



STRATÉGIE & INVESTISSEMENT

Sebastian Paris-Horvitz
Directeur de la recherche

Xavier Chopard
Recherche & Stratégie

LBPAM

JUIN 2024

UN EQUILIBRE ENCOURAGEANT MAIS FRAGILE

La croissance mondiale se stabilise enfin depuis le début de l'année, mais l'inflation est plus persistante que ne l'espéraient les marchés. Les marchés ont donc réduit leurs anticipations d'assouplissement monétaire. Aussi, les anticipations de profit des entreprises sont plus raisonnables. Cela offre un peu de potentiel pour les obligations comme pour les actifs risqués, même si l'appétit pour le risque (qui reste élevé) et les incertitudes limitent ce potentiel.

La croissance en Europe se reprend après près de deux ans de stagnation et l'économie chinoise reste résiliente, compensant un ralentissement graduel aux États-Unis. Ceci est en ligne avec notre scénario qui prévoit une croissance qui décélère graduellement aux États-Unis et retrouve un peu de vigueur en Europe. Même si les risques géopolitiques persistent, leur impact sur le commerce mondial et les prix de l'énergie reste contenu.

En revanche, l'inflation ralentit moins vite du fait des tensions encore importantes dans le secteur des services et sur les marchés du travail. C'est surtout le cas aux États-Unis, où l'inflation tendancielle se stabilise autour de 3 %, mais c'est aussi en partie le cas en Zone Euro. Nous pensons que l'inflation reviendra à 2 % dans le courant de l'année prochaine en Zone Euro, mais ce sera plus lent aux États-Unis.

Dans ce contexte, les banques centrales devraient être prudentes. La BCE commence à baisser ses taux en juin, et devrait continuer de façon graduelle

par la suite. La Fed attendra au moins jusqu'à la fin de l'été. Les politiques monétaires devraient rester plus longtemps restrictives, surtout aux États-Unis. Cela dit, le risque de nouveaux pivots vers des hausses de taux supplémentaires nous semble toujours faible.

Des risques économiques plus faibles et le retournement du cycle monétaire, même lent, plaident pour des marchés haussiers à moyen terme. Mais, à court terme, les incertitudes restent élevées, surtout aux États-Unis, même si les attentes des marchés sont plus raisonnables. Dans ce contexte, il est judicieux de reprendre un peu de risque, notamment sur les actifs européens. Nous surpondérons les obligations d'Etat et les actions européennes. Sur les titres américains, nous restons neutres sur les obligations et plus prudents sur les actions. Nous restons exposés aux obligations privées, avec un biais pour la qualité, car elles offrent un bon portage, mais des primes de risque compressées.

Par
Sebastian PARIS-HORVITZ,
Directeur de la recherche
sebastian.parishorvitz@lbpam.com
Tel. (+33) 1 57 24 22 05
et
Xavier Chopard,
Stratégiste
xavier.chopard@lbpam.com
Tel. (+33) 1 57 24 26 58

NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

Economie

La croissance mondiale se stabilise depuis début 2024, après deux ans de ralentissement. La croissance américaine ralentit, mais l'Europe semble sur le chemin d'une reprise modérée. La Chine de son côté devrait réussir à maintenir ses 5 % de croissance cette année grâce à la mise en place de soutiens publics.

En ce milieu d'année, l'indice global des directeurs d'achat reflétant l'activité manufacturière (PMI) **continue son cycle de hausse et repasse au-dessus de sa moyenne historique.** C'est en particulier le cas en Europe, qui confirme l'idée d'une reprise graduelle après le retour de la croissance début 2024. Les indicateurs américains sont plus mitigés au 2^{ème} trimestre, indiquant un ralentissement qui reste graduel.

En parallèle, l'inflation continue de ralentir en tendance, mais plus lentement qu'espérée. L'inflation américaine ne ralentit plus depuis le début de l'année, mais au moins elle ne réaccélère pas en mai et les tensions de moyen terme continuent de se calmer graduellement. La dynamique de désinflation semble plus avancée en Zone Euro même si les tensions salariales, et dans les services restent trop élevées début 2024. Nous pensons toujours que l'inflation reviendra progressivement vers la cible de 2 % en Zone Euro courant 2025, mais que ce processus sera plus long aux États-Unis.

Dans ce contexte, la BCE a commencé ses baisses de taux depuis début juin et devrait pouvoir les baisser à nouveau prudemment trois fois d'ici à la fin de l'année. La Fed, quant à elle, attendra au moins jusqu'en septembre avant d'intervenir, et ce, de manière très mesurée. Nous estimons que le risque de maintien des taux directeurs américains inchangés est significatif, mais que le risque de nouvelles hausses reste limité.

Marchés

Nos perspectives macroéconomiques sont constructives, notamment en Zone Euro. Cependant, le marché est déjà optimiste alors que de nombreuses incertitudes subsistent quant au rythme de la désinflation et aux incertitudes géopolitiques. **Nous privilégions donc une stratégie de diversification équilibrée, en évitant les positions extrêmes tant sur les actifs risqués que sur les actifs défensifs.**

La poursuite de la désinflation semble plus forte en Zone Euro, **ce qui nous pousse à privilégier les dettes européennes alors que nous restons neutres pour celles américaines.**

Nous restons positifs sur les actions européennes et négatifs sur les actions américaines, en raison du différentiel de valorisation extrême alors que l'écart de croissance se réduit. Nous passons neutre sur le marché japonais, pour lesquels l'optimisme s'est un peu calmé, même si ce marché reste sensible au risque de change. Les émergents offrent toujours des opportunités à court terme.

Nous conservons notre position neutre sur le Crédit, mais avec une grande prudence sur les segments les plus risqués (« High Yield », à caractère spéculatif). La solidité des bilans et les bonnes dynamiques techniques sur le marché viennent contrebalancer des primes de crédit encore très basses.

Scénarios de risque : nous attribuons 70 % de probabilité à notre scénario central. Nous considérons deux scénarios de risque :

- Une récession aux États-Unis dans la seconde partie de l'année (15 %) serait défavorable pour les actions, mais bénéfique pour les obligations d'Etat
- Le scénario d'une poursuite de la surchauffe aux États-Unis, et qui entrainerait une réaccélération des pressions inflationnistes (5 %), serait négatif pour tous les actifs à l'exception des liquidités.

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	Positive	=
Crédit	Neutre	=
Monétaire	Négative	=

Encore une fois, les données d'inflation ont agité les marchés obligataires et ont provoqué une tension sur les taux européens. Néanmoins, la BCE devrait commencer dès juin à baisser ses taux, et effectuer 2 autres baisses d'ici à la fin 2024. La Fed devrait agir plus tard dans l'année, en baissant ses taux à 2 reprises. Dans ce cadre, nous cherchons à profiter des tensions récentes sur les taux pour resensibiliser les portefeuilles, notamment à travers les taux européens. Les obligations d'États restent notre classe d'actifs favorite ; et nous conservons une neutralité bienveillante sur les actions, notamment européennes, et les obligations d'entreprise de bonne qualité.

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

- Vue globalement neutre sur les actions, soutenues par des fondamentaux solides des entreprises, mais qui ont déjà bien performé.
- Surpondération confirmée sur les actions européennes grâce à une saison de publication correcte (55 % de surprise positive, ce qui est en ligne avec la moyenne long terme)
- Biais négatif sur les actions US à cause des valorisations et du positionnement très tendus ainsi que de la grande sensibilité des indices à un petit nombre de valeurs.
- Retour sur le marché japonais après la correction de l'excès d'optimisme connu ces derniers mois
- Position neutre sur les émergents en raison des perspectives de profits douteuses qui contrebalancent les risques géopolitiques

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

- Bonne progression des obligations convertibles en mai malgré une stabilité de la volatilité et du spread de crédit
- Bonne performance de cette classe d'actif (+5,5% depuis le début de l'année) et va bénéficier d'un environnement toujours favorable
- Niveaux attractifs avec une volatilité implicite basse et un bon niveau de portage
- Le marché primaire devrait attirer de nouveaux clients même s'il est en retard pour le moment

Souverains	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Périphérique Euro	Positive	=
Cœur Euro	Positive	=
États-Unis	Neutre	=
Indexé inflation	Neutre	=
Obligation sécurisée	Positive	=
Agences	Positive	=

- Vue constructive sur le marché obligataire avec une préférence pour le marché européen
- Position neutre sur l'obligataire américain à cause de divergences au sein de la Fed et des incertitudes sur la vitesse de désinflation
- Le marché euro continue d'être porteur dans un contexte de reprise seulement graduelle de l'activité et de première baisse de taux de la BCE. Cela dit, la cadence de baisse de taux en Zone Euro liée aux pressions salariales
- La faible volatilité et le potentiel de portage des mois d'été nous poussent à favoriser les dettes périphériques de la Zone Euro
- Neutralité sur les anticipations d'inflation compte tenu des valorisations moins élevées

- Vision neutre avec une préférence pour le crédit de qualité (« Investment Grade ») et les financières
- Le resserrement des primes a été notable, de telle sorte que les valorisations sont tendues, surtout sur le Haut Rendement.
- Mais le risque de crédit reste contenu, surtout avec la reprise de la croissance et la fin des hausses de taux. La baisse de la volatilité vient soutenir la classe d'actifs malgré des incertitudes du côté des banques centrales
- Les volumes devraient se calmer sur le marché primaire après la hausse historique des émissions, qui ont été bien absorbées par le marché.

Crédit	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
IG Zone Euro	Neutre	-
Cross Over Zone Euro	Neutre	-
HY Zone Euro	Neutre	=
IG États-Unis	Neutre	=

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

- L'EUR/USD devrait rester stable à un bas niveau à court terme. D'un côté, le différentiel de taux d'intérêt et les risques géopolitiques sont favorables à un dollar fort. De l'autre, la réduction de l'écart de croissance et la valorisation tendue favorise une légère reprise de l'euro.
- Les prix du pétrole se sont repliés avec le dégonflement de la prime géopolitique et les perspectives de hausse graduelle de la production de l'OPEP+. Cependant, la persistance des tensions géopolitiques et de la cohésion de l'OPEP devrait permettre de stabiliser le prix du Brent entre 80 et 85 dollars par baril pour le moment.
- Vue négative sur l'or à cause de taux réels américains élevés (i.e. coûts d'opportunité de la détention de lingots élevés) et de positions spéculatives élevées.

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.