



STRATÉGIE & INVESTISSEMENT

LBPAM

Sebastian Paris-Horvitz
Directeur de la recherche

Xavier Chapard
Recherche & Stratégie

AOUT 2024

LE CYCLE DE BAISSSE DES TAUX S'ENCLENCHE

La croissance mondiale connaît un trou d'air en ce début d'été, mais elle devrait rester positive même si limitée. Ceci reste en ligne avec notre scénario, malgré l'affaiblissement plus fort qu'attendu de la Zone Euro. Nous continuons à prévoir une décélération de l'activité aux États-Unis et une reprise modérée en Europe, alors que la croissance en Chine se stabilise.

La dynamique de décélération de l'inflation devrait se poursuivre. Les dernières données le confirment des deux côtés de l'Atlantique, mais la convergence vers les cibles des banques centrales devrait être graduelle. L'inflation dans les services pourrait mettre plus de temps à refluer.

La BCE devrait poursuivre la baisse de ses taux directeurs en septembre, après celle de juin. L'ajustement de la politique monétaire devrait être graduel, et nous tablons sur une baisse par trimestre par la suite. Aux États-Unis, la première baisse de taux est prévue en septembre. Néanmoins, le marché, craignant un ralentissement plus brutal de la croissance économique américaine, envisage un cycle d'ajustement baissier très important. A ce stade, cette vue nous paraît trop agressive. De ce fait, même si le portage des obligations souveraines reste élevé, nous optons pour une position de prudence sur la classe d'actif.

Les risques géopolitiques sont toujours présents, avec des tensions qui ont augmenté au Moyen-Orient. En Europe, en dépit de l'accalmie, la situation politique en France reste incertaine et pourrait encore peser sur la confiance. Aussi, l'issue des élections américaines est devenue plus incertaine, ce qui pourrait entraîner de la volatilité sur les marchés. Cet environnement ne change pas fondamentalement notre scénario économique, mais pourrait augmenter les risques baissiers pour les actifs risqués.

Le cycle de baisse des taux directeurs des grandes banques centrales qui s'enclenche devrait

permettre d'assurer la poursuite de l'expansion économique. Ceci devrait permettre aux actifs risqués de bien se comporter à moyen terme. Mais, à court terme, les incertitudes sur la croissance ou sur le plan politique restent élevées, aux États-Unis comme en Europe.

Alors que la publication des résultats des entreprises pour le deuxième trimestre est presque terminée, il en ressort que l'optimisme reste important avec des prévisions sur les profits futurs qui ont de nouveau progressé. La décélération de la croissance économique semble ne pas être bien intégrée, notamment aux États-Unis. Avec des valorisations élevées et un appétit pour le risque important, le marché pourrait rencontrer des obstacles pour progresser.

Dans ce contexte, il est judicieux de diversifier les risques en termes d'actifs comme de zones géographiques, en gardant un profil équilibré entre actifs risqués et défensifs. Nous continuons de penser que les actifs européens offrent un potentiel un peu plus élevé d'appréciation, mais restons neutres à court terme en raison des incertitudes politiques actuelles et des craintes sur la croissance. Nous restons toujours assez prudents sur les actions américaines et avons nettement réduit notre exposition au Japon. 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,
Responsable de la recherche
sebastian.parishorvitz@lbpam.com
Tel. (+33) 1 57 24 22 05
et
Xavier CHAPARD,
Stratégiste
xavier.chapard@lbpam.com
Tel. (+33) 1 57 24 26 58

NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

Economie

La croissance mondiale montre des signes de faiblesse en ce début d'été. Aux États-Unis, après un rebond au 2nd trimestre 2024, les signes de ralentissement se manifestent, notamment du fait d'un marché de l'emploi qui se modère. La Zone Euro semble connaître un trou d'air, affectée par les incertitudes politiques et un cycle industriel poussif. La Chine connaît une décélération de sa croissance.

Les enquêtes PMI de juillet montrent un ralentissement de la croissance au niveau mondial, notamment du fait de l'industrie. Les inquiétudes sur la situation géopolitique et sur les perspectives semblent peser sur le sentiment des entreprises. Ainsi, la reprise en Zone Euro marque le pas tout comme en Chine. Et aux États-Unis, l'activité souffre d'une demande faible adressée à l'industrie.

L'inflation continue de refluer. En particulier, aux États-Unis après les mauvaises surprises du début d'année, l'inflation en juin a poursuivi sa tendance baissière déjà vue en mai. Ceci est rassurant, même si nous pensons toujours que l'atteinte de la cible de la Fed sera lente. En Zone Euro, même si l'inflation continue de reculer, la résistance dans les services, notamment du fait de salaires qui progressent encore un peu vite, rend la trajectoire vers l'objectif de la BCE plus lente. Nous pensons toujours que la cible sera atteinte en 2025.

Dans ce contexte, les banques centrales restent prudentes, mais s'orientent vers des baisses de taux modérées. La BCE devrait encore réduire ses taux à deux reprises cette année. De son côté, la Fed devrait agir en septembre, puis de nouveau en décembre. Néanmoins, une dégradation plus prononcée du marché de l'emploi pourrait la pousser à faire davantage. Au total, les taux directeurs commencent à baisser de façon généralisée.

Marchés

Notre vue macroéconomique est aujourd'hui prudente, avec des incertitudes politiques et économiques qui ont augmenté. Les marchés, eux, restent confiants et intègrent assez peu de primes de risques. **Nous optons donc pour une stratégie de diversification, évitant les positions extrêmes aussi bien sur les actifs risqués que sur les actifs défensifs.**

Le très fort reflux des taux longs nous pousse à réduire notre exposition aux dettes souveraines. À l'aune de notre scénario central, nous considérons que le marché semble trop agressif sur les baisses des taux directeurs à venir de la part des banques centrales, notamment aux États-Unis.

Nous restons neutres sur le marché des actions en raison de valorisations encore élevées, mais offrant des perspectives de profits positives. Tout en gardant une exposition relativement plus élevée, nous réduisons notre position sur les actions de la Zone Euro à cause des risques sur la croissance. Nous restons très prudents sur le marché américain et réduisons notre exposition au Japon.

Nous restons neutres sur le crédit européen. Néanmoins, nous devenons plus vigilants, y compris sur l'Investment garde, la recherche de qualité reste de mise. Sur le High Yield, nous restons très sélectifs.

Scénarios de risque : nous abaissons la probabilité de notre scénario central à 65%, car le risque de scénario négatif a un peu augmenté (25%). Nous considérons toujours deux scénarios de risque :

- Le ralentissement américain et l'incertitude politique en Europe augmente le risque de ralentissement abrupt (25%). Cela favoriserait les obligations souveraines mais pas les actions.
- Le risque de surchauffe prolongé aux États-Unis reste présent à court terme (5%). Ce scénario serait à l'avantage des actions les moins sensibles aux taux mais défavorable aux obligations d'Etat.

SYNTHESE DES VUES 3 MOIS DE LA GESTION PAR CLASSE D'ACTIFS

Classe d'actifs	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Actions	Neutre	=
Souverains	Neutre	-
Crédit	Neutre	=
Monétaire	Neutre	+

Nous maintenons notre allocation relativement prudente, sans faire de choix prononcé entre classes d'actifs. Il nous semble que les risques sont relativement équilibrés entre classes d'actifs. En particulier, le marché intègre déjà des baisses conséquentes des taux directeurs des grandes banques centrales pour la fin d'année, comme pour 2025. Le marché pourrait exagérer davantage ces baisses dans ce cycle de détente monétaire, notamment aux États-Unis. Mais, à ce stade, nous pensons que ces baisses sont trop fortes et optons pour une sous-exposition sur les dettes souveraines. Sur les actifs plus risqués, nous pensons que l'optimisme est dans les prix, et nous conservons une certaine neutralité, avec un biais négatif sur les États-Unis (en raison de valorisations exigeantes et d'une très forte concentration) et au Japon (en raison de la sortie de la politique monétaire ultra-accommodante). Le Yen devrait s'apprécier et devenir un obstacle important pour la bourse japonaise. Dans ce contexte, nous conservons un matelas de liquidités pour pouvoir saisir d'éventuelles opportunités.

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	=

- Perspective globalement neutre sur les actions, soutenue par des fondamentaux microéconomiques mais valorisations tendues
- Biais neutre sur les actions européennes à cause des faibles primes de risque compte tenu des incertitudes sur la dynamique de croissance.
- Biais négatif sur les actions US à cause d'une concentration extrême du volume des particuliers sur les 7 magnifiques
- Réduction de l'exposition au Japon, avec le changement de cap de la politique monétaire et son impact sur l'appréciation du yen, dont la faiblesse avait soutenu ce marché.
- Vue neutre sur les émergents avec, hors Chine, plus de prudence avec la récente baisse des prix des matières premières.
- Le marché chinois reste moins attractif à cause d'une confiance écornée, des données économiques décevantes et du regain de la guerre commerciale

- Malgré un contexte plus difficile sur les marchés, les obligations convertibles ont bien résisté en juillet, et leur performance s'établit à 4,5% depuis le début d'année.
- Nous prenons une position neutre sur la classe d'actif, car malgré notre plus grande prudence sur les actions, les paramètres techniques (la volatilité, notamment) devraient les protéger.
- Par ailleurs, le marché primaire s'est bien réouvert en juillet apportant de la liquidité, un élément aussi positif pour l'avenir.

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

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 globalement neutre sur le marché obligataire souverain ou assimilés.
- Nous optons pour une vue bien plus conservatrice sur le marché américain avec des niveaux de taux qu'anticipe un contexte trop favorable, sachant que par ailleurs la situation de finances publiques restera tendue.
- Nous sommes neutres sur la Zone Euro après la forte volatilité associée aux élections françaises, et attendons plus de stabilité des taux allemands.
- Nous revenons neutres sur la périphérie de la Zone Euro, après la correction de la forte poussée des spreads. La France devrait garder un spread élevé.
- Nous reprenons une position neutre sur les taux anglais, après le repricing suscité par la baisse des taux directeurs.

- Vision relativement neutre sur le crédit européen après que le stress suscité par la situation politique en France ait été corrigé.
- En fait, les signes de faiblesse de la situation économique en Zone Euro et des valorisations exigeantes nous poussent à réduire quelque peu notre exposition au segment du IG.
- La valorisation du marché du HY reste très exigeante, néanmoins le portage reste intéressant et une exposition très sélective est justifiée.

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	=

- Nous gardons notre objectif de 1,07 sur la parité euro/dollar. En effet, la perte de vitesse de la croissance en Européenne pourrait encore peser sur la devise. Seule, une accélération des baisses des taux de la Fed pourrait redonner un peu plus de vigueur à l'euro.
- Il faut noter que l'issue plutôt favorable des élections françaises, éloigne un risque de recul plus important de la monnaie commune.
- Nous pensons que le prix du baril pourrait rebondir à partir des niveaux déprimés actuels. Notre objectif est de 83\$ le baril. Même si la consommation a du mal à rebondir, le marché semble trop optimiste sur le retour de la production de l'OPEP+ à partir d'octobre.
- Vue négative sur l'Or après une forte hausse en début d'année, même si les tensions géopolitiques persistent.
- Nous pensons toujours que les taux d'intérêt réels resteront positifs pesant à terme sur les cours de l'Or.

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.