars par baril) vu l'excès d'offre l'année prochaine.
- Pour l'or, après sa forte progression depuis le début de l'année, nous anticipons une phase de consolidation portée par l'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.