

# CARMIGNAC – PERSPECTIVES 2026

## L'Art de la fugue

05/12/2025 | RAPHAËL GALLARDO, KEVIN THOZET

### Perspectives économiques :

- La croissance mondiale restera inchangée à 3%, toujours soutenue par l'investissement en IA, les dépenses de sécurité nationale et les largesses budgétaires.
- Cette croissance faible et inégale entretient les pressions populistes et pousse les gouvernements davantage sur la voie du laxisme budgétaire, avec la complicité de banques centrales contraintes par leur mandat de stabilité financière.
- **États-Unis** : relance tous azimuts (fiscale, monétaire, dérégulation bancaire) par un Trump aux abois à l'approche des *mid-terms*
- 
- **Zone euro** : réaccélération grâce au plan Merz et à l'absence d'ajustement en France. BCE toujours attentiste face à la lenteur de la désinflation – sauf emballlement du marché des OAT.
- **Chine** : le 15<sup>e</sup> plan quinquennal réaffirme la priorité à l'économie de guerre. Néanmoins, un nouveau stimulus budgétaire est indispensable pour maintenir la croissance à 4%. Un excédent commercial géant permet de monétiser les déficits sans fragiliser la devise.
- **Japon** : nous nous attendons à ce que la relance Takaichi et les pressions politiques sur la banque centrale forment un cocktail détonnant pour l'obligataire nippon. Les marchés forceront un virage abrupt de politique, menaçant au passage un déboulement désordonné des positions de portage en yen.

### Stratégie d'investissement :

- Une croissance résiliente, soutenue par une politique budgétaire généreuse, ne peut occulter la dynamique de fin de cycle et les valorisations élevées. Les actions et les obligations restent les classes d'actifs les plus attractives, mais la prudence s'impose vis-à-vis des obligations souveraines.
- La concentration des moteurs de la croissance mondiale (IA, défense, largesses budgétaire) renforce la nécessité d'une diversification maximale entre secteurs et zones géographiques.
- Une inflation persistante, l'activisme budgétaire et des corrélations instables entre actions et obligations exigent une stratégie d'investissement plus agile et plus sélective, où l'initiative prime sur l'attentisme et le passivisme.
- **Actions** : une stratégie *barbell* combinant les leaders technologiques avec des valeurs défensives de la santé et de la consommation pour capter les deux opposés d'une économie à deux vitesses.
- **Obligations et devises** : les obligations souveraines de maturité longue émises par des pays aux finances publiques dégradées ne présentent guère d'attrait, tandis que les obligations indexées à l'inflation, le crédit de qualité, ainsi que les devises soutenues par la demande de matières premières essentielles ou par une discipline budgétaire offrent un couple rendement/risque attractif.

# PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES - RAPHAËL GALLARDO, ÉCONOMISTE EN CHEF

## Croissance mondiale : de l'IA, des canons et des dettes

2026 devrait connaître une croissance équivalente à celle de 2025, autour de 3 %, un léger mieux dans les pays développés compensant le ralentissement des géants asiatiques (Chine et Inde). Pas de changement non plus parmi les moteurs de cette croissance, limités au triptyque IA, dépenses de sécurité nationale (défense, sécurisation des chaînes d'approvisionnement) et creusement des déficits publics.

L'absence d'accélération, malgré la poursuite des assouplissements monétaire et fiscaux s'explique par quatre vents contraires : persistance des tensions géopolitiques (tarifs, Russie, Taïwan, Venezuela), durcissement des conditions de crédit sur le marché de la dette privée, tensions sur les marchés monétaires (taux repos), et élargissement des primes de terme obligataires.

## États-Unis : de l'économie en « K » à la reprise en « V »

Après une année de chocs politiques, l'économie devrait réaccélérer vers les 2% grâce aux provisions fiscales de la *Big Beautiful Bill* et aux récents assouplissements monétaires de la Fed. L'offre potentielle étant contrainte par les droits de douane et l'absence d'immigration, l'inflation se maintiendra autour de 3%. Cette embellie conjoncturelle ne suffira pas à redresser la cote de popularité de Trump ni à éviter une débâcle républicaine aux élections de mi-mandat.

L'une des causes du *blues* persistant des électeurs est que les effets de richesse issus du marché actions ne suffisent plus à entretenir le rêve américain. Outre sa concentration au sommet de la pyramide des revenus, cette richesse boursière issue de l'IA est, à tort ou à raison, perçue par les jeunes et une grande partie de la classe moyenne comme le reflet de la dévalorisation de leur propre capital humain. L'IA étant perçue comme une technologie de substitution au travail, les profits de l'IA escomptés aujourd'hui à Wall Street reflèteraient les futurs licenciements sur *Main Street*. Les anticipations de hausse du chômage sont au même niveau qu'au début de la crise financière de 2008.

Dès lors, on peut s'attendre à ce que Trump pousse encore plus loin le curseur des politiques de stimulation, via des transferts directs aux ménages (subventions pour l'achat d'assurance santé, chèques de redistribution des droits de douane), une pression maximale sur la Fed et un nouveau train de déréglementation bancaire. Une paix bâclée en Ukraine et un changement de régime au Venezuela semblent vraisemblablement au menu, dans le but de comprimer le prix de l'essence à 2 dollars le gallon.

Avec un déficit budgétaire en hausse et un raccourcissement de la maturité des émissions du Trésor, la Fed n'aura d'autres choix, au nom de la stabilité financière, que de relancer le QE pour éviter une implosion du marché du repo (emprunts courts collatéralisés), parachevant ainsi l'entrée dans un régime de dominance budgétaire.

## Zone euro : unis dans la relance

Les moteurs traditionnels de la croissance ? exportations et investissement privé ? sont structurellement affaiblis, mais un activisme budgétaire synchronisé devrait garantir une reprise convenable l'an prochain. L'Espagne est en réalité le seul pays à combiner vertueusement investissement privé et exportations de services à forte valeur ajoutée ; mais ce dynamisme tient pour beaucoup à un afflux massif d'immigration qualifiée en provenance d'Amérique latine, un atout qui ne durera pas éternellement et qui ne peut être reproduit par ses voisins. Partout ailleurs, l'impulsion budgétaire est le seul levier. La générosité du plan NGEU<sup>1</sup> continuera d'irriguer la périphérie jusqu'en 2027. La France repoussera une nouvelle fois l'heure de l'ajustement, avec la bienveillante indifférence de marchés obligataires trop complaisants. Et l'Allemagne s'installera en tête de file des grandes puissances laxistes, avec le plan Merz d'une ampleur historique. Après un second semestre 2025 poussif, la croissance devrait rebondir vers un modeste mais acceptable 1,2%.

La compétitivité manufacturière restera le principal frein à la croissance. Les données de la CNUCED<sup>2</sup> montrent la Chine détrônant progressivement les avantages comparatifs allemands, secteur après secteur. Mais jouer la carte des droits douaniers contre Pékin serait contre-productif : la Chine détient un quasi-monopole sur le graphite et les terres rares, et pourrait aisément riposter.

La BCE a peu de chances de venir en renfort en abaissant ses taux. Malgré le choc désinflationniste venu de Chine et des droits douaniers américains, le ralentissement de l'inflation marque le pas, plombé par une productivité décevante. Un biais accommodant serait pourtant bienvenu pour affaiblir l'euro. Tant que l'Union des marchés de capitaux restera au point mort, seule la faiblesse de l'euro pourrait corriger les déséquilibres de compétitivité européens.

## Chine : du mercantilisme au techno-militarisme

La Chine reste résolument focalisée sur son économie de guerre. Le nouveau plan quinquennal place toujours l'autosuffisance technologique et la diffusion de l'IA à l'industrie au sommet des priorités, sans proposer de nouvelle stratégie pour combler le trou noir de l'immobilier ou endiguer la montée du chômage des jeunes. Les exportations ne constituent plus une soupe de sécurité pour la croissance, compte tenu du retour de bâton protectionniste. Pékin n'aura d'autre choix que d'élargir son déficit l'an prochain pour assurer un socle de croissance d'au moins 4%. Étant donné la dégradation de la qualité des actifs dans le système bancaire, il n'existe d'autre option que de monétiser ce nouveau stimulus budgétaire. Tant que la balance de base (compte courant + investissement direct étranger) reste positive, la Chine peut se le permettre sans risquer une dévaluation du renminbi. Cet afflux de liquidité domestique fournira un plancher aux multiples cours/bénéfices du marché actions.

### **Japon : Takaichi dans les pas de Thatcher ou Truss ?**

La volonté de la nouvelle Première Ministre Takaichi de ressusciter les politiques économiques de son mentor Shinzo Abe menace le marché obligataire d'une déflagration inflationniste. La combinaison d'un plan de relance à 3,4% du PIB et de pressions politiques sur la banque centrale agravera la surchauffe déjà avérée de l'économie et enverra le yen vers de nouveaux plus bas. Face à la révolte de l'électorat et du marché obligataire, le gouvernement sera contraint de faire un virage à 180 degrés, mêlant hausse du taux directeur, intervention cambiaire et rapatriement de capitaux par le fonds de pension public. Ces soubresauts dépasseront largement les frontières de l'archipel, avec un effet de contagion à l'obligataire américain et la liquidité en dollar. Une réappréciation abrupte du yen déclencherait un débouclage désordonné des stratégies de portage (*carry trade*) qui ont poussé la valorisation des devises émergentes comme celle des actions américaines vers leurs sommets.

### **Conclusion**

La léthargie de la croissance mondiale est consubstantielle à notre époque post-*Pax Americana*, où les interactions à somme nulle dominent au niveau international comme infranational. La frustration des électeurs face à cette croissance faible et déséquilibrée pousse les gouvernements vers des politiques plus populistes. Les banques centrales n'ont d'autre choix que de monétiser cette fuite en avant budgétaire, sous couvert de leur mandat de stabilité financière. Mais les *bond vigilantes* sont à l'affût. Qu'importe qui de Trump, Takaichi, Starmer ou Macron remportera le prix Liz Truss, édition 2026. Le déshonneur sera partagé entre tous vu la cointégration des flux obligataires mondiaux. La Chine n'échappera pas à l'onde de choc, qui contournera la muraille du contrôle des changes pour emprunter le canal des échanges commerciaux.



# STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT – KEVIN THOZET, MEMBRE DU COMITÉ D'INVESTISSEMENT

## Rompre avec les schémas traditionnels

Les quatre principales économies mondiales continuent de soutenir la croissance, alors même que nous entrons dans une phase avancée du cycle économique.

Le cycle arrive à maturité, mais il accélère également. Les valorisations des marchés financiers actifs reflètent de manière croissante cette fin de cycle, alors même que les ressorts de l'activité continuent d'en prolonger la dynamique.

L'association d'une croissance réelle du PIB et d'une inflation persistante se répercute directement par une progression des ventes et des bénéfices des entreprises. Ce cadre demeure propice aux marchés d'actions, au crédit et, plus largement, aux actifs risqués, tout en justifiant davantage de prudence à l'égard des obligations souveraines.

Trois thèmes majeurs dominent aujourd'hui les marchés mondiaux : l'essor des dépenses d'investissement liées à l'intelligence artificielle, des politiques budgétaires durablement expansionnistes et les impératifs de sécurité nationale ainsi que de souveraineté industrielle. Ensemble, ils ouvrent des champs d'opportunités sur les marchés obligataires, actions et de devises.

Toutefois, la hausse des multiples de valorisations cette année a conduit à une baisse des marges de sécurité. La mondialisation et l'intégration croissante des marchés de capitaux tend à accroître les corrélations entre les différents marchés financiers. De même la concentration des moteurs de croissance renforce les interdépendances au sein et entre les classes d'actifs. Dans ce contexte, il devient essentiel de sortir des schémas traditionnels pour obtenir une diversification réellement efficace.

## Actions : stratégie « barbell »

Nous associons les leaders technologiques aux valeurs défensives des secteurs de la santé et de la consommation de base, afin de capter les deux extrêmes d'une économie américaine à deux vitesses.

### *IA et technologie : une tendance haussière alimentée par des forces structurelles, non par la spéculation*

Les taux d'adoption de l'IA ont triplé – passant de 5% à 15% – en seulement trois ans, accompagnés par un cycle d'investissements massif et soutenant la croissance des entreprises phares du secteur.

Les gains de productivité attendus – autour de 1,5% par an - représentent une valeur actuelle nette supérieure à 20 000 milliards de dollars sur dix ans, relativisent les craintes de surinvestissement. Les marchés l'anticipent en partie, mais si seulement la moitié de cette valeur est captée par le secteur technologique, cela totalise la moitié de la capitalisation boursière actuelle du Nasdaq 100 et donc une possible progression de +50%.

La principale inquiétude porte sur l'ampleur de l'engouement autour de ce thème très populaire. Toutefois, le financement des investissements liés à l'IA passe désormais par les marchés obligataires, où le risque de crédit impose une discipline naturelle, limitant les risques d'excès de valorisation.

Dans un contexte de valorisation élevée au sein des thèmes favoris du marché une stratégie s'impose : éviter la gestion indicielle et privilégier une sélection rigoureuse de valeurs.

Les entreprises technologiques taïwanaises et coréennes occupent une position essentielle dans la chaîne de valeur de l'IA, tout en affichant des multiples de valorisation plus raisonnables que leurs homologues américaines. Parallèlement, la Chine développe son propre écosystème IA, ouvrant la voie à des opportunités distinctes. Enfin, chaque nouveau concurrent potentiel attiré par les 75% de marges de Nvidia devient un catalyseur pour réduire les coûts de calcul et accélérer l'adoption de ces outils - un environnement favorable pour les éditeurs de logiciels, en retrait cette année.

### *Largesses budgétaires : investir aux deux extrémités de la consommation américaine*

Les secteurs de la santé et des biens de consommation de base, dont la corrélation avec la technologie reste faible, méritent une attention particulière. Les orientations budgétaires à venir devraient cibler davantage les ménages, l'approche des élections pèse sur la volonté de rigueur budgétaire.

Les grandes entreprises technologiques sont à la fois une partie de la solution et du problème. D'un côté, leur cycle d'investissement est devenu un stabilisateur pour l'économie mondiale. De l'autre, leur position dominante contribue à accentuer les inégalités de richesse.

Dans une économie américaine à deux vitesses, deux dynamiques de consommation coexistent : les ménages les plus aisés continuent de dépenser, tandis que les ménages à revenus modestes font face à une hausse des défauts de paiement, à des salaires réels ankylosés et privilégié les marques de distributeurs, le paiement fractionné et les promotions.

Pour les investisseurs, la conclusion semble claire : se positionner aux deux opposées de cette économie à deux vitesses. Procter & Gamble sert le marché de masse avec des produits essentiels et abordables ; à l'inverse Sprouts Farmers cible le segment *premium* axé sur les produits frais.

#### *Souveraineté nationale et nouveau paradigme industriel*

La fin de la *Pax Americana* remet la souveraineté nationale au centre des priorités industrielles, entraînant des investissements majeurs dans la défense, les infrastructures et l'électrification.

Dans le secteur de la défense, il devient nécessaire de regarder au-delà des acteurs les plus en vue : l'envolée des cours de bourse et des valorisations élevées suggèrent un marché largement porté davantage par le *momentum* que par les fondamentaux. Une alternative pertinente consiste à se tourner vers les marchés du crédit, où l'on peut trouver des entreprises européennes de défense en forte croissance qui émettent de la dette notée *investment grade* avec des rendements compris entre 4% à 5,5% et dont les revenus ont doublé ces dernières années - un moyen de s'exposer aux dépenses de sécurité nationale tout en évitant les excès spéculatifs des marchés d'actions.

Mais la sécurité nationale dépasse largement le champ militaire. Des entreprises comme Prysmian ou Siemens occupent une place centrale dans le renforcement de la résilience stratégique qu'il s'agisse d'automatisation, de mobilité ou d'électrification.

#### **Obligations et devises : naviguer entre excès budgétaire et inflation durable**

##### *Dette souveraine : privilégier les taux réels aux taux nominaux*

Dans un environnement où les banques centrales assouplissent leur politique monétaire malgré une inflation qui reste élevée et que déficits publics comme les volumes d'émissions augmentent, les taux longs continuent de se tendre. Aussi les obligations à 30 ans émises par des pays aux finances publiques dégradées - États-Unis, Royaume-Uni, Japon, France - n'offrent pas une rémunération suffisante. Nous préférons les éviter, voire adopter des positions vendeuses sur ces dernières.

À l'inverse, les taux réels apparaissent trop élevés au regard du niveau d'endettement global, tandis que les anticipations d'inflation intégrées dans les prix de marché demeurent trop faibles face aux forces structurelles à l'œuvre. Ce contexte est favorable aux obligations indexées à l'inflation. Si les taux réels reculent, elles se renchérissent. Si l'inflation ressort au-dessus des attentes - comme c'est fréquemment le cas - les points morts d'inflation s'élargissent. Elles combinent ainsi portage, protection et convexité.

##### *Crédit d'entreprise : privilégier un portage défensif, plutôt qu'une exposition indiscriminée*

Dans un contexte de spreads resserrés et d'une montée de l'endettement dans la sphère non régulée, la prudence s'impose. Si les marchés du crédit privé et de la dette souveraine ont doublé de taille en dix ans, le marché du crédit public est lui resté relativement stable, ce qui y a limité l'accumulation de levier.

Les marchés publics affichent désormais des fondamentaux plus solides : amélioration du profil des émetteurs haut rendement, obligations sécurisées, progression soutenue des profits des grandes entreprises.

À mesure que le cycle progresse, la sélectivité devient déterminante. Nous privilégions un portage défensif, reposant sur des émetteurs solides. Dans un environnement où une partie du levier s'est accumulée dans l'ombre, hors des marchés traditionnels, les marchés de crédit publics sont par construction plus conservateurs.

La forte dispersion entre émetteurs, notations et secteurs permet de bâtir des portefeuilles générant un rendement moyen de 5% avec un profil *investment grade* assurant un équilibre efficace entre risque et rémunération attendue.

##### *Devises : Là où la discipline budgétaire et les priviléges de matières premières se renforcent*

Les devises de pays qui bénéficient d'une amélioration des termes de l'échange tout en renforçant leurs finances publiques se distinguent particulièrement. Le peso chilien est porté par de solides exportations de cuivre et pourrait tirer parti d'un cadre politique plus favorable au marché. Le rand sud-africain offre un portage de 7%, s'inscrit dans une dynamique de transformation et reste soutenu par ses exportations d'or et de métaux stratégiques. Le dollar australien combine une économie résiliente, une banque centrale relativement conservatrice, une exposition aux potentielles mesures de relance chinoises et un rôle de premier plan dans la production de matières premières et matériaux critiques.

#### **Conclusion**

La vigueur des politiques budgétaires, les investissements massifs dans l'IA et la montée des stratégies de souveraineté nationale redessinent le cadre d'investissement. Que ce soit la dépense publique ou l'inflation, elles sont toujours bien présentes.

Dans un tel monde, les actifs réputés sans risque deviennent vulnérables au risque d'inflation. Tandis que les actifs risqués constituent une meilleure protection contre cette dernière et captent la croissance nominale. Les perturbations sur les chaînes d'approvisionnement et les chocs budgétaires entretiennent une corrélation actions et obligations instable, rendant indispensable une gestion agile entre classes d'actifs. Les couvertures les plus pertinentes se trouvent aujourd'hui dans les CDS<sup>3</sup>, le yen japonais et l'or.

Les niveaux de valorisations appellent à la sélectivité, non au désengagement. Le cadre d'investissement doit évoluer. L'exposition passive à des indices ou à des zones géographiques n'est plus suffisante. Les gagnants seront ceux qui adopteront une approche sélective, globale, disciplinée en matière de valorisations. Le contexte actuel n'a rien d'un atterrissage en douceur ; il traduit au contraire une course en avant où la réactivité primera sur la réserve.



<sup>1</sup>NextGenerationEU: pour une Europe plus forte et plus résiliente - NextGenerationEU.

<sup>2</sup>Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement. Source: UNCTAD Revealed Comparative Advantage Index, 2025.

<sup>3</sup>Credit default swaps.

Ceci est un document publicitaire. Cet article ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil en investissement. Les informations contenues dans cet article peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La référence à certaines valeurs ou instruments financiers est donnée à titre d'illustration pour mettre en avant certaines valeurs présentes ou qui ont été présentes dans les portefeuilles des Fonds de la gamme Carmignac. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment.