

FEVRIER 2026

IL EST PRUDENT D'ÊTRE COURAGEUX A COURT TERME

La conjoncture mondiale est bien orientée début 2026. Après avoir mieux résisté qu'attendu aux chocs protectionnistes de 2025, la croissance est restée globalement stable et a été mieux répartie en fin d'année, avec des signes d'accélération notamment en zone euro. À court terme, l'économie bénéficie de conditions financières favorables et surtout d'une impulsion budgétaire généralisée (USA, Japon, Allemagne, Chine), ce qui devrait permettre une légère réaccélération cyclique.

Dans le même temps, l'inflation revient à la cible dans les principaux pays en dehors des États-Unis, où elle reste trop élevée mais ne réaccélère pas notablement. Cela permet aux banques centrales de conserver un biais baissier après avoir ramené leur taux à des niveaux assez neutres depuis un an et demi.

Cela dit, les perspectives de moyen terme sont contraintes et incertaines. Les tensions politiques et géopolitiques restent anormalement élevées, ce qui réduit l'horizon d'investissement. Par ailleurs, le potentiel de croissance, qui était déjà limité par la démographie, le changement climatique et la moindre mondialisation, est encore réduit par les politiques protectionnistes américaines telles que les tarifs et la baisse de l'immigration. Dès lors, la contrepartie de la résilience aux chocs et des politiques économiques stimulantes 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, et que les dettes publiques continuent d'augmenter.

Sauf si l'IA augmente rapidement et fortement la productivité, ou pour l'Europe, si la dynamique de réforme et d'investissement s'accélère fortement, nous sommes probablement plus proche de la fin du cycle que du début.

Notre scénario central intègre une réaccélération cyclique de la croissance, grâce notamment à des politiques budgétaires très accommodantes et une Fed qui conserve un biais plutôt accommodant alors que la BCE a atteint la neutralité. Ce contexte est favorable pour les actifs risqués. Et ce scénario n'est pas remis en cause pour l'instant par le bruit politique.

Mais il est déjà bien reflété dans les prix de marché, comme le montrent les valorisations très élevées des actions et du crédit, aux États-Unis mais aussi désormais dans le reste du monde. Cela limite le potentiel de hausse des marchés à moyen terme et augmente les risques de mauvaise surprise. Cela deviendrait rapidement problématique si les profits des entreprises se détérioraient ou si les banques centrales devenaient plus restrictives.

Malgré ces considérations, nous privilégions les actions plus à même de bénéficier du cadre conjoncturel, en diversifiant les risques géographiquement et sectoriellement, surtout par rapport aux obligations souveraines. En effet, les taux pourraient progresser un peu avec la fin du cycle de baisse des taux directeurs et les besoins de financement des États durablement élevés.

Dans le même temps, les risques politiques et géopolitiques restent élevés, surtout à l'approche des élections de mi-mandat aux États-Unis. Cela nous pousse à ne pas prendre de position trop marquée et à rester très agiles dans l'ajustement des 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 très bien résisté en 2025, ralentissant à peine malgré l'impact négatif des politiques protectionnistes américaines et de l'incertitude générée. Cela a été en partie compensé par plusieurs éléments favorables : des prix de l'énergie contenus, des conditions financières accommodantes aidées par le cycle de baisse des taux directeurs et le boom d'investissement de l'IA, notamment. Le ralentissement a été très contenu aux États-Unis, alors que la reprise a continué dans les autres pays développés et que la croissance est restée stable dans les émergents.

Ces facteurs positifs et négatifs devraient rester en place cette année, mais avoir un impact décroissant. L'incertitude liée aux politiques américaines reste élevée, mais il est difficile d'attendre de nouveaux chocs tarifaires globaux cette année. Aussi, même si les baisses de taux des banques centrales arrivent à leur terme et que les prix de l'énergie remontent un peu en début d'année, ces facteurs seront un moindre soutien mais pas des freins à la croissance.

Les politiques budgétaires redeviennent nettement accommodantes dans les principaux pays (États-Unis, Allemagne, Japon, voire Chine). **Cela devrait permettre une légère réaccélération assez généralisée dans la première partie de l'année.** Les indicateurs conjoncturels sont d'ailleurs bien orientés en janvier, avec un rebond du PMI composite global, qui est nettement en territoire d'expansion.

L'inflation revient lentement vers les cibles des banques centrales, globalement, même si de manière différenciée. La désinflation est assez avancée en Europe. L'inflation devrait passer légèrement sous les 2% en zone euro dans les prochains mois, aidée par les prix de l'énergie en baisse, la hausse de l'euro et le ralentissement des salaires. Aux États-Unis, malgré les droits de douane, l'inflation a réaccéléré moins qu'attendu, mais elle devrait rester nettement au-dessus de la cible tout au long de l'année (entre 2,5 et 3%). 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 directeur revenu à un niveau neutre de 2%. Si le prochain mouvement devait être une hausse de taux, celui-ci n'interviendrait pas avant l'année prochaine. Cela dit, une dernière baisse de taux cette année ne peut être encore totalement exclue si l'inflation s'ancre sous les 2%.

De son côté, la Fed s'approche de la fin de la normalisation de ses taux, même si elle conserve un biais baissier. **Malgré les pressions politiques et le changement de président,**

nous pensons que la Fed ne baissera pas plus d'une fois ses taux dans les prochains mois, en raison de la persistance de l'inflation au-dessus de la cible. Le taux directeur resterait nettement au-dessus de 3% cette année.

Marchés

Notre scénario central est favorable pour les actifs risqués début 2026. Une légère réaccélération cyclique de l'activité mondiale, renforcée par les soutiens budgétaires, est un contexte favorable pour les profits des entreprises. De plus, la Fed est prête à aider les marchés si nécessaire.

Cela dit, après une troisième année porteuse sur les marchés, les niveaux de valorisation des actifs risqués sont exigeants et l'appétit pour le risque des investisseurs est déjà élevé. **Cela limite le potentiel d'appréciation et augmente les risques de volatilité face aux risques politiques et géopolitiques qui restent très présents.**

En pesant les opportunités et risques, **nous maintenons une allocation plutôt offensive en début d'année, en surpondérant les actions et en sous-pondérant les obligations souveraines.** Mais nous augmentons la diversification géographique et sommes très attentifs à la gestion des risques (via les convertibles, le yen...).

Sur les actions, nous rééquilibrons nos expositions entre l'Europe et les États-Unis après le net renchérissement des actions européennes au tournant de l'année et l'amélioration des perspectives américaines en dehors de la Tech. Notre préférence va toujours aux actions émergentes, qui bénéficient de la baisse des incertitudes commerciales, du soutien des autorités chinoises et de valorisations pas encore extrêmes.

Sur les obligations souveraines, nous sommes prudents sur les obligations de maturité longue alors que les risques budgétaires augmentent de nouveau aux États-Unis et que les besoins de financement des déficits publics sont très élevés, en particulier en début d'année en zone euro. C'est aussi la raison pour laquelle nous sommes tactiquement sous-pondérés sur les dettes des pays du Sud de la zone euro.

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

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	=

L'année 2026 a débuté positivement pour les actifs financiers, portés par les statistiques économiques favorables, sans être trop impactés par les turbulences géopolitiques. Nous continuons de penser que le 1er trimestre va être porteur, et maintenons un biais positif sur les actions au détriment des obligations.

Nous renforçons encore notre positionnement sur les actions européennes comme américaines et maintenons notre préférence pour les pays émergents, en favorisant désormais la Chine au sein des émergents.

Nous sommes prudents sur la duration, même si les obligations souveraines peuvent être investies de façon opportuniste sur certaines zones. Sur la partie crédit, nous conservons les obligations de qualité (IG) pour le portage mais restons très sélectifs sur les segments plus risqués (HY) qui offrent peu de prime. Enfin, en diversification, nous aimons la convexité apportée par les obligations convertibles et le rendement des obligations émergentes.

Actions	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle	- La légère hausse des indices sur le mois de janvier nous semble limitée par rapport à l'amélioration des conditions macro-économiques. Nous tablons désormais sur une croissance légèrement supérieure au potentiel aux États-Unis et en zone euro pour 2026, alors que les banques centrales conservent un biais légèrement baissier au global. - Du point de vue micro, la saison de publication des résultats a bien débuté, en particulier aux États-Unis où les surprises, en ligne avec leur moyenne historique, sont saluées par le marché. Même si les résultats sont en retrait relatif en Europe, la saison de publication devrait être un facteur de soutien. - Nous renforçons encore notre positionnement positif sur les deux zones, tablant sur une réalisation plus rapide dans l'année de notre objectif de performance annuel. Nous restons tout de même vigilants sur certains éléments comme la forte volatilité et les divergences à l'intérieur de chaque indice, qui réduisent l'efficacité des couvertures optionnelles. - Sur les émergents nous sommes plus prudents en relatifs sur les marchés qui ont fortement performé récemment (Corée, Taïwan et Brésil) mais renforçons notre exposition aux actions Chinoises qui présentent un profil plus équilibré, et ce d'autant plus que nous attendons des annonces de relance dans les semaines ou mois à venir.
Zone euro	Positif	+	
Europe hors Euro	Neutre	+	
Reste Europe	Positif	+	
États-Unis	Neutre	+	
Japon	Négatif	=	
Chine	Positif	+	
Marchés émergents	Positif	=	
Convertibles	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle	Les obligations convertibles ont commencé l'année de façon très dynamique, soutenues par des marchés actions bien orientés. Nous pensons que cette classe d'actifs va bénéficier d'un environnement toujours favorable, avec des marchés boursiers encore légèrement haussiers à court terme. D'autant que les paramètres techniques sont moins tendus que sur les autres classes d'actifs et qu'elles offrent une convexité qui est un atout pour traverser les à-coups de marché. Enfin, le marché primaire continue d'attirer des émetteurs diversifiés géographiquement et sectoriellement et de bonne qualité IG cette année (2,5 mds € d'émissions en Europe et 14 mds € au niveau global).
Convertibles	Positif	=	

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

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	Neutre	=

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

- Nous maintenons notre vue défensive sur les marchés obligataires des 2 côtés de l'Atlantique.
- Le nouveau statu quo de la Fed et les risques budgétaires, accrus à l'approche des élections de mi-mandat, ne favorisent pas les taux américains. D'autant que l'inflation devrait augmenter encore à court terme. La proposition de Warsh pour remplacer Powell réduit les risques extrêmes.
- En ce qui concerne la zone euro, même si le portage est attractif et la valorisation raisonnable, nous n'excluons pas de voir des taux plus généreux à court terme en raison des émissions toujours abondantes dans les prochains mois. En revanche, les primes des dettes souveraines des pays méditerranéens, bien que serrées, offrent un portage ajusté du risque attractif vu la volatilité limitée. Enfin, les anticipations d'inflation se sont renforcées pour des raisons géopolitiques, et pourraient donc se détendre.

- Dans un contexte macroéconomique qui semble se consolider, en particulier aux USA, nous conservons notre positionnement neutre sur l'IG et prudent du fait des valorisations sur le HY des deux côtés de l'Atlantique.
- Les primes de risque restent très basses, ce qui offre peu de marge d'erreur. Cela dit, les risques sont contenus à court terme, comme le montre le début encourageant de la saison des résultats. Le marché primaire a été actif en ce début d'année, comme attendu, mais la demande des investisseurs reste forte. Cela nous conforte sur les soutiens techniques de la classe d'actif. Nous maintenons notre biais en faveur des banques, notamment sur les parties les plus seniors, et surveillons les montants d'émission dans le secteur des TMT qui pourrait augmenter fortement si l'on en croit les programmes d'investissements annoncés par les grandes entreprises actives sur le thème de l'IA.

- Au-delà de la volatilité du change en janvier, nous conservons notre cible à trois mois pour l'euro-dollar à 1,17. La devise américaine reste soutenue à court terme par une forte dynamique de croissance, des taux plus élevés et un positionnement des investisseurs plutôt négatif. Cela compense la tendance à la dépréciation du dollar à moyen terme qui est liée à la valorisation et à la remise en cause de l'exceptionnalisme américain.
- Nous continuons d'aimer le Yen qui est extrêmement sous-valorisé et offre une couverture en cas de forte hausse des risques systémiques ou géopolitiques, surtout maintenant que les élections sont passées.
- Les tensions géopolitiques ont accru la volatilité du pétrole, mais l'excédent d'offre devrait se maintenir en 2026. Les perturbations temporaires (froid aux US, contraintes au Kazakhstan) devraient rapidement se résorber, et la saisonnalité défavorable plaide pour un prix du baril restant dans son range de 60 à 70 USD.
- La très forte volatilité récente sur l'or devrait inciter les investisseurs à davantage de retenue, même si la persistance des tensions géopolitiques et budgétaires plaide pour un prix durablement élevé pour l'or.

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.