

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT POUR 2026

Le basculement synchronisé

QUAND LES ÉCONOMIES
JOUENT EN RARE HARMONIE



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT POUR 2026

Le basculement synchronisé

Sommaire

| | |
|--|----|
| 1. Introduction | 3 |
| 2. Scénario de base : Le basculement synchronisé | 6 |
| 3. Scénarios optimiste et pessimiste | 14 |
| 4. Perspectives pour les marchés financiers | 17 |
| 5. Résumé | 25 |

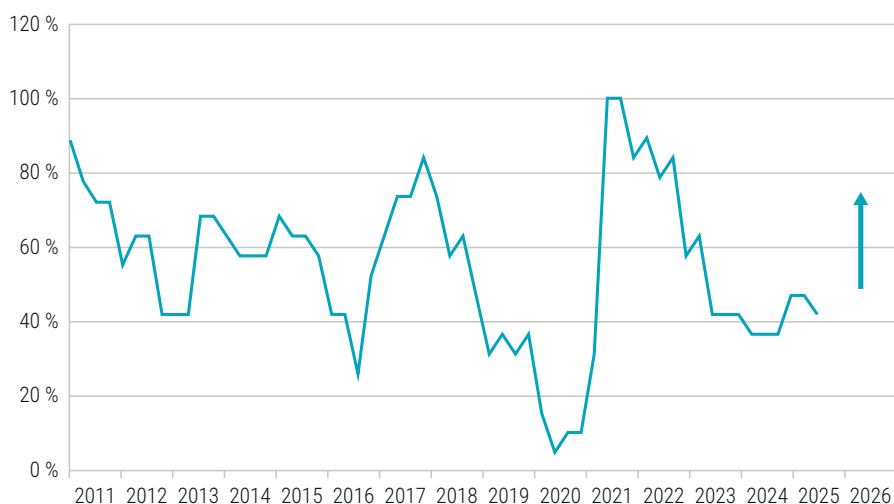
Les Perspectives d'investissement pour 2026 ont été rédigées par Peter van der Welle (stratégiste multi-actifs) et Colin Graham (responsable des stratégies multi-actifs).

1. Introduction

Les grands compositeurs classiques comme Bach, Schubert, Mozart et Chopin ont tous utilisé un accord unique et dramatique (plusieurs notes de musique harmonieuses jouées ensemble) dans leurs compositions les plus célèbres pour captiver leurs auditeurs : l'accord napolitain. L'accord napolitain, à l'harmonie étrange et apparemment décalée, crée un moment charnière dans leurs compositions avant de revenir à la tonalité d'origine. Dans le même ordre d'idée, notre scénario de base prévoit que le cycle économique connaîtra un moment napolitain en 2026. Une hausse synchronisée de fin de cycle, rare et éphémère, portée par l'apaisement des tensions commerciales, un redressement du cycle manufacturier mondial et les effets à retardement de l'assouplissement des banques centrales mondiales.

Notre thèse d'un basculement synchronisé rappelle fortement l'année 2017, lorsque l'économie mondiale, en particulier les marchés émergents, a été temporairement favorisée par des conditions financières souples, la dépréciation du dollar, la stabilisation des prix de l'énergie et la réaccélération de l'économie mondiale sur fond d'amélioration de la confiance des entreprises et des consommateurs. Selon notre indicateur, vers 2017, plus de 80 % des économies du G19 affichaient une croissance du PIB réel supérieure à 2 %.

Graphique 1 : Pourcentage des pays du G19 dont la croissance est supérieure au niveau d'équilibre (variation en pourcentage du PIB réel sur quatre trimestres)



Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

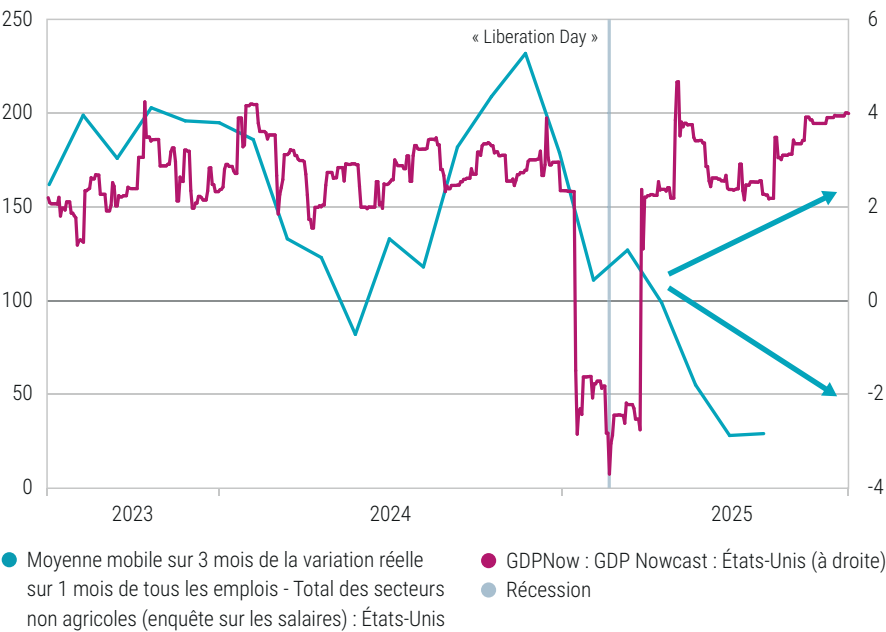
L'économie en forme de K est un équilibre instable

Nous n'assistons pas encore à une répétition de 2017. Le pourcentage des économies du G19 qui affichaient une croissance supérieure à 2 % n'est que de 42 % à l'heure actuelle. Notre thèse de l'année dernière, « Ceci n'est pas un atterrissage », évoquait la possibilité d'une tournure stagflationniste puissante due aux politiques commerciales américaines dans une économie par ailleurs résiliente. Le mot d'ordre a été « résilience », le FMI ayant souligné la résilience de l'économie mondiale dans ses dernières Perspectives de l'économie mondiale, malgré les turbulences dues aux droits de douane. Pourtant, le « Liberation Day » a laissé des traces. Le taux effectif des droits de douane imposés par les États-Unis est d'environ 11 %. À ce titre, nous nous attendons toujours à une répercussion plus importante des droits de douane des entreprises sur les consommateurs américains jusqu'au début de 2026 (de 20 % actuellement à 50 %), ce qui mettra à l'épreuve les groupes à faibles revenus de la première économie mondiale.

Parallèlement, avec un indice des prix à la consommation (IPC) américain restant nettement au-dessus de la cible, l'économie américaine adopte une trajectoire en K : l'activité réelle s'accélère tandis que la croissance de l'emploi ralentit sensiblement. Une stagflation pure et simple reste une réelle possibilité. La divergence au sein de la croissance de la consommation aux États-Unis, où les hauts revenus continuent de dépenser tandis que les ménages à faibles revenus se serrent la ceinture en raison du ralentissement de la croissance de l'emploi, accentue ce contraste.

La dynamique en forme de K peut durer un certain temps, mais il s’agit d’un équilibre intrinsèquement instable. Soit on assiste à une reprise de la croissance de l’emploi, soit l’économie réelle emmènera la croissance de l’emploi en territoire récessionniste. L’économie en forme de K pose un casse-tête : connaissons-nous les prémices d’une hausse plus large de la productivité, portée par l’IA, ou les employeurs freinent-ils les embauches, exigeant davantage de leur main-d’œuvre afin de maximiser l’efficacité dans un contexte d’incertitude commerciale ? ●

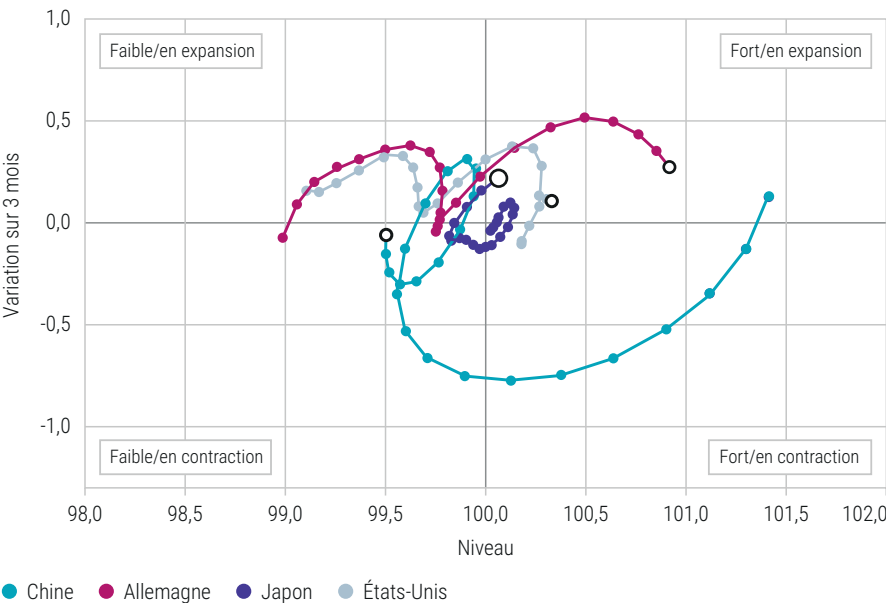
Graphique 2 : L’économie américaine en forme de K



Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Graphique 3 : L’expansion s’accélère dans les grandes économies ; la Chine pourrait-elle nous rejoindre en 2026 ?

Suivi des cycles de vie économique des deux dernières années
OCDE : Principaux indicateurs économiques en septembre 2025



Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

2. Scénario de base : Le basculement synchronisé



Dans notre scénario de base, nous observons déjà les premiers signes d'une accélération de la croissance de la productivité. La baisse du taux d'embauche des jeunes diplômés laisse entendre que l'IA commence à se substituer progressivement à un segment spécifique du marché du travail. Si le chômage technologique, un phénomène déjà prédit par Keynes dans les années 1930, peut poser problème à une cohorte spécifique de travailleurs, il pourrait être une aubaine pour l'économie américaine dans son ensemble. L'augmentation de la productivité par heure travaillée constitue un facteur d'offre positif, susceptible de compenser en partie les chocs d'offre négatifs liés à l'incertitude commerciale persistante et à la migration limitée aux États-Unis en 2026. La croissance de la consommation américaine a été en moyenne de 2,6 % au cours des quatre dernières années. Nous prévoyons un certain ralentissement à 2,3 % (les droits de douane et le remboursement des prêts étudiants jouent un rôle à cet égard), ce qui porterait la croissance globale du PIB réel des États-Unis à 2,1 % pour 2026.

Les quatre piliers de la vigueur : Qu'est-ce qui soutient la consommation mondiale ?

Nous voyons quatre raisons à la résilience de la consommation mondiale et à la diminution de la divergence au sein de la consommation américaine au fil de 2026. Tout d'abord, le choc d'incertitude lié aux droits de douane s'atténue davantage en 2026, supprimant un frein majeur à la croissance de la consommation et à la confiance des chefs d'entreprise en matière d'investissement et d'embauche. Une baisse supplémentaire de 1 STD (écart-type) de l'incertitude politique aux États-Unis pourrait stimuler la croissance de la consommation américaine de 0,8 %. Les probabilités de récession au cours de l'année 2025 étaient étroitement associées aux incertitudes liées à la politique en matière de droits de douane de D. Trump.

Deuxièmement, la politique budgétaire accommodante menée dans le cadre de la loi OBBBA (One Big Beautiful Bill Act) permet d'anticiper les dépenses publiques en 2026. L'exonération fiscale des heures supplémentaires, des pourboires, des intérêts sur les voitures et des crédits d'impôt pour enfants aidera les ménages à faibles revenus à redresser leur situation financière.

Troisièmement, il ne faut pas sous-estimer l'effet de richesse du rally historique de +25 % depuis le 10 avril 2025, qui vient s'ajouter au patrimoine net des ménages américains, déjà équivalent à 7,8 fois leur revenu disponible au deuxième trimestre 2025.¹ Les ménages disposent d'amples réserves, tant aux États-Unis qu'en Europe. Avec des marchés actions en hausse à deux chiffres cette année, les ménages à hauts revenus pourraient augmenter leurs dépenses de 0,25 % à 0,5 % en 2026, en supposant une propension marginale moyenne à consommer de la richesse.

Enfin, l'Agence internationale de l'énergie prévoit une surabondance de l'offre² sur les marchés de l'énergie jusqu'en 2026, avec des prix du pétrole tombant sous la barre des 60 dollars US le baril. Bien que nous estimions qu'un prix du pétrole inférieur à 60 dollars US n'est pas viable tout au long de l'année 2026, un prix du baril compris entre 60 et 70 dollars US est favorable aux consommateurs mondiaux.

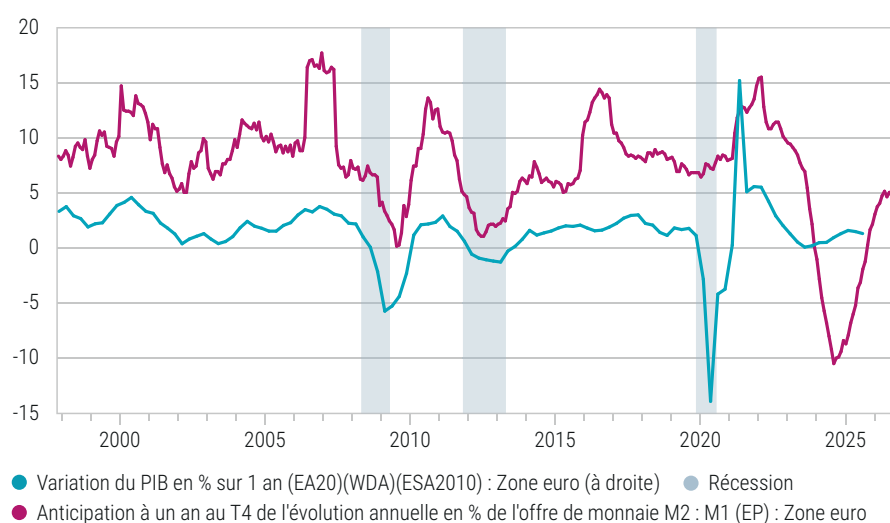
Le moteur de croissance de l'Europe reprend du poil de la bête

Dans le même temps, d'autres économies de marché développées (MD) sont également en expansion. Selon les principaux indicateurs de l'OCDE, l'Allemagne a bondi directement dans la phase d'expansion au second semestre 2025, rejoignant ainsi le Japon dans l'accélération de l'activité réelle, étayée par une base solide. Notre scénario de base prévoit un nouveau rattrapage de l'Allemagne par rapport aux taux de croissance des États-Unis en 2026. Il reste encore une marge importante pour une croissance non inflationniste, puisque nous anticipons une croissance de 1,6 % dans la zone euro en 2026. L'impact à retardement de l'assouplissement passé de la BCE, la dépense de l'épargne excédentaire des ménages (2 % au-dessus de la moyenne sur 20 ans), une impulsion budgétaire plus vigoureuse (contribuant à hauteur de 0,6 % à la croissance en 2026) et la reprise de la demande à l'exportation sont probablement les moteurs de cette croissance.

1. LSEG Datastream, deuxième trimestre 2025.

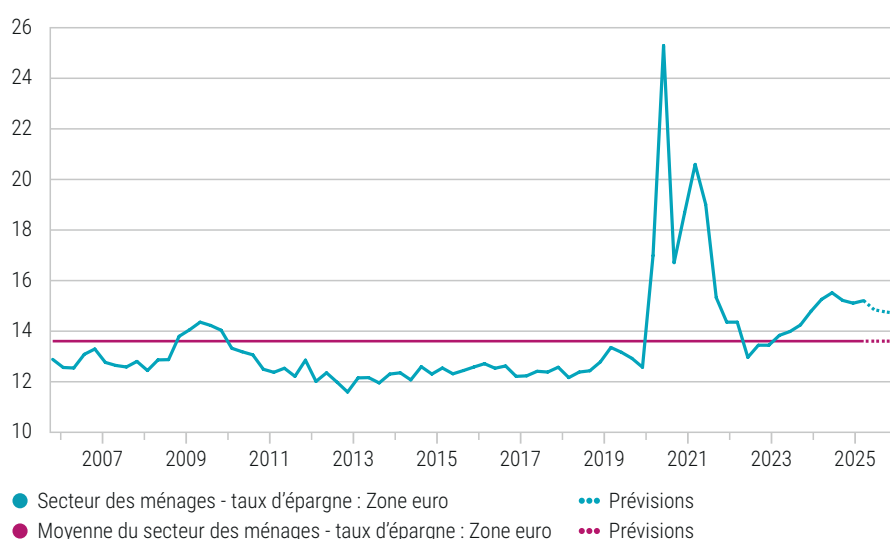
2. Oil Market Report IEA, Octobre 2025.

Graphique 4 : La croissance de M1 dans la zone euro reste soutenue



Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Graphique 5 : Attendre le déblocage de la demande latente



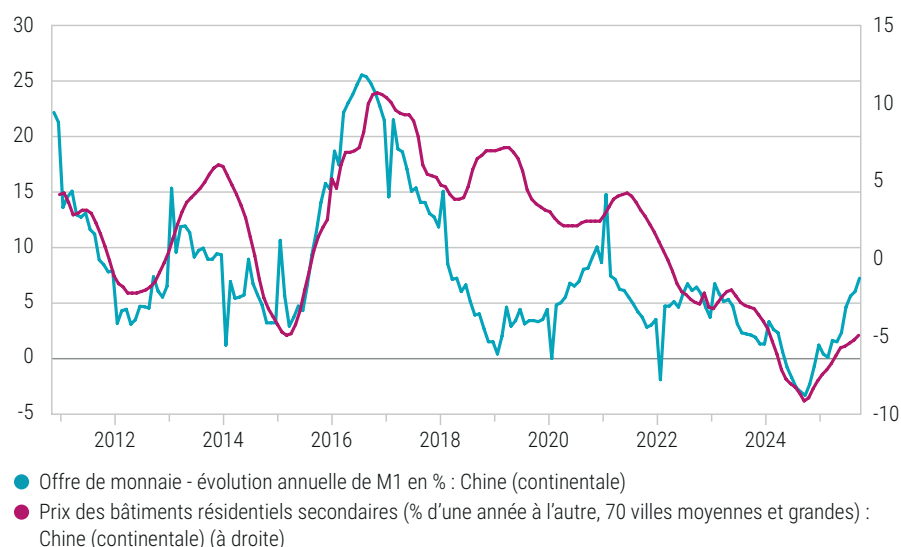
Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Alors qu'un euro plus fort pèse sur la compétitivité extérieure, les effets multiplicateurs budgétaires des dépenses liées à la défense et aux infrastructures renforcent la compétitivité intérieure. La surcapacité industrielle actuelle de l'Allemagne favorise des multiplicateurs fiscaux plus élevés. L'accalmie dans le débat politique agité en France, avec le report de la réforme des retraites après les élections présidentielles de 2027, ne fragilise plus le noyau dur de l'Europe.

La Chine à la croisée des chemins : De la déflation à la relance intérieure ?

La Chine connaît toujours des niveaux d'activité faibles, oscillant entre contraction et expansion, alors que le pays est toujours en proie à des pressions déflationnistes. Cependant, le second semestre de 2026 pourrait présenter des signes plus prometteurs d'augmentation de la consommation intérieure, car le cycle de désendettement du marché immobilier chinois atteint sa phase finale, dans un contexte de relance budgétaire intérieure plus forte.

Graphique 6 : La croissance monétaire de la Chine semble indiquer une amélioration du marché de l'immobilier résidentiel en Chine

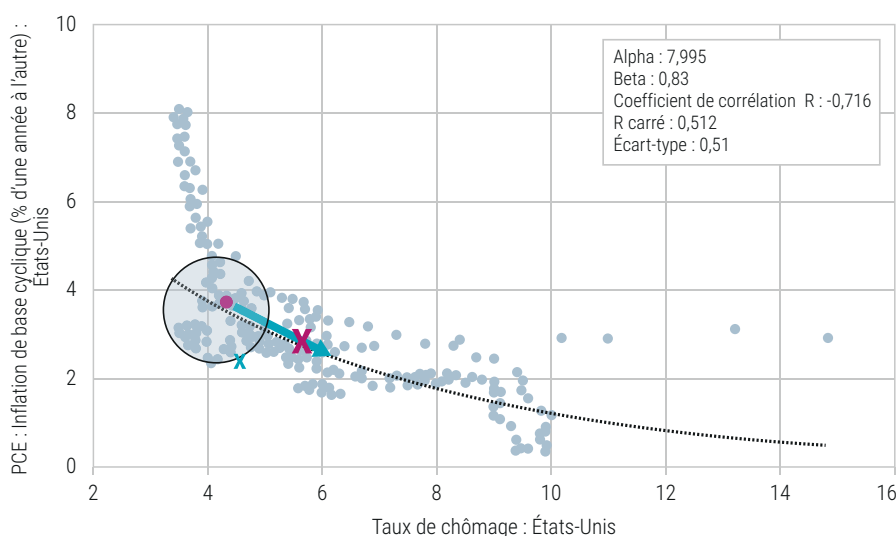


Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

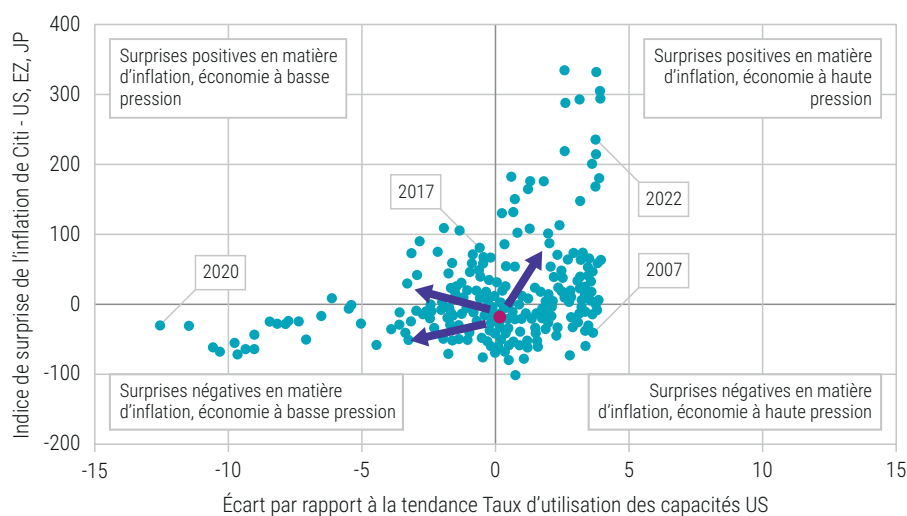
Le prochain mouvement de l'inflation : La reprise synchronisée va-t-elle mettre le feu aux poudres ?

La question clé est de savoir ce qu'une reprise synchronisée de l'activité réelle mondiale implique sur le plan de l'inflation. Les disparités régionales en matière de capacités inutilisées pourraient entraîner des différences de pressions inflationnistes si la demande mondiale globale venait à s'améliorer. La Chine (et dans une moindre mesure l'Europe) dispose d'une plus grande marge de manœuvre pour une croissance non inflationniste que les États-Unis. En ce qui concerne les États-Unis et le Japon, la situation est beaucoup plus nuancée. Si le marché du travail américain reste globalement équilibré, avec un taux de chômage moyen d'environ 4,5 % jusqu'en 2026, les possibilités de croissance non inflationniste seront limitées. Toutefois, la baisse des coûts unitaires de la main-d'œuvre pourrait partiellement compenser le fait que les gains de productivité liés à l'IA dépassent la croissance des salaires nominaux.

Graphique 7 : Nous pensons que le marché du travail américain restera globalement équilibré en 2026



Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Graphique 8 : Créer une économie à haute pression ?

● Écart par rapport à la tendance Taux d'utilisation des capacités US vs. Indice de surprise de l'inflation de Citi - US, EZ, JP

Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Chaque point représente une combinaison historique particulière entre les surprises d'inflation dans les marchés développés et l'écart par rapport à la tendance de l'utilisation des capacités aux États-Unis. Le quadrant supérieur droit représente l'« économie à haute pression », car une utilisation des capacités supérieure à la tendance aux États-Unis coïncide souvent avec des surprises d'inflation plus élevées. Le point rouge indique la valeur la plus récente et les flèches représentent les trois directions les plus plausibles en 2026.

Le gouverneur de la Fed, Stephen Miran, a récemment plaidé en faveur d'une baisse des taux de 200 points de base, car il estime que le taux neutre est plus bas et que la désinflation se poursuit. Même si l'inflation des loyers devrait reculer avec la diminution de la migration nette, nous ne partageons pas son analyse d'un taux neutre plus bas. Selon nous, la productivité s'améliore probablement et les besoins en matière d'investissements augmentent par rapport au niveau actuel de l'épargne américaine. Par conséquent, le risque est que même un taux directeur inférieur à 3,75 %, mais s'en approchant, représente un assouplissement excessif dans un contexte de politique budgétaire toujours procyclique, de migration limitée – qui alimente la hausse des coûts de main-d'œuvre dans des secteurs comme l'agriculture et le logement –, et de boom de l'IA aux États-Unis.

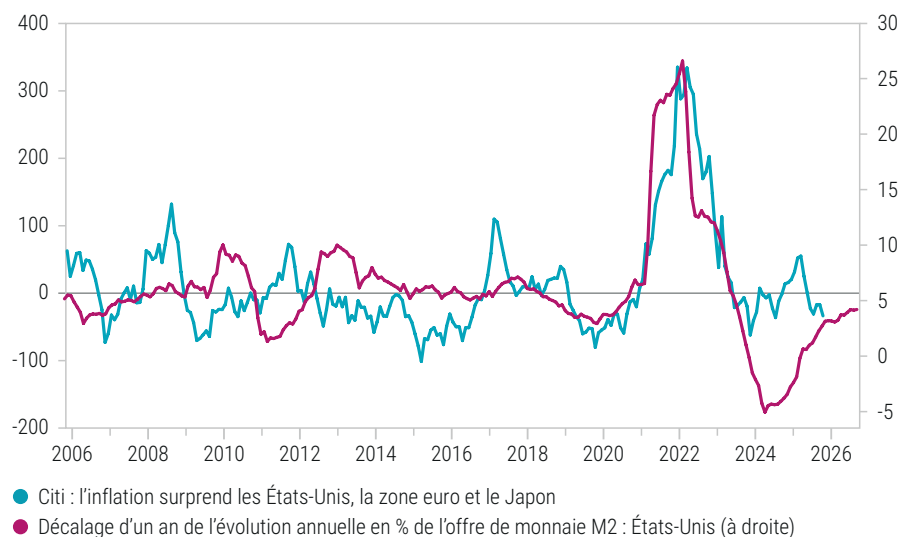
Évolution lente mais continue : L'étincelle à retardement qui rallumera la flamme de l'inflation

Bien qu'un assouplissement excessif puisse entraîner des surprises positives en matière d'inflation en 2026 par rapport aux attentes générales, il faudra du temps pour qu'une deuxième vague d'inflation se forme. Nous pourrions donc nous retrouver non pas dans le quadrant supérieur droit de la graphique 8, mais dans le quadrant supérieur gauche. Ce dernier se caractérise par des surprises d'inflation plus modeste accompagnées d'une utilisation des capacités inférieure à la tendance, mais proche de celle-ci, sur fond d'amélioration de la productivité.

Tout d'abord, d'un point de vue monétaire, la croissance de la monnaie reste l'apanage des économies développées, avec une progression d'environ 5 % par an. En outre, la vitesse de circulation de la monnaie a suivi une tendance à la baisse, ce qui contraste fortement avec l'après-Covid. Deuxièmement, l'impulsion budgétaire en 2026 sera probablement beaucoup moins prononcée que les mesures budgétaires post-Covid. Cela réduit le risque de voir l'inflation de base remonter à 4 % au cours des 12 prochains mois – un niveau qui, historiquement, marque un point d'inflexion majeur

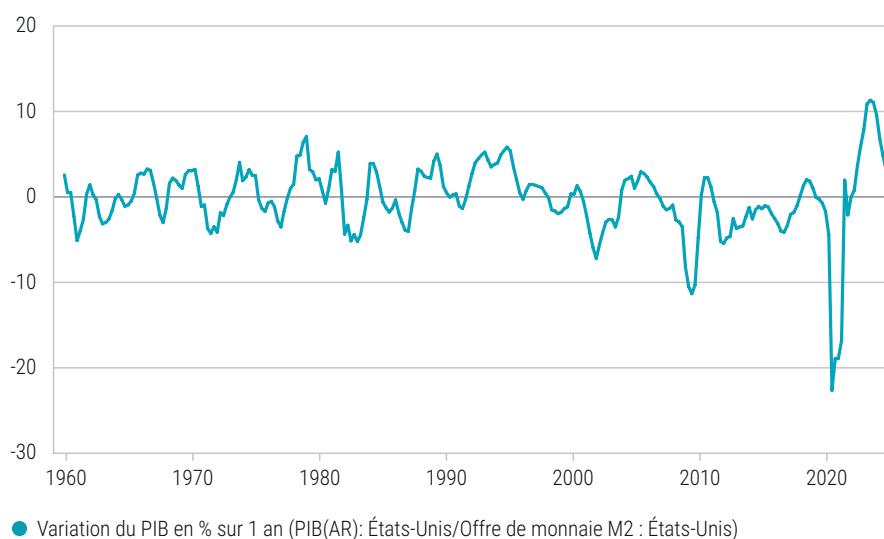
pour la performance des actions³ (voir tableau 1 à la page 18). Dans notre scénario de base, l'IPC américain devrait osciller autour de 3 %, tandis que l'inflation dans la zone euro resterait près de 100 points de base plus faible.

Graphique 9 : La croissance monétaire n'est pas encore propice à la formation de la prochaine vague d'inflation en 2026



Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Graphique 10 : La vitesse de circulation de la monnaie est faible

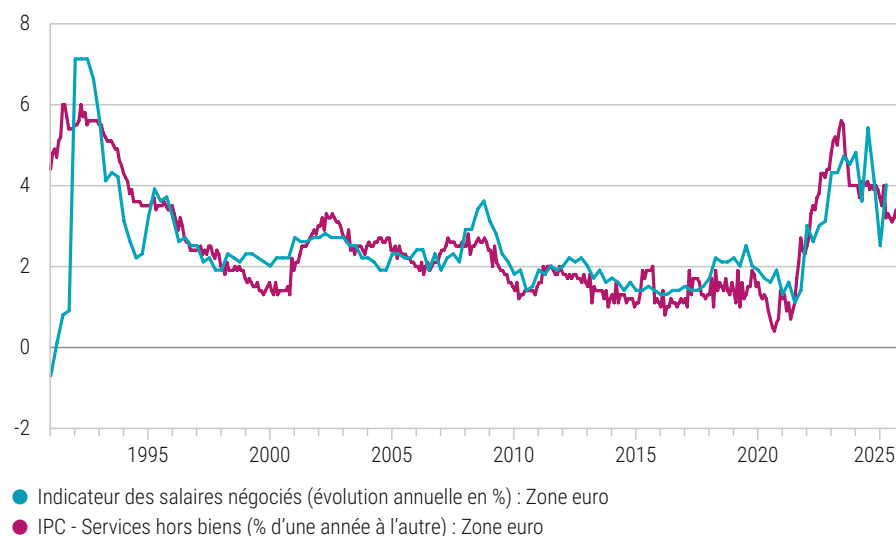


Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

En ce qui concerne la dynamique de l'inflation dans les composantes sous-jacentes de l'inflation, nous pensons que l'inflation des biens pourrait encore connaître une hausse cyclique, à la fois en raison de l'impact décalé des droits de douane et d'un cycle manufacturier mondial revigoré. Toutefois, sa tendance à long terme reste légèrement désinflationniste tant que la Chine est confrontée à des surcapacités industrielles. L'inflation du logement devrait diminuer et compenser en partie la hausse de l'inflation des services (hors loyers).

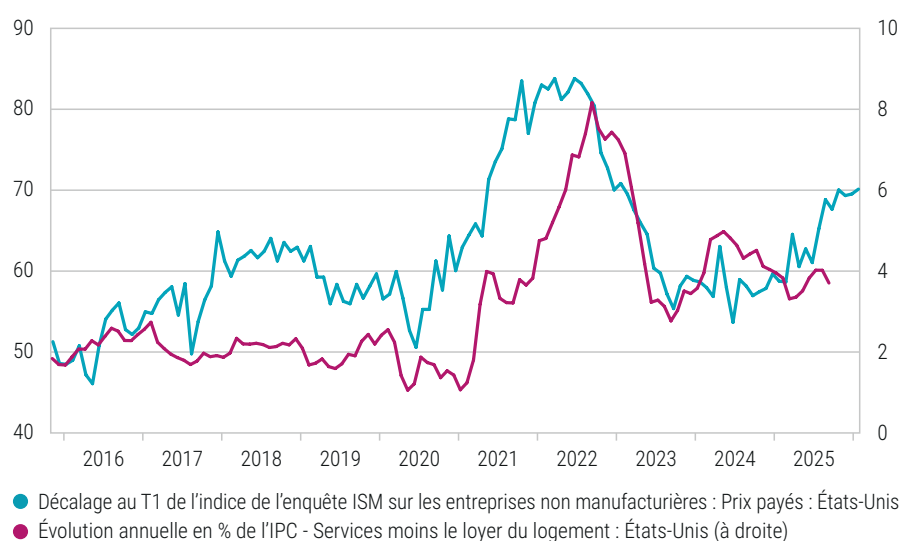
3. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur de vos investissements peut fluctuer.

Graphique 11 : Salaires négociés dans la zone euro inférieurs à 4 % au premier semestre de 2026, avec un ajustement initial à la baisse



Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Graphique 12 : Les États-Unis devraient connaître une accélération de l'inflation des services jusqu'en 2026



Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Les banques centrales sous les feux de la rampe : Se frayer un chemin dans le labyrinthe de l'assouplissement

Étant donné que la Fed se considère toujours comme « modestement restrictive » dans la conjoncture actuelle, nous tablons sur d'autres baisses de la Fed (75 points de base vers la fin de 2026). Toutefois, dans un contexte d'inflation persistante et avec des risques d'inflation à moyen terme de plus en plus orientés à la hausse au fil de 2026, nous anticipons que le taux des Fed funds dépassera l'estimation générale actuelle de 3 % d'ici la fin de l'année. Le mandat du président de la Fed, J. Powell, prend fin en mai 2026. Le prochain président de la Fed pourrait être plus enclin à soutenir l'agenda de D. Trump en fixant des taux directeurs finalement inférieurs à ceux voulus par la règle de Taylor. Les taux directeurs seraient alors inférieurs à ceux de la Fed dirigée par J. Powell, toutes choses égales par ailleurs.

Cependant, le marché pourrait surévaluer le nombre des baisses de taux à venir. Tout d'abord, en raison des contraintes migratoires, le seuil d'équilibre de l'emploi non agricole est désormais estimé à environ 50 000, ce qui indique que des niveaux d'emploi inférieurs à 100 000 peuvent encore être largement compatibles avec le plein-emploi. Deuxièmement, bien que nous prévoyions une décrue de l'inflation des loyers, celle-ci sera probablement plus que compensée par l'inflation des services hors loyers. Troisièmement, l'inflation persistante a contribué à la baisse de la cote de popularité de D. Trump. Dans le contextes des élections de mi-mandat, l'administration américaine pourrait se montrer moins encline à affaiblir le dollar.

Alors que la BCE se juge « dans une position favorable » pour le moment, nous prévoyons une nouvelle baisse des taux (25 points de base) en 2026, même si la reprise européenne se renforce grâce aux mesures de relance budgétaire. Premièrement, compte tenu de l'importance des capacités inutilisées dans l'industrie (allemande), il reste encore une marge pour une croissance non inflationniste. Deuxièmement, le « lead-lag » historique entre les baisses de taux de la BCE et de la Fed est de dix mois. Étant donné que le marché table sur une baisse de 75 points de base de la Fed, les pressions en faveur d'une nouvelle baisse de la BCE s'intensifieront en 2026. Bien que la répercussion soit inférieure aux normes historiques, l'appréciation de l'euro pourrait amplifier la désinflation importée. Troisièmement, dans la zone euro, ce ne sont pas les prix qui ont suivi les salaires au cours de ce cycle, mais plutôt l'inverse. Cette dynamique pourrait atténuer les craintes d'effets de second tour, même si le chômage allemand s'améliore.

Nous pensons que le marché sous-évalue le risque de hausses de taux supplémentaires par la Banque du Japon (BoJ) en 2026. Après avoir connu la déflation pendant une génération, la société japonaise considère l'inflation comme un problème croissant. Un marché du travail intérieur tendu, un yen bon marché et une répercussion plus importante des prix à l'importation dans l'IPC final menacent de favoriser la persistance de l'inflation. En outre, le nouveau Premier ministre, Sanae Takaichi, pourrait ne pas reproduire à l'identique le modèle Abenomics, ce qui donnerait une plus grande marge de manœuvre à la BoJ pour augmenter ses taux.

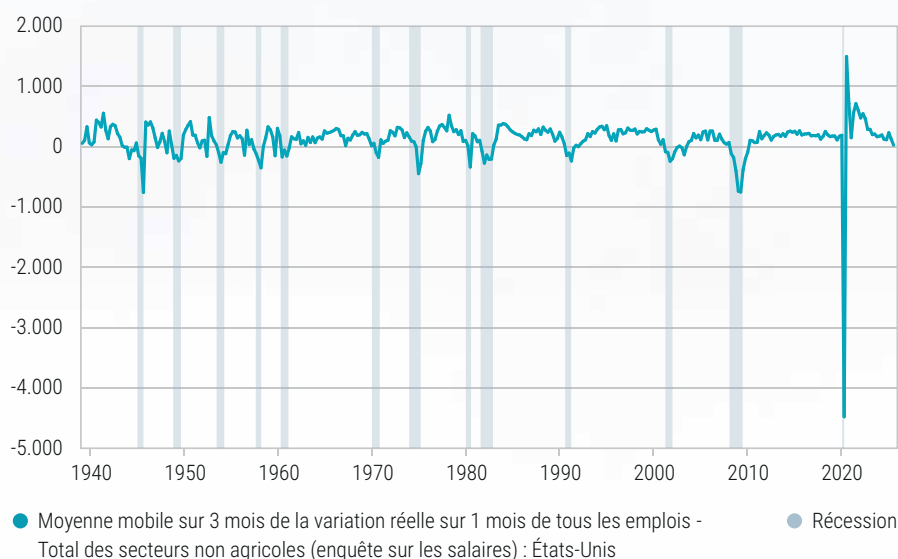
Pour ce qui est des banques centrales des marchés émergents, nous estimons qu'elles suivront largement la trajectoire d'assouplissement que nous anticipons pour la Fed jusqu'en 2026, les monnaies plus fortes leur permettant d'abaisser davantage les taux afin d'atteindre les taux directeurs neutres sous-jacents. En ce qui concerne la Banque populaire de Chine, nous sommes d'avis que la décélération de la désinflation et l'affaiblissement du yuan réduisent l'urgence de procéder à des baisses agressives. ●

3. Scénarios optimiste et pessimiste

Scénario pessimiste : Double decrescendo

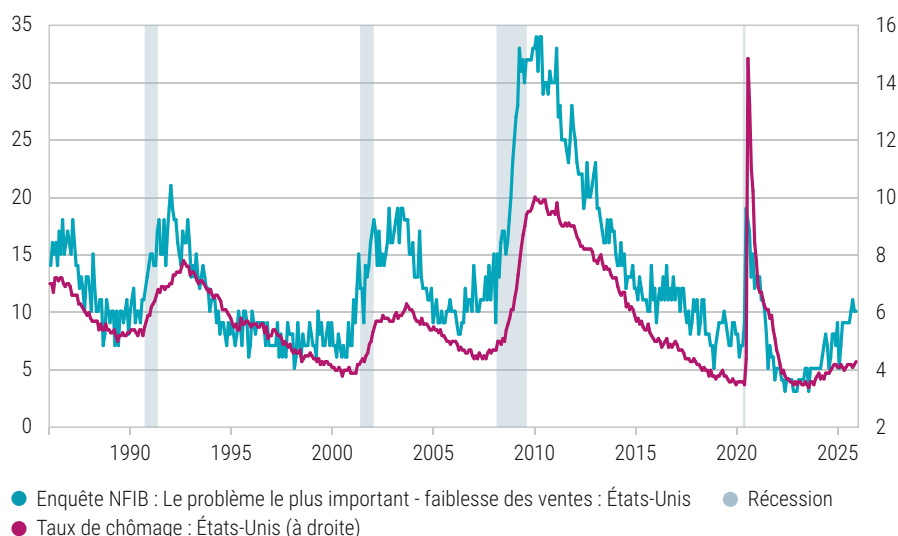
Selon le FMI, les risques sont orientés à la baisse en 2026. Une incertitude prolongée, un protectionnisme accru et des chocs sur l'offre de main-d'œuvre pourraient freiner la croissance. Toutefois, les risques pour la croissance ne se limitent pas aux causes citées par le FMI. Nous sommes d'accord sur le fait que des chocs d'offre négatifs pourraient déboucher sur une stagflation, la production potentielle diminuant plus rapidement que la demande globale. Mais il est tout aussi probable qu'un choc de consommation négatif se produise dans un scénario marqué par l'éclatement de la bulle de l'IA alors que les résultats des Sept magnifiques commencent à décevoir. L'impact de l'éclatement de la bulle de l'IA sur la croissance et l'inflation diffère nettement de celui d'un choc d'offre négatif lié à la politique américaine. Toutefois, le dénominateur commun de ces deux cas est l'affaiblissement de l'exceptionnalisme américain.

Graphique 13 : La faiblesse engendre la faiblesse



Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Graphique 14 : Plusieurs indicateurs laissent présager une nouvelle hausse du chômage aux États-Unis



Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Le risque de voir l'exceptionnalisme américain s'estomper est non négligeable à court terme. Notre moniteur de récession signale un risque de récession de 20 % aux États-Unis. En outre, une moyenne de 29 000 salariés sur trois mois, comme observée en octobre 2025 aux États-Unis, a presque toujours été le signe avant-coureur d'une récession américaine. La seule exception remonte à 1962, lorsque la création d'emplois est tombée à 17 000⁴, mais que l'expansion a malgré tout continué. En outre, un certain nombre d'indicateurs avancés laissent présager un nouvel essoufflement substantiel du marché du travail américain. Par exemple, une enquête de la NFIB auprès des petites et moyennes entreprises aux États-Unis montre de plus en plus souvent que les « ventes faibles » constituent leur principal problème.

En raison d'une plus grande absorption des marges dans un régime de droits de douane toujours élevés, la faiblesse du secteur des petites capitalisations pourrait se propager aux grandes entreprises. Dans ce cas, le chômage américain bondit de plus de 1 %, ce qui correspondrait à une légère récession aux États-Unis. Alors que des pertes d'emploi de cette ampleur exercent généralement une pression désinflationniste, la nature du choc (combinaison de chocs d'offre négatifs) qui a conduit au ralentissement présente des similitudes avec une récession provoquée par un choc pétrolier.⁵ En revanche, l'éclatement de la bulle liée à l'IA aurait un impact plus limité sur le chômage et exercerait un effet désinflationniste net plus classique.

4. LSEG Datastream, Novembre 2025

5. Un rapport du FMI (2008) montre que les récessions induites par les prix du pétrole ont généralement entraîné un bond de 50 points de base de l'IPC pendant les récessions provoquées par un choc pétrolier.



Scénario optimiste : Crescendo complet

Dans le scénario optimiste, une économie à haute pression se développe avec une inflation surprenant à la hausse pour les économies développées, la croissance du PIB réel des États-Unis atteignant 2,9 %. L'exceptionnalisme américain se rétablit et le dollar se renforce à mesure que la spéculation sur la dépréciation s'estompe. La Fed a moins de marge de manœuvre pour abaisser son taux directeur sous la barre des 3,5 %, étant donné que le taux neutre est plus élevé et que le taux de chômage aux États-Unis est retombé à 4,0 %. Au contraire, dans ce scénario, où l'inflation surprend encore plus à la hausse dans les marchés développés que dans notre scénario de base, les marchés financiers anticipent un nouveau cycle de resserrement. Même pour une Fed plus alignée sur les desiderata D. Trump, l'inflation qui progresse vers 4 % devient trop élevée pour rester confortable.

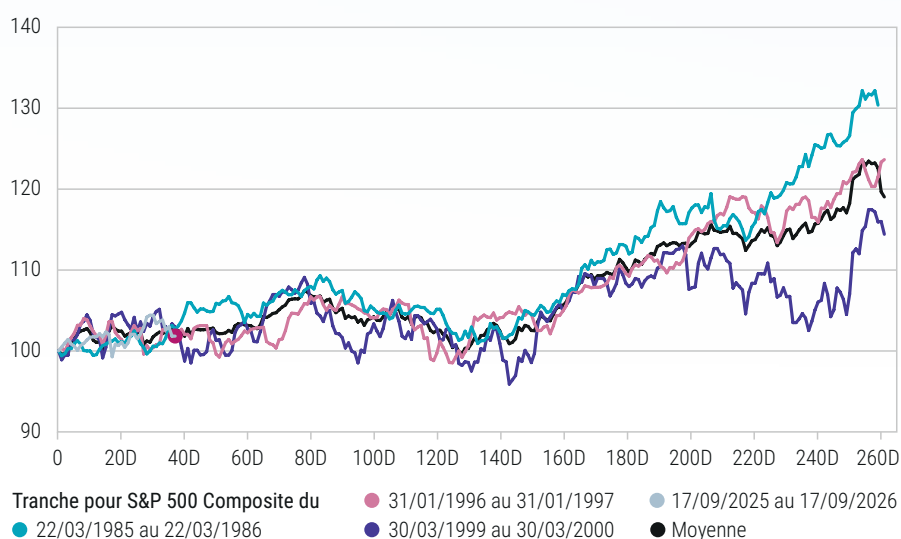
Tout d'abord, les chocs qui avaient freiné les économies ont été surmontés. Nous voyons la marge de manœuvre économique diminuer plus rapidement dans la zone euro, car l'atténuation des menaces géopolitiques s'avère être un puissant catalyseur pour débloquer la demande latente en Europe. Cette situation compense pleinement le ralentissement des effets budgétaires lié aux dépenses de défense. Deuxièmement, un accord commercial entre la Chine et les États-Unis se concrétise, le taux effectif des droits de douane américains diminuant dans le courant de l'année 2026, ce qui stimule les petites et moyennes entreprises aux États-Unis. Les flux commerciaux vers les États-Unis se renforcent, ce qui profite à la croissance des exportations des économies émergentes. Troisièmement, outre la forte croissance des exportations, la Chine bénéficie de pressions inflationnistes. Cette évolution est due à la fois à la reprise du marché du logement résidentiel à la suite de l'augmentation de la formation des ménages et au retour des acheteurs sur fond d'amélioration de l'accessibilité financière. ●

4. Perspectives pour les marchés financiers

Actions : Danse avec les bulls – Les actions sont-elles prêtes à s'enflammer ?

Où en sommes-nous dans le cycle des actions ? Tout d'abord, la reprise du cycle d'assouplissement monétaire en l'absence de risque de récession immédiate se traduit généralement par une performance des actions bien supérieure à leur rendement moyen de 7 %.* Après la reprise de l'assouplissement par la Fed, suite à une première pause, l'indice S&P 500 a généralement progressé de 20 % au cours des 12 mois suivants.

Graphique 15 : La reprise des cycles d'assouplissement de la Fed a entraîné une hausse de 20 % au cours des 12 mois suivants



* Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur de vos investissements peut fluctuer.

Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Bien qu'un nouveau rally entraînant une hausse de +20 % du S&P 500 en 2026 serait surprenant, compte tenu de la forte progression déjà enregistrée depuis le début de l'année, le potentiel d'une envolée des actions existe bel et bien. Deuxièmement, nous estimons que les orientations d'un gouverneur de la Fed plus aligné sur les desiderata de D. Trump qui prendrait la tête de la Fed en 2026 pourraient favoriser davantage la prise de risque sur les actions que les cycles d'assouplissement traditionnels de la Fed en contexte de non-récession. Troisièmement, comme nous anticipons que l'inflation dans les marchés développés restera au dessus de la cible mais ne dépassera pas 4 % en 2026, nous sommes encore dans une période propice à des performances réelles élevées sur les actions,* à condition qu'aucune récession américaine ne se matérialise.

Table 1: Performances réelles 1875-2021

| Classe d'actifs | Inflation <0 % | 0 %-2 % | 2 %-4 % | Inflation >4 % |
|-----------------|----------------|---------|---------|----------------|
| Actions | 5,5 | 9,8 | 8,2 | -1,7 |
| Obligations | 8,4 | 3,4 | 1,6 | -4,6 |
| Liquidités | 5,9 | 1,5 | 0,5 | -4,3 |

* Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur de vos investissements peut fluctuer.
Source : Baltussen, Swinkels, Van Vliet et Van Vliet (2023).

Effervescence ou éclatement ? La bulle de l'IA et le sentiment du marché

À la fin des années 1990, sous la direction d'A. Greenspan à la Fed, de nombreux travaux ont été publiés pour débattre de la question de savoir si les banques centrales devaient percer les bulles d'actifs.⁶ Toutefois, l'actuel président de la Fed, J. Powell, a refusé de se prononcer sur la survalorisation du marché actions lors de sa conférence de presse d'octobre. L'esquive de J. Powell est logique car l'un des meilleurs indicateurs ex ante des performances des actions, le Shiller CAPE, ne capte que 8 % de la variance des performances ultérieures sur un horizon de 24 mois. En outre, le pouvoir prédictif hors échantillon est négligeable à un horizon de 12 mois ; tout peut encore arriver, malgré les valorisations américaines tendues.⁷

Si l'on envisage le cycle du marché des actions sous l'angle du sentiment, nous ne sommes pas entrés dans la phase de l'exubérance irrationnelle, compte tenu de la faiblesse du sentiment des consommateurs et de l'optimisme relatif de l'AAll dans le secteur de la vente au détail, qui se situe dans le centile 0,3e. Ce point est important car l'éclatement des bulles a souvent été précédé par des pics de confiance et des comptes sur marge pour les particuliers, associés à des niveaux élevés de valorisation du marché actions ; la peur est l'absence de peur.

6. Voir par exemple Cecchetti, Genberg, Lipsky & Wadhwani (2000).
7. Voir par exemple Campbell & Thompson (2008) ; Goyal & Welch (2008).

Étant donné que la prime de risque implicite des actions est nettement inférieure aux moyennes historiques et que le Shiller CAPE se situe à 40, un niveau qui n'a été dépassé qu'une seule fois (1999) au cours des 135 dernières années, la publication des bénéfices sera décisive en 2026. Si les valorisations historiquement tendues constituent un point de départ difficile pour 2026, une réaccélération plus synchronisée de l'économie mondiale est de bon augure pour les perspectives de bénéfices. Il s'agira surtout de déterminer si la forte augmentation du ratio dépenses d'investissement/chiffre d'affaires chez les hyperscalers est justifiée.

Les dépenses d'investissement progressives continueront-elles à porter leurs fruits ? Si les ratios chiffre d'affaires/dépenses d'investissement dans le secteur technologique américain ne laissent pas présager une compression des marges au cours des 12 prochains mois, la probabilité d'une compression des marges augmente par la suite. Les contraintes énergétiques se révèlent de plus en plus comme un obstacle majeur au déploiement à grande échelle de l'IA, entraînant une hausse des coûts marginaux. Pourtant, jusqu'à présent, la croissance attendue des bénéfices des hyperscalers est restée en phase avec celle de leurs dépenses d'investissement. Nous n'observons pour l'instant aucun signe de surcapacité. Les investissements sont encore principalement financés par les flux de trésorerie plutôt que par l'endettement. On n'est pas dans l'euphorie de 1999. Pour l'instant, le secteur technologique américain s'apparente à une bulle en pleine effervescence plutôt qu'à une bulle prête à éclater.⁸

Rotation des actions mondiales : Au-delà des États-Unis – D'où viendront les prochains gagnants ?

Si l'on s'éloigne des États-Unis, on constate que le MSCI World ex US a surperformé les États-Unis dans 69 % des années civiles⁹ marquées par une dépréciation du dollar pondéré en fonction des échanges. La diminution des différentiels de taux et le rattrapage de l'activité réelle des autres économies du G10 entraîneront probablement une baisse globale du dollar pondéré en fonction des échanges (même si le billet vert connaîtra des accès de vigueur). À l'instar de 2017, cette situation est également de bon augure pour les marchés Actions à beta élevé, qui sont nettement moins chers que le marché Actions américain, dans un contexte d'atténuation des incertitudes liées à la politique commerciale mondiale.

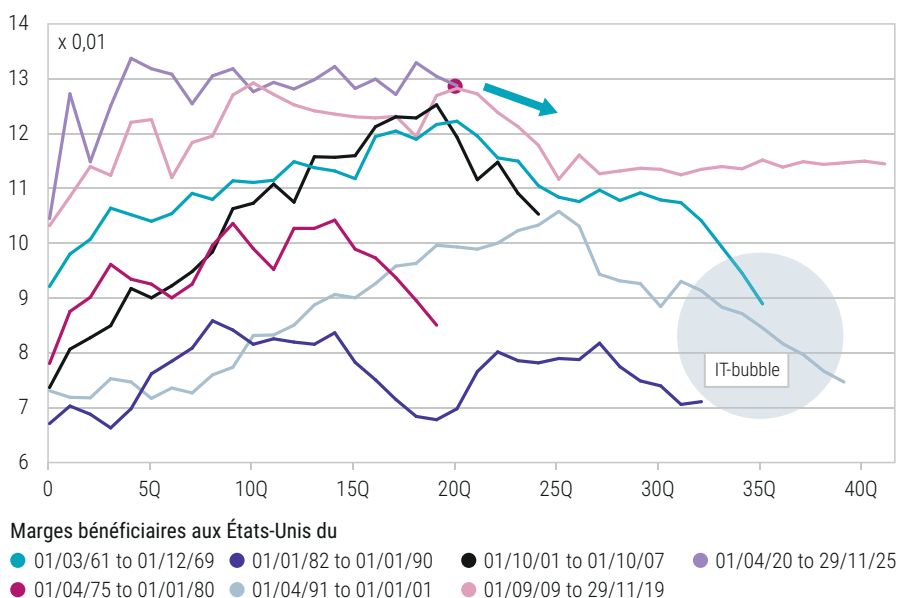
Nous restons optimistes sur le cycle des bénéfices mondiaux, notamment concernant la possibilité que l'estimation consensuelle de 8 % de croissance du bénéfice par action mondial à 12 mois soit révisée à la hausse, car les réductions en milieu de cycle entraînent généralement des hausses des bénéfices mondiaux. Les marges bénéficiaires mondiales restent supérieures à la tendance. Pour les États-Unis, nous anticipons une légère contraction des marges au cours des 12 prochains mois par rapport à leurs niveaux records, ce qui reste cohérent avec un marché haussier de fin de cycle. Lors de l'expansion NBER au cours des années 1990, marquée par la formation de la bulle des technologies de l'information, les marges bénéficiaires ont atteint leur niveau le plus élevé deux ans et demi avant le sommet du S&P 500 en septembre 2000.

8. Voir l'étude « Bulles en pleine effervescence ou prêtes à éclater ? » publiée en septembre 2024 sur le site web de Robeco.

9. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur de vos investissements peut fluctuer.

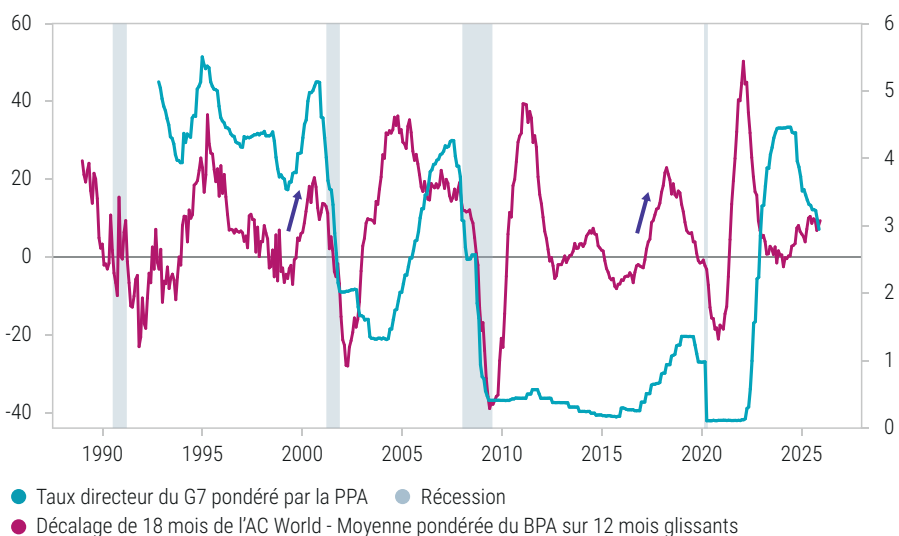
Graphique 16 : Il est très rare qu'une récession aux États-Unis se produise sans que les marges bénéficiaires ne subissent une chute d'un trimestre à l'autre

Marge bénéficiaire pendant les phases d'expansion NBER



Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Graphique 17 : Les baisses en milieu de cycle sont suivies de révisions à la hausse du BPA au niveau mondial

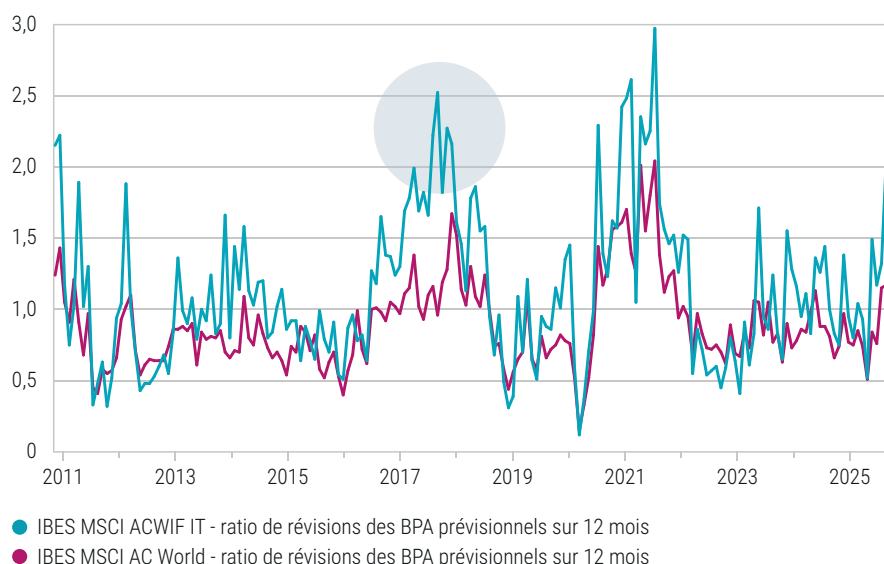


Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Comme en 2017, nous prévoyons de nouvelles révisions à la hausse des bénéfices pour le secteur technologique en 2026, ce qui ouvre la voie à des révisions à la hausse des bénéfices dans d'autres secteurs vers 2027. Nous anticipons un certain élargissement de la croissance des bénéfices en 2026. Tout d'abord, les dépenses d'investissement des hyperscalers apportent un soutien significatif aux secteurs qui en bénéficient directement, notamment l'industrie, les services publics et l'énergie. Bien que les opinions du marché divergent quant au secteur qui tirera le plus parti de l'adoption de l'IA, de plus en plus de signes suggèrent que la finance et la santé en bénéficient particulièrement. Deuxièmement, une nouvelle réduction de l'incertitude

liée au commerce pourrait particulièrement aider les petites et moyennes entreprises à rattraper leur retard en termes de croissance des bénéfices. Enfin, les avantages du cycle d'assouplissement actuel se répercutent de manière disproportionnée sur les petites entreprises les plus sensibles aux taux d'intérêt, en réduisant le coût de leur capital.

Graphique 18 : Les révisions du BPA mondial rattrapent celles du secteur technologique



Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Par analogie avec 2017, un affaiblissement supplémentaire du dollar pondéré en fonction des échanges pourrait entraîner une accélération des actions émergentes par rapport à leurs homologues des marchés développés. Étant donné que nous prévoyons une amélioration des révisions de bénéfices en Chine par rapport au MSCI EM ex Chine, nous voyons un potentiel de revalorisation de la Chine par rapport au MSCI EM ex Chine en 2026. Les prévisions générales selon lesquelles la Chine surperformera le reste des pays émergents en 2026 sont également modérées, ce qui rend l'investissement dans ce sens plus contrariant.

Nous apprécions les titres de la zone euro en raison de leurs valorisations attractives, de la faiblesse du dollar, de la modération des prix de l'énergie, d'une nouvelle accélération de la croissance de la zone euro stimulée par les mesures de relance budgétaire, d'une croissance monétaire positive et de l'amélioration du sentiment des consommateurs.

Courbes de taux et carrefours : Naviguer sur le marché obligataire en 2026

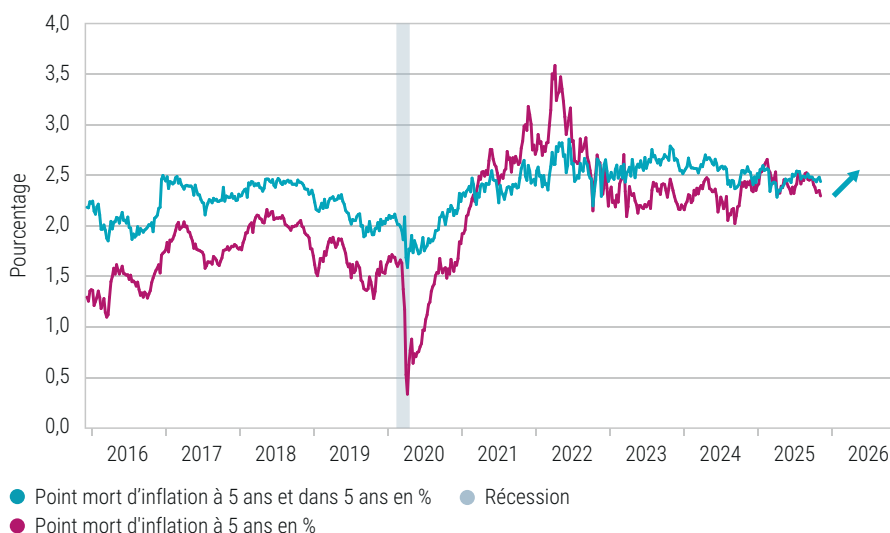
Notre modèle US fair value à 10 ans prévoit des taux nominaux¹⁰ supérieurs à 4,5 %, ce qui signale des risques de baisse pour les bons du Trésor américain. En outre, la reprise de la baisse des taux par la Fed a entraîné une hausse de 100 points de base des taux à 10 ans en 1996 et en 1999 12 mois plus tard. Si les taux nominaux pourraient terminer l'année 2026 en hausse par rapport au niveau actuel de 4 %, les taux réels pourraient subir des pressions à la baisse. La montée en influence des partisans de D. Trump au sein de la Fed en 2026 devrait se traduire par une baisse sensible des taux réels. Historiquement, les banques centrales qui ont cédé à la pression du dirigeant de leur pays sur les décisions relatives aux taux d'intérêt ont

10. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur de vos investissements peut fluctuer.

souvent dû composer avec une inflation élevée.¹¹ Nous pensons donc que les attentes actuelles du marché en matière d'inflation à moyen terme augmenteront en 2026. Nous prévoyons également une nouvelle augmentation du « term premium », car le marché réévalue la possibilité que la Fed prenne (à nouveau) du retard. En outre, si la baisse des taux réels améliore la demande globale (de main-d'œuvre), elle peut accélérer l'inflation des prix des actifs.

Graphique 19 : Le point mort d'inflation devrait être plus élevé d'ici la fin de l'année 2026

Points morts d'inflation aux États-Unis



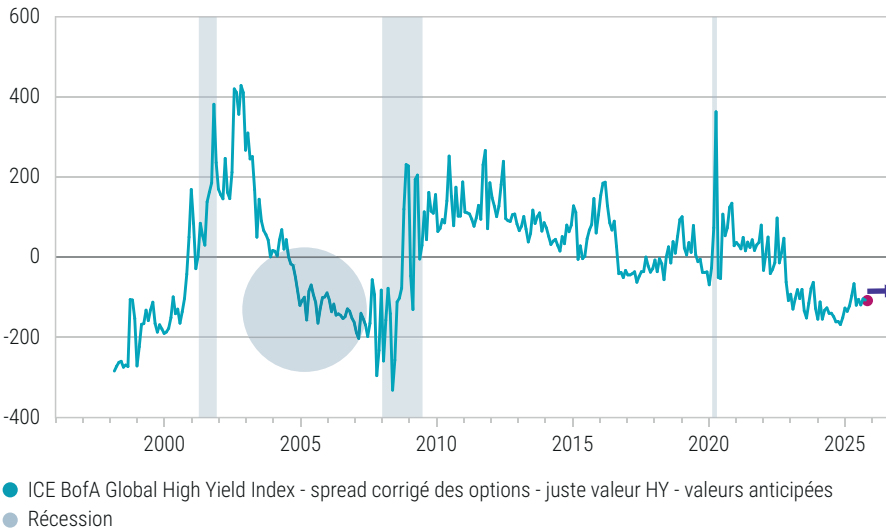
Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Alors que les facteurs techniques restent sains, les spreads dans le segment Investment Grade sont serrés. Notre prévision d'une hausse des taux à long terme à la fin de l'année 2026 renforce notre préférence pour une exposition à une durée plus courte (spreads). Les spreads HY sont historiquement tendus, mais les conditions financières restent très favorables et laissent entrevoir la possibilité d'une compression encore plus forte en 2026. L'élargissement de la base des entreprises publiant des bénéfices serait un facteur positif à cet égard. Au début de l'expansion des années 2000, il a fallu quatre années de valorisations tendues pour que le HY subisse une correction vers ses spreads de juste valeur.

Les niveaux d'endettement semblent encore marginaux d'un point de vue historique, le ratio mondial dette nette/fonds propres se situant autour de 2,5. Cela pourrait limiter l'ampleur d'une éventuelle explosion des spreads à la suite d'un risque systémique. Cependant, la marge d'erreur se rétrécit et, comme les spreads resteront bien en dessous de 500 points de base en 2026 selon nous, il est peu probable que le HY surperforme les actions. Si notre scénario de base se concrétise, les actions devraient donc connaître une hausse relative plus importante. Par ailleurs, notre sous-pondération du HY nous permettra également de nous protéger contre les baisses si notre scénario pessimiste se concrétise. Pour la dette émergente, une classe d'actifs située entre le HY et l'IG, nous prévoyons une persistance des flux entrants dans un contexte d'assouplissement monétaire, d'affaiblissement du dollar et de portage raisonnable, en particulier par rapport aux alternatives Investment Grade des marchés développés.

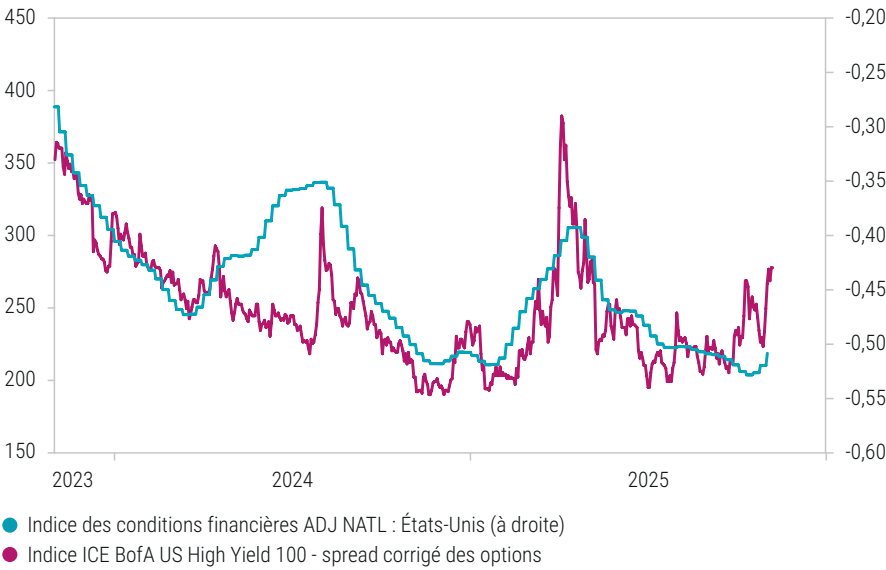
11. Voir par exemple le document de travail de la BRI n° 1028.

Graphique 20 : Il a fallu quatre années de survalorisation pour que HY subisse une correction (2004-2008)



Source: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Graphique 21 : Il reste une marge pour un resserrement supplémentaire

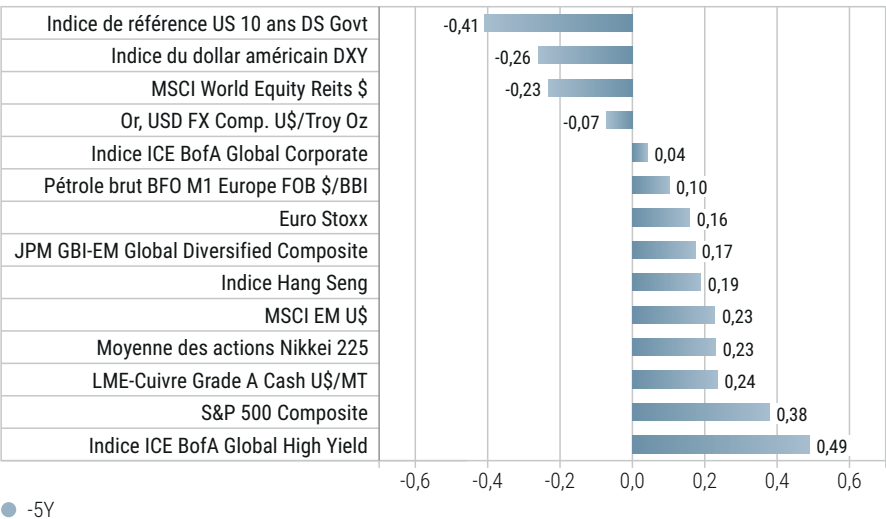


Source: LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

Montrez-moi votre véritable trempe

À la lumière d’une reprise cyclique synchronisée, nous pensons que les métaux industriels ont une marge de manœuvre pour se redresser. Un indicateur de croissance cyclique, le ratio cuivre/or, est en retrait par rapport à l’indicateur de confiance ISM manufacturier. Ainsi, les métaux industriels pourraient commencer à surperformer l’or lorsque le cycle manufacturier mondial commencera à s’améliorer. L’or a encore un potentiel de hausse à long terme, car les dépenses d’investissement des mineurs d’or ne sont pas excessives et les inquiétudes concernant l’indépendance de la Fed et l’inflation persistante reviennent sur le devant de la scène en 2026. La hausse de l’or en 2026 sera limitée par un nombre décevant de baisses de la part de la Fed et par un basculement synchronisé de l’activité réelle qui atténuera les craintes de stagflation. ●

Graphique 22 : Beta historique des taux à 1 an par rapport à l’évolution sur 1 an de l’ISM sur 1 an de l’ISM manufacturierdes ISM im Fertigungssektor



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur de vos investissements peut fluctuer.
Source : LSEG Datastream, Robeco, 7 novembre 2025.

5. Résumé

Risques extrêmes et éléments déclencheurs : Qu'est-ce qui pourrait faire dérailler le rally en 2026 ?

Tout d'abord, le risque qui était considéré comme idiosyncrasique pourrait devenir systémique. Par exemple, les récentes faillites dans le secteur automobile américain ont été considérées comme épisodiques. Toutefois, les données FRED montrent que les provisions pour pertes sur prêts et sur locations dans les banques commerciales américaines sont en augmentation constante. Deuxièmement, notre scénario optimiste et notre scénario pessimiste sont tous deux problématiques pour les actifs à risque. Notre scénario optimiste d'une économie à haute pression avec des surprises inflationnistes n'est pas aussi favorable aux actifs à risque qu'il n'y paraît.

En supposant que les garde-fous institutionnels de la Fed demeurent en place, un nouveau dépassement de l'indice PCE de base américain au-delà de 3,75 % commencerait à susciter des inquiétudes, incitant la Fed à envisager une hausse plutôt qu'une baisse des taux. Le fait de considérer une nouvelle fois une augmentation soutenue de l'indice PCE comme « transitoire » pourrait ne pas être bien perçu par les marchés financiers. Notre scénario pessimiste d'une légère récession aux États-Unis pourrait entraîner une chute de 30 à 40 % des actions si l'histoire se répète. Il existe une corrélation négative évidente entre les niveaux ex ante du CAPE et l'ampleur des pics et des creux du S&P 500 induits par la récession au cours des 125 dernières années. Par ailleurs, les marchés actions ont tendance à vaciller à l'approche des élections américaines de mi-mandat. Attention aux extrêmes.

Veuillez noter qu'en raison du blocage du gouvernement américain, les données économiques officielles des États-Unis, qui auraient pu être utiles pour évaluer les perspectives pour 2026, n'étaient pas disponibles pour l'analyse.

Tant que la musique continue de jouer

Les marchés financiers sont par nature procycliques. Tant que la musique continue de jouer, il faut se lever et danser (disait l'ancien PDG de Citigroup, Charles Prince, en 2007). Pour l'instant, la musique continue de jouer. Bien que l'apparition du basculement synchronisé puisse annoncer le grand final, il ne s'agit pas d'une fin, à la différence de l'accord napolitain. ●

Tableau 2 : Six risques majeurs pour les perspectives tactiques

| # | Scénario | Growth | Inflation |
|----|--|--------|-----------|
| 1. | Récession américaine due à un marché du travail qui s'effondre au lieu de ployer | ↓↓ | ↓ |
| 2. | Économie mondiale à haute pression et Fed contrainte | ↑ | ↑↑ |
| 3. | Implosion de l'écosystème de l'IA, krach de l'or ; bulle qui éclate plutôt qu'en effervescence | ↓ | ↓ |
| 4. | Nouvelle incertitude liée au commerce (décisions de la Cour suprême, rupture de l'accord entre les États-Unis et la Chine) | ↓↓ | ↑ |
| 5. | Membre européen de l'OTAN invoquant l'article 5 | ↓ | ↑ |
| 6. | Événements systémiques provenant des marchés (de crédit) privés | ↓ | ↓ |

Source: Robeco, 7 novembre 2025.

Tableau 3 : Préférences du portefeuille Solutions d'investissement au 1er novembre 2025

| Classe d'actifs | | Global |
|--------------------|--|--------|
| Actions | États-Unis | – |
| | Europe | + |
| | Marchés émergents | + |
| Obligataire | Obligations d'État - États-Unis | = |
| | Obligations d'État - Europe | = |
| | Obligations d'État - Marchés émergents | + |
| | Corporate Investment Grade - États-Unis | = |
| | Corporate Investment Grade - Europe | = |
| | Corporate Investment Grade - Marchés émergents | = |
| | High yield - États-Unis | – |
| | High yield - Europe | – |
| | High yield - Marchés émergents | – |
| Matières premières | Or | + |
| | Pétrole | = |
| Devises – FX | USD | – |
| | EUR | + |
| | YEN | + |
| | Marchés émergents – local | + |

Source: Robeco, 1er novembre 2025.

Informations importantes – Capital assujetti à un risque

Ces informations se réfèrent uniquement à des informations générales sur Robeco Holding B.V. et/ou ses sociétés liées, affiliées et filiales, (« Robeco »), l'approche, les stratégies et les capacités de Robeco. Cette communication marketing est exclusivement destinée aux investisseurs professionnels, au sens d'investisseurs considérés comme clients professionnels, qui ont demandé à être traités comme tels ou qui ont été autorisés à recevoir ce type d'informations conformément à toute loi applicable. Sauf indication contraire, les données et informations rapportées proviennent de Robeco, sont, à la connaissance de Robeco, exactes au moment de la publication et sont fournies sans garantie d'aucune sorte. Toute opinion exprimée est uniquement celle de Robeco. Elle ne constitue pas une déclaration factuelle, elle est susceptible d'être modifiée et ne constitue en aucun cas un conseil d'investissement. Ce document a pour seul but de donner un aperçu de l'approche et des stratégies de Robeco. Il ne remplace pas un prospectus ou tout autre document juridique concernant un instrument financier spécifique. Les données, informations et opinions contenues dans le présent document ne constituent pas et ne peuvent en aucun cas être interprétées comme une offre, une invitation ou une recommandation d'effectuer des investissements ou des désinvestissements

ou une sollicitation d'achat, de vente, de conservation ou de souscription à des instruments financiers ou comme des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de recherche en matière d'investissement ou comme une invitation à en faire tout autre usage. Tous les droits relatifs aux informations contenues dans la présente publication sont et resteront la propriété de Robeco. Le présent document ne peut pas être reproduit ni distribué au public. Aucune partie du présent document ne peut être reproduite ou publiée sous quelque forme que ce soit ou de quelque manière que ce soit sans la permission préalable et écrite de Robeco. Robeco Institutional Asset Management (n° de registre 24123167) est une société de gestion de droit néerlandais agréée par l'AFM ayant la libre prestation de service en France. Tout investissement peut être exposé à un risque de perte en capital. Les informations clés et prospectus sont disponibles sur www.robeco.com/fr.

Suisse

Robeco Suisse SA dispose d'une autorisation en tant que gestionnaire de fortune collective délivrée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

© Q3/2025 Robeco



Consultez le site web de Robeco
pour plus d'informations.