Croissance, inflation, taux d'intérêt : vers un nouvel équilibre

22 décembre 2025

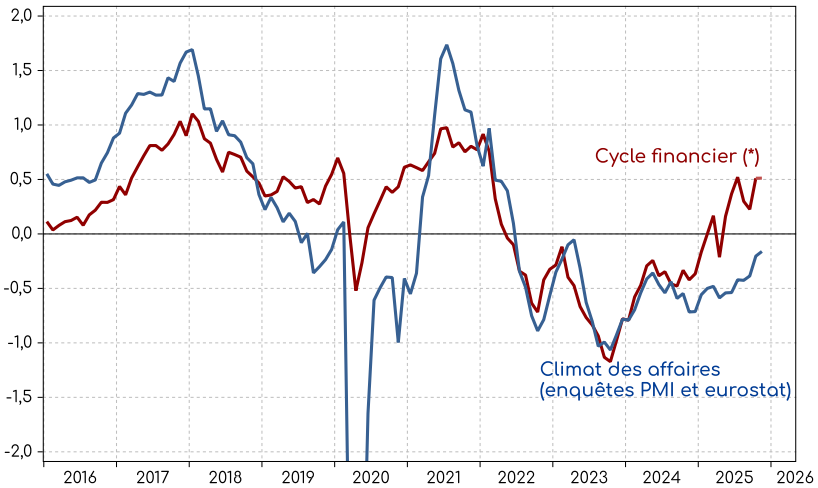
Chers clients, chers partenaires,

Remarquablement résiliente, la croissance mondiale devrait atteindre environ 3% en 2026, avec un meilleur équilibre régional que lors des années 2023-24. L'inflation resterait maitrisée dans le scénario central présenté ci-dessous, et les taux d'intérêt se stabiliseraient.

Soutenue par la relance budgétaire allemande et nordique, ainsi que par l'amélioration des conditions financières domestiques (graphique 1), la zone euro est attendue en croissance de +1,25% en 2026, après +0,8% en 2024 et 2025 (hors Irlande[1]).

Le cycle financier européen devrait soutenir la croissance

(*) = indicateur basé sur les spreads de crédit obligataires, le crédit bancaire et le sentiment boursier (Sentix) ; 0 = moyenne des dix dernières années ("Z-score") -



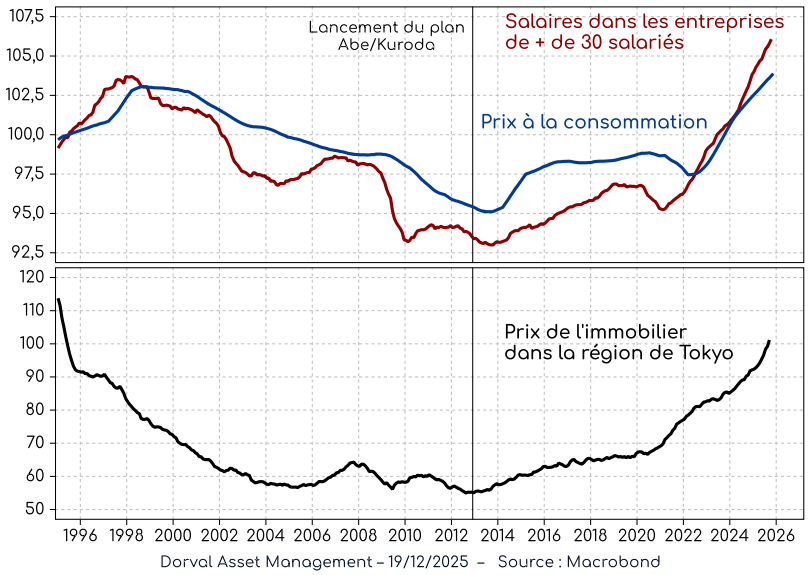
Dorval Asset Management – 19/12/2025 – Source : Macrobond

Quant à la croissance américaine, handicapée par les taxes à l'importation mais portée par l'IA et par une impulsion budgétaire modérée, elle atteindrait environ 2-2,25%, comme en 2025, mais aurait du mal à retrouver son rythme de presque 3% de 2023 et 2024.

En Asie, le Japan pourrait voir sa croissance atteindre à nouveau +1% en 2026, avec une nouvelle impulsion budgétaire et une expérimentation inédite de reflation (graphique 2), même si elle n'est pas sans risque.

[1] L'Irlande (4% du PIB de la zone euro) a vu son PIB augmenter de 10% en 2025 en raison (1) d'exportations massives de produits pharmaceutique vers les Etats-Unis, en anticipations des droits de douane futurs, et (2) d'un gonflement des profits des multinationales ayant leur siège européen en Irlande.

La reflation japonaise se fait de plus en plus convaincante



Dorval Asset Management – 19/12/2025 – Source : Macrobond

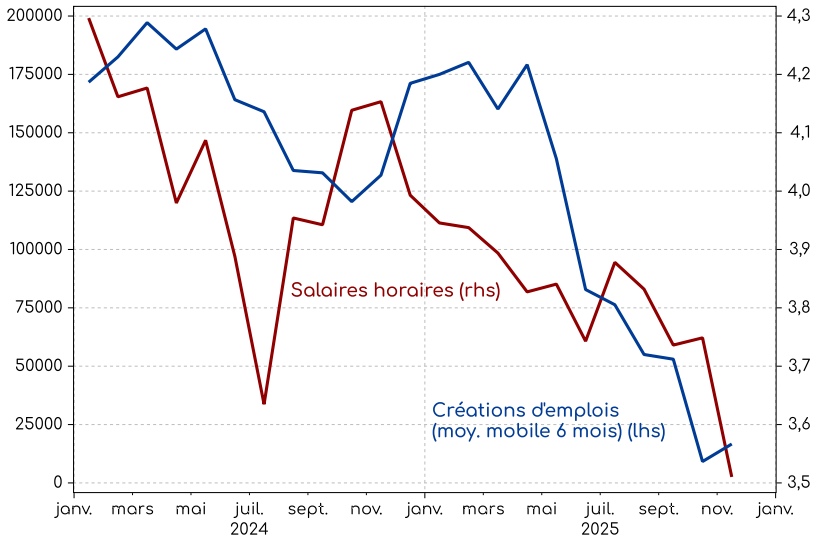
Les perspectives sont plus disputées pour la Chine, où la déflation immobilière sévit toujours, mais dispose de réserves de relance. Ailleurs dans les pays émergents, la croissance reste soutenue et les conditions financières bénéficient d'un dollar moins fort.

Dans ce contexte globalement favorable, la BCE et désormais la Réserve fédérale américaine estiment avoir atteint la zone de neutralité de la politique monétaire. Après une baisse de 200 points de base, les taux d'intérêt des deux grands argentiers devraient bientôt se stabiliser, à environ 2% en Europe et 3-3.25% aux Etats-Unis.

Point-clé, l'inflation devrait demeurer maitrisée. La désinflation des loyers et des salaires permet à l'inflation américaine de compenser l'effet temporaire des droits de douane. Les prix mondiaux de l'énergie sont orientés à la baisse, et la Chine continue d'exporter sa déflation. Cette situation permet de maintenir le « put » des banques centrales, c'est à dire leur capacité à agir si la croissance décevait.

La plupart des membres de la Fed s'inquiètent d'ailleurs plus de l'atonie du marché du travail (graphique 3) que de l'inflation. Malgré le boom de l'IA, l'économie US est moins dynamique, en particulier du côté de la consommation des ménages et du marché immobilier. En Europe, la hausse de l'euro, le choc de la concurrence chinoise et le potentiel limité de diffusion du plan allemand au reste de l'Europe devraient maintenir la vigilance de la BCE.

USA : atonie du marché du travail et désinflation salariale



Dorval Asset Management – 19/12/2025 – Source : Macrobond

Les taux des obligations d'Etat sont sujets à des tensions récurrentes, surtout sur la partie très longue (15-30 ans). Les déficits publics, le boom de l'investissement (IA, défense) et la reflation japonaise inquiètent les investisseurs. S'y ajoutent le risque de politisation de la Fed ainsi que des sujets techniques ([2]). Les taux réels à long terme, corrigés de l'inflation, sont cependant attractifs (2,6% pour le 30 ans américain, graphique 4). De plus, les taux longs sont désormais supérieurs aux taux monétaires. Enfin, la Fed (et peut-être la BCE en 2026 ?) a mis fin à son programme de vente de Treasuries afin d'assurer les liquidités au marché monétaire.

Des taux longs réels américains désormais attractifs ?

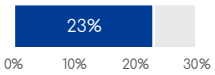
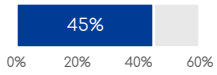
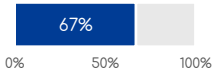
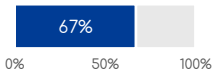
Dorval Asset Management – 19/12/2025 – Source : Macrobond

C'est donc un nouvel équilibre global qui se dessine pour 2026 dans le scénario central : croissance mondiale mieux répartie, inflation maitrisée – mais à surveiller – et, après encore quelques ajustements, des taux d'intérêt plus stables.

[2] Comme les problèmes d'arbitrage sur les swaps, et les changements règlementaires des fonds de pension hollandais

Notre scénario est constructif pour les marchés financiers, la maturité du cycle boursier nous rend cependant exigeant et conscient des possibles écueils. Aux mesures de contrôle du risque (couverture systématique du risque de change, réduction du risque spécifique par l'équipondération, diversification géographique et sectorielle, remontée progressive de la duration) s'ajoutent dans les fonds des stratégies optionnelles de couverture sur les indices actions. Pour cette raison, nous publierons dorénavant les taux exposition aux actions qui tiendront compte de la couverture optionnelle (delta ajusté).

Nos taux d'exposition sont les suivants :

Fonds	Exposition nette aux actions*	Répartition par thème (en % du total actions)	Autres
Dorval Global Conservative		- Panier cœur hors thématiques : 76% - Financières Europe/Japon : 13% - Global pharma: 11%	Couvertures en options Nasdaq. 35% en obligations souveraines 2 - 8 ans et 30 ans. Positions en futures sur les 10 ans allemand et français. Solde en titres du marché monétaire.
Dorval Global Allocation		- Panier cœur hors thématiques : 64% - New Capex : 14% - Financières Europe/Japon : 8% - Reprise industrielle mondiale : 6% - Global pharma : 8%	Couvertures en options Nasdaq et ES50. 20% en obligations souveraines 2-8 ans et 30 ans. Positions en futures sur les Bons du Trésor américain, les 10 ans allemand et français. Solde en titres du marché monétaire.
Dorval Global Vision		- Panier cœur hors thématiques : 64% - New Capex : 17% - Financières Europe/Japon : 9% - Reprise industrielle mondiale : 4% - Global pharma : 6%	
Dorval Convictions		- Panier cœur hors thématiques : 55% - Financières : 27% - Reflation : 15% - Petites capitalisations : %	Couvertures en futures et en options Euro Stoxx 50
Dorval Convictions PEA		- Panier cœur hors thématiques : 55% - Financières : 27% - Reflation : 15% - Petites capitalisations : 4%	Couvertures en futures Euro Stoxx 50

* incluant le delta des options

Dorval Asset Management

Société anonyme au capital de 964 968 euros
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93008
111, boulevard Pereire 75017 Paris – T : +33 1 44 69 90 44 – F : +33 1 42 94 18 37
www.dorval-am.com

Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le document d'informations clés (DIC) de ce dernier. Le DIC et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DIC, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : www.dorval-am.com.