STRATÉGIE & INVESTISSEMENT

Sebastian Paris-Horvitz
Directeur de la recherche

Xavier Chapard
Recherche & Stratégie

LBPAM

NOVEMBRE 2026

UN APPÉTIT POUR LE RISQUE PLUS ÉQUILIBRÉ POUR LA FIN DE L'ANNÉE

Entre la forte dynamique actuelle de l'économie mondiale et les nuages qui s'amoncellent, les perspectives restent incertaines. Mais au moins les marchés ont ajusté leurs excès de la fin de l'été, de telle sorte que les opportunités et les risques apparaissent plus équilibrés sur les différentes classes d'actifs.

L'activité économique et les résultats des entreprises continuent de surprendre à la hausse. En particulier, la croissance mondiale a accéléré cet été après être restée stable durant la première partie de l'année, tirée par le boom d'investissement lié à l'IA et à la défense mais aussi par la consommation des ménages. Et les premières enquêtes pour le 4ème trimestre indiquent un léger ralentissement à l'approche de la fin de l'année, en particulier de la consommation, mais qui reste très léger.

Cela dit, les freins qui pèsent sur les perspectives restent en place.

Le choc énergétique se prolonge et s'est même intensifié en octobre, et l'évolution de la situation au Moyen-Orient est toujours très incertaine à court terme. Cela entraîne une réaccélération de l'inflation via les prix des carburants, du gaz et de l'électricité et repousse l'horizon auquel l'inflation tendancielle devrait reprendre son reflux vers la cible. Cela dit, il n'y a toujours pas de signe de diffusion indirecte aux prix domestiques et aux salaires, ce qui contient les risques pour l'inflation à moyen terme.

Les conditions financières continuent de se resserrer un peu après trois ans d'assouplissement porteur. En octobre, ce ne sont plus les révisions haussières des taux des banques centrales et des taux longs qui ont pesé, mais la baisse des actifs risqués et de la demande de crédit aux banques à cause des nombreuses incertitudes (autour de l'IA, des risques politiques et budgétaires…).

Les résultats des élections américaines renforcent notre vue d'une trajectoire budgétaire plus contrainte et la possibilité de la recherche d'une sortie de crise au Moyen-Orient.

Notre scénario reste plutôt positif même s'il est un peu plus conservateur que le consensus. Sous l'hypothèse d'une détente graduelle des prix énergétiques à partir de la fin de l'année et d'une stabilisation des conditions financières, nous prévoyons une croissance autour de 2% aux États-Unis et de 1% en zone euro et qui ralentirait vers la nouvelle cible de 4,5% en Chine pour 2027, légèrement en dessous de celle de cette année. L'inflation commencerait à ralentir à partir du printemps pour revenir vers la cible de 2% au cours de l'année suivante. Face à cette situation, les banques centrales resserrent leur politique de façon mesurée, avec deux hausses de taux de la BCE et de la Fed d'ici début 2027.

En termes d'allocation d'actifs, nous pensons que les valorisations d'actions et des taux souverains reflètent mieux les fondamentaux et les incertitudes après la rotation défensive de ces dernières semaines. Nous abandonnons donc l'approche prudente que nous avions depuis la rentrée pour revenir vers une allocation plus équilibrée.

Le portage reste attractif sur les obligations, mais davantage sur le crédit et l'Europe que sur les obligations souveraines et les États-Unis.

Dans le même temps, nous revenons à neutre sur les actions qui se sont un peu désenchéries alors que les résultats des entreprises restent très solides. C'est en particulier le cas aux États-Unis et en Chine, des zones que nous privilégions par rapport à l'Europe pour la fin de cette année.



Sebastian PARIS-HORVITZ,
Directeur
de la Recherche
sebastian.parishorvitz@lbpam.com



Xavier CHAPARD,
Adjoint au Directeur
de la Recherche
xavier.chapard@lbpam.com

C0 - Public

NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

Economie

Malgré les chocs et les incertitudes, la conjoncture mondiale reste très solide. Les moteurs de 2026 devraient permettre à la croissance de résister en fin d'année.

La croissance a surpris à la hausse au T3 aux États-Unis (+3,4% en rythme trimestriel annualisé), en zone euro (+1,7%) et en Chine (+4,5%), suggérant que la croissance mondiale a légèrement réaccéléré vers 3,5% cet été. Elle est tirée par le cycle industriel, porté par le boom d'investissement historique dans l'IA, la défense et les infrastructures ainsi que par le cycle des stocks, ce qui devrait rester des moteurs dans les prochains trimestres. Mais elle bénéficie aussi du dynamisme de la consommation des ménages malgré la baisse de leur pouvoir d'achat, grâce à la baisse du taux d'épargne et aux politiques budgétaires globalement accommodantes cette année. Ces facteurs devraient en revanche être moins porteurs à l'avenir.

Le PMI composite global consolide légèrement en octobre, mais depuis son plus haut niveau depuis 5 ans atteint en septembre. Il reste donc au-dessus de son niveau moyen du T3 et compatible avec une croissance toujours globalement au-dessus de 3% fin 2026 et un peu mieux répartie.

Mais l'essoufflement des moteurs de 2026 et les vents contraires qui s'accumulent depuis l'été devraient limiter la croissance l'année prochaine, d'où notre scénario un peu plus prudent sur les perspectives de croissance. Nous anticipons pour l'année prochaine une croissance d'environ 2 % aux États-Unis, de 1 % en zone euro et un ralentissement vers la nouvelle cible de 4,5 % en Chine.

L'inflation réaccélère depuis septembre, avec la nouvelle hausse des prix de l'énergie depuis août qui s'est encore intensifiée en octobre. Elle devrait dépasser les 4% des deux côtés de l'Atlantique en fin d'année, et se transmettre un peu plus aux prix des biens et des services directement affectés par les prix du gaz, de l'électricité et des carburants. Cela va peser sur le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises, même si nous continuons de penser que les prix de l'énergie devraient commencer à refluer au tournant de l'année et que les effets indirects de ce choc sur les prix domestiques et les salaires devraient rester limités. Dès lors, l'inflation devrait ralentir assez nettement à partir du printemps prochain, de telle sorte que le retour de l'inflation vers les cibles des banques centrales est repoussé mais pas annulé.

Aussi, les conditions financières se durcissent. Après la hausse des taux directeurs et des taux courts cet été, c'est la baisse des actifs risqués (actions, primes de crédit…) qui resserre un peu les conditions financières depuis octobre. On est loin d'un choc financier abrupt, qui remettrait en cause le cycle économique, mais c'est un frein pour l'investissement et la consommation à venir après trois ans où les conditions s'amélioraient.

Comme nous le pensions, l'absence de tensions domestiques et le resserrement des conditions financières ont poussé la Fed et la BCE à adopter un discours moins agressif en octobre après leurs hausses de taux de septembre. Cela dit, le nouveau choc énergétique prolonge la période d'inflation trop élevée alors que l'activité et l'emploi résistent toujours. Elles conservent un biais haussier sur les taux.

Dans notre scénario où le choc énergétique diminue graduellement, où la croissance ralentit un peu et où les conditions financières cessent de se dégrader, nous attendons pour la BCE et la Fed une hausse de taux en décembre et une dernière hausse début 2027, de telle sorte que les taux directeurs resteraient 100pb sous leur pic de 2023-24.

Marchés

Après avoir adopté une approche prudente depuis la rentrée, nos convictions deviennent plus équilibrées.

Nous réduisons à neutre notre exposition aux obligations souveraines après le recul des taux depuis un mois, car leur niveau nous semble désormais raisonnable. Les anticipations de taux directeurs ont convergé vers notre scénario et les taux longs élevés sont cohérents avec les fondamentaux (croissance, déficit…). Mais nous maintenons notre préférence pour l'Europe vs les obligations américaines.

Dans le même temps, nous revenons à neutre sur les actions qui se sont un peu désenchéries alors que les résultats des entreprises restent très solides. Cela dit, le niveau limité des primes de risque et les nombreuses incertitudes plaident pour le maintien d'une certaine prudence. Au sein des actions, nous préférons les actions américaines et chinoises aux actions européennes.

Nous maintenons notre surexposition aux obligations d'entreprise qui offre un portage attractif face à des risques contenus, du moins pour les entreprises de bonne qualité et certains segments du High yield.

C0 - Public

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	Positif	=
Monétaire	Négatif	=

La baisse des taux depuis leur point haut d'il y a un mois nous conduit à revoir notre exposition vers plus de neutralité sur les marchés obligataires, tout en conservant essentiellement les positions de portage axées sur les obligations de crédit de bonne notation.

Les marchés actions sont également plus attractifs sur certaines zones après la baisse des valorisations et la résilience des résultats d'entreprises. La sélectivité et l'agilité sont plus que jamais importantes au sein des classes d'actifs dans un contexte de volatilité et d'incertitudes plus élevées.

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

- Notre vue d'ensemble sur les indices actions continue de s'améliorer légèrement. En effet la saison de publication des résultats des entreprises pour le T3 se passe très bien à ce stade, en particulier aux États-Unis où près de 75% des sociétés battent les attentes. Cela, couplé à des signaux faibles légèrement rassurants sur la monétisation de l'IA et surtout à la baisse des valorisations nous conduit à passer surpondérés sur les actions nord-américaines. Cela dit, le positionnement (forte exposition) est lui consensuel, et donc plus à risque.
- Les surprises sur les résultats sont plus modérées en Europe, même si elles sont positives (55% de surprises positives) et le positionnement est moins tendu. Mais les risques politiques nous conduisent à maintenir la neutralité sur la zone.
- Enfin, nous repassons positifs sur les actions émergentes, notamment du fait de valorisations très attractives des sociétés liées à l'IA en Asie. La Chine a un profil différent avec une économie toujours à la peine, mais nous pensons que les valorisations intègrent désormais un scénario un peu trop négatif.

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

- Les obligations convertibles faiblissent un peu depuis septembre en raison de marchés actions très dispersés et globalement en léger recul.
- Mais nous pensons que la classe d'actifs va continuer à bénéficier de son comportement asymétrique en ces périodes de fortes incertitudes. Elles restent intéressantes malgré des marchés attendus stagnants à court terme car 1/ leurs valorisations sont en deçà de leur moyenne historique et 2/ le dynamisme du marché primaire (diversifié et de bonne qualité IG taille jumbo) reste porteur car tourné vers le financement de l'innovation (165 Mds de dollars depuis le début de l'année, tiré par l'Asie).

C0 - Public

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

- Les taux longs ont reflué depuis début octobre avec le dégonflement des anticipations monétaires que l'on trouvait exagérées et le retour des flux défensifs face à la multiplication des incertitudes. Cela laisse moins de valeur dans les marchés obligataires, qui doit toujours absorber quelques hausses de taux directeurs supplémentaires, des émissions massives et une inflation plus élevée à court terme. Cela favorise des taux élevés plus longtemps.
- C'est en particulier le cas aux USA, où la croissance nominale reste élevée (5,7% attendu en 2026) et le contexte politique pas favorable à une réduction des déficits. En zone euro, la poursuite des tensions sur le marché du gaz va pousser à la hausse l'inflation sous-jacente, compliquant la tâche de la BCE qui doit composer avec l'écartement fort des OATs, d'où des risques plus équilibrés sur les taux.
- Les anticipations d'inflation présentent une forte dichotomie entre des anticipations à court terme élevées, les investisseurs étant prêts à payer une prime de protection.
- Nous sommes plus positifs sur les agences et obligations sécurisées qui ont souffert de l'écartement généralisé du crédit et de la France et qui présentent un couple rendement risque attractif.

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	=

- Le mouvement de reconstitution des primes de crédit entamé fin septembre s'est prolongé en octobre avec une poursuite de l'écartement des marges de crédit et une sous-performance du crédit plus risqué (contrairement à septembre). Ainsi le crédit High Yield en Europe s'écarte de +43pb contre +14pb pour le crédit IG.
- Les niveaux atteints dépassent désormais les niveaux du pic de stress lié au début de la guerre en Iran en mars. Plusieurs raisons expliquent cette faiblesse : la volatilité sur les taux, notamment à cause du stress français, les questions sur la rentabilité de l'IA qui reviennent sur le devant, et enfin des investisseurs adoptant des allocations plus prudentes, délaissant donc la classe d'actifs.
- Une stabilisation de ses contraintes dans un contexte macro-économique stable (une croissance limitée mais toujours positive) laisserait un peu de place pour repasser plus confiant sur la classe d'actifs, en commençant par l'IG. Nous restons très sélectifs sur le HY sachant que les sources de stress semblent toujours présentes.

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

- Sur le change, nous abaissons notre cible à 1,12 pour l'EUR/USD à horizon trois mois en raison de l'extension du choc énergétique et de la hausse des risques budgétaires et politiques dans certains pays de la zone euro, notamment le risque lié à la France qui pourrait perdurer dans les prochains mois. Cela devrait peser sur l'écart de performance économique entre les deux zones. Cela dit, il nous semble que le marché a déjà bien intégré ce risque et pensons que les risques systémiques pour la zone euro restent limités.
- Nous relevons notre objectif de prix du baril de Brent afin de refléter la prolongation des tensions sur l'offre qui pourraient rester marquées à court terme. Toutefois, nous continuons d'anticiper un repli des cours à moyen terme, porté par l'adaptation progressive des exportations des pays du Golfe et par un ralentissement de la demande lié au niveau élevé des prix de l'énergie.
- Après la correction enregistrée ces derniers mois, le potentiel baissier de l'or nous semble désormais plus limité. Les flux de couverture liés aux incertitudes économiques et géopolitiques, et la saisonnalité favorable devraient soutenir les cours.

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.

LBPAM

LBP AM, SA à Directoire et Conseil de surveillance au capital de 12 138 931,20 €,
Siège social : 36, quai Henri IV 75004 Paris
RCS Paris N° 879 553 857 - Agréée en tant que société de gestion
de portefeuille par l'AMF sous le n° GP-20000031
Code APE 6630Z - N° TVA Intracommunautaire : FR 71 879 553 857