



STRATÉGIE & INVESTISSEMENT

Sebastian Paris-Horvitz
Directeur de la recherche

Xavier Chapard
Recherche & Stratégie

LBPAM

Février 2025

Un optimisme modéré devant des risques toujours élevés

Les débuts du second mandat de D. Trump sont en ligne avec nos attentes, avec des annonces fracassantes qui ne sont qu'en partie mises en œuvre, notamment sur le commerce extérieur. Nous considérons dans notre scénario qu'il faut prendre au sérieux mais pas à la lettre ces propositions, en intégrant une mise en œuvre « raisonnable » de ces politiques. Ceci limiterait les impacts très négatifs sur l'économie américaine et mondiale. Mais la probabilité de politiques plus extrêmes a légèrement augmenté selon nous.

Aujourd'hui, l'économie mondiale continue son expansion à un rythme correct, mais avec de fortes disparités géographiques. Les États-Unis conservent leur surperformance économique, ce qui devrait perdurer à court terme avant de s'estomper progressivement courant 2025. En revanche, la zone euro stagne et nous anticipons une reprise seulement graduellement plus tard dans l'année. En Chine, le rebond de fin d'année s'essouffle déjà, soulignant le besoin de davantage de soutien public avant l'impact des vents contraires extérieurs.

L'inflation a repris sa décélération après plusieurs mois de stabilisation, mais cette dynamique reste lente et incomplète, notamment aux États-Unis. En effet, l'inflation cœur devrait rester encore au-dessus de la cible outre-Atlantique. En revanche, en zone euro, l'inflation devrait revenir vers la cible d'ici la fin de l'année, après encore quelques mois qui seront affectés par des effets de base négatifs sur les prix de l'énergie.

La Fed, après avoir déjà baissé de 100 points de base (pb) ses taux directeurs, a débuté une pause en janvier, qui devrait continuer dans les prochains mois en attendant une confirmation de la désinflation et plus de visibilité sur la politique économique de D. Trump. Cela dit, nous anticipons une reprise de légères baisses de taux à partir de l'été, ramenant le taux directeur juste en dessous de 4%. La BCE devrait poursuivre ses baisses lors de

chaque réunion et devrait ramener son taux vers 2% d'ici la mi-année.

Le relâchement des politiques monétaires et le maintien d'une croissance correcte devraient être porteurs pour les actifs risqués à moyen terme. Néanmoins, après la forte performance des marchés depuis le début de l'année, nous considérons que beaucoup de bonnes nouvelles ont été intégrées dans les prix alors que de nombreuses incertitudes planent à court terme.

Ceci nous pousse à globalement réduire un peu notre exposition aux actifs risqués, en particulier aux actions européennes et au crédit américain, tout en restant constructifs sur les perspectives des marchés à moyen terme.

Nous pensons que les obligations souveraines restent attractives, en particulier en Europe, où les perspectives de désinflation et de baisse de taux directeur sont moins incertaines qu'aux États-Unis. Nous restons exposés aux obligations d'entreprises européennes mais réduisons les risques sur les entreprises les plus risquées (HY).

Sur les actions, nous réduisons notre exposition tout en maintenant une préférence pour les actions américaines à très court terme, vu la solidité de la croissance et les politiques pro-business annoncées par D. Trump. En même temps, vu les valorisations et notre scénario de légère reprise, nous pensons que les actions européennes seront plus attractives courant 2025, en tout cas si les politiques domestiques et extérieures ne font pas dérailler le scénario.

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 est satisfaisante au tournant de l'année, mais toujours contrastée.

Les États-Unis continuent de montrer de la robustesse, tirée par la consommation. Au contraire, la zone euro stagne de nouveau. La conjoncture chinoise reste volatile et fonction du soutien des autorités. Après avoir accéléré fin 2024, elle devrait ralentir de nouveau début 2025.

Ces dynamiques différenciées devraient persister à court terme, mais un léger rééquilibrage devrait voir le jour plus tard en 2025.

Les États-Unis bénéficient à court terme d'un regain d'optimisme des entreprises (dans l'attente de baisses d'impôt, de dérégulation et, pour certaines, de mesures protectionnistes) alors que les ménages pourraient avancer leurs dépenses avant les probables hausses de droits de douane. Cela dit, les mesures proposées par Trump ne sont pas toutes pro-croissance (baisse de l'immigration ou des dépenses publiques) et le resserrement des conditions monétaires depuis l'élection pourrait freiner la croissance à moyen terme.

En zone euro, l'attentisme pourrait prévaloir encore à court terme face à l'incertitude sur la direction de la politique américaine alors qu'il faudra probablement plusieurs mois avant qu'un gouvernement en Allemagne soit en place après les élections législatives de février. Néanmoins, la poursuite de l'assouplissement monétaire dans la zone euro devrait permettre de libérer le potentiel de demande, qui est important, vu la hausse des revenus réels et l'épargne élevée.

En Chine, les autorités devraient continuer de piloter le ralentissement structurel, en intégrant les vents contraires extérieurs.

Côté prix, les dernières données confirment que la désinflation se poursuit très lentement.

L'inflation totale en zone euro est soutenue à court terme par l'énergie et la baisse de l'Euro, mais l'inflation sous-jacente devrait ralentir plus nettement dans les prochains mois et revenir proche des 2% d'ici un an. Ceci traduira notamment le ralentissement plus net en cours d'année de l'inflation dans les services et des salaires. Aux États-Unis, l'inflation a repris son ralentissement depuis 2 mois, mais elle devrait rester au-dessus de la cible plus longtemps, surtout en cas de politiques économiques extrêmes.

Dans ce contexte, la BCE continue son cycle de baisse de taux, et devrait ramener le taux de dépôt vers les 2% d'ici mi-2025, ce qu'on estime comme étant proche du niveau d'équilibre. Au contraire, la

Fed devrait poursuivre la pause débutée en janvier. La solidité de l'emploi lui donne le temps d'attendre plus de certitude sur la désinflation et sur la politique économique, avant de reprendre des baisses de taux dans la seconde partie de l'année.

Marchés

La résilience de l'économie mondiale et l'assouplissement monétaire sont une toile de fond porteuse pour les marchés à moyen terme, même si les valorisations élevées de la plupart des actifs risqués limitent le potentiel de hausse. Mais, à court terme, la hausse des marchés a été très rapide, de telle sorte que beaucoup de bonnes nouvelles sont dans les prix, alors même que les incertitudes politiques restent encore très élevées et que la Fed fait une pause dans ses baisses de taux.

Dans ce contexte, nous réduisons globalement notre exposition aux actifs risqués à court terme, tout en favorisant toujours la diversification.

Nous restons positifs sur les obligations souveraines même si les taux d'intérêt ont déjà retracé leur hausse du début d'année. En effet, leur portage est encore raisonnablement rémunérateur et elles ont la capacité à absorber la volatilité des actifs risqués. Nous préférons les obligations européennes aux américaines en raison des perspectives de désinflation et des baisses de taux directeurs plus certaines. Au-delà, il s'agit d'être assez agiles sur la classe d'actif, dans un contexte de taux volatiles mais sans grande tendance.

Nous réduisons notre exposition sur le marché des actions, surtout sur les actions européennes à court terme, après leur forte surperformance depuis le début de l'année. Les valorisations ne sont plus très attractives, le positionnement des investisseurs est assez élevé et le risque de bruits politiques reste important. Nous attendons des points d'entrée plus favorables pour accroître notre exposition en 2025.

Nous réduisons un peu notre exposition sur le crédit, en particulier sur le crédit européen le plus risqué (HY) et sur le crédit américain, tout en restant exposés aux sociétés les plus solides. Les primes sont compressées, même si les entreprises montrent toujours des fondamentaux solides.

Scénarios de risque : Le risque d'une politique économique américaine agressive a augmenté selon nous (25%).

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

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

Nous sommes raisonnablement constructifs pour les marchés en 2025 malgré le potentiel d'appréciation plus limité après deux années très positives, et en adoptant une stratégie tactique sur les obligations. Cela dit, le fort rallye de fin 2024/début 2025, en particulier sur les actions européennes, nous pousse à plus de prudence à court terme. Beaucoup de bonnes nouvelles sont déjà dans les prix alors que les incertitudes restent élevées, en particulier sur la politique domestique et extérieure, et que la volatilité est accrue.

Nous réduisons tactiquement globalement notre exposition aux actifs risqués, en passant sous-pondéré sur les actions européennes et en privilégiant le crédit d'entreprise de meilleure qualité (IG) par rapport au plus risqué (HY). Nous maintenons encore un biais positif sur les actions américaines vu la persistance de l'exceptionnalisme américain sur le plan économique et politique, mais nous diversifions le risque en revenant sur les actions japonaises.

Notre préférence va vers les obligations d'État, qui offrent un portage raisonnable et ont la capacité à servir de valeur refuge dans ces marchés potentiellement plus volatiles. C'est surtout le cas pour les obligations européennes, alors que l'incertitude sur le bon niveau des taux est plus forte pour les États-Unis.

Actions	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
zone euro	Négatif	-
Europe hors Euro	Négatif	-
Reste Europe	Négatif	-
États-Unis	Neutre	-
Japon	Neutre	+
Chine	Neutre	=
Marchés émergents	Neutre	=

Nous pensons que cette classe d'actifs, qui a bien délivré en 2024, va continuer de bénéficier d'un environnement favorable. D'une part les marchés boursiers devraient continuer de résister, même s'ils progresseraient moins fortement. D'autre part, les paramètres techniques des obligations convertibles sont à des niveaux très attractifs (volatilité implicite assez limitée et spreads de crédit qui offrent encore un bon niveau de portage).	- Nous réduisons le risque actions à la suite de la hausse rapide des valorisations depuis le début de l'année, qui les rendent assez chères. Cela dit, notre scénario macro et la forte capacité bénéficiaire des entreprises restent favorables à plus long terme. Les publications de résultats du T4 le montrent bien, avec près de 80% de surprises positives aux États-Unis (contre 75% historiquement) et 62% en Europe (contre 55%). - Les droits de douanes restent une épée de Damoclès sur certaines zones, en particulier sur la zone euro qui n'a pas encore été concrètement impactée. Certains secteurs comme les produits de luxe ou le secteur automobile nous semblent particulièrement à risque. C'est d'ailleurs la clé de notre préférence réitérée pour les actions américaines, ces dernières réalisant près de 2/3 de leur chiffre d'affaires localement contre 39% pour les sociétés européennes. - Nous neutralisons notre vue prudente sur les actions japonaises compte tenu d'une forte contreperformance accumulée depuis de nombreux mois, avec une devise qui aurait dû aider et une valorisation de nouveau en ligne avec l'Europe. Nous conservons notre neutralité sur les émergents en général, et en particulier sur la Chine. Nous attendons peu de nouvelles dans les semaines à venir.
---	--

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	=

- La faible visibilité liée à l'administration Trump 2.0 nous conduit à maintenir une neutralité sur le marché américain. En revanche, nous restons constructifs sur le marché obligataire de la zone euro. Premièrement, les émissions d'obligations publiques, d'ailleurs très bien absorbées en janvier, vont décroître dans les prochains mois. Deuxièmement, la détente monétaire qui va se poursuivre pourrait être plus agressive qu'anticipé, c'est-à-dire sous le taux neutre. Cela serait notamment le cas si de nouvelles taxes douanières imposées par les États-Unis étaient décidées car elles fragiliseraient davantage la croissance européenne sans impacter fortement l'inflation (contrairement aux États-Unis).
- En outre, nous conservons une vue positive sur les dettes périphériques pour capter leur portage positif, même si les primes de risque sont assez basses. En revanche, malgré le vote du budget pour cette année, nous restons prudents sur la France qui souffre toujours d'une situation politique et budgétaire dégradée.

- Le mois de janvier a été positif pour les spreads de crédit qui se sont encore resserrés. Le marché primaire, bien qu'en retrait par rapport au mois de janvier 2024, a été important mais a rencontré une demande forte permettant aux émetteurs de ne devoir concéder que de faibles primes. La saison des résultats en cours confirme la bonne santé des entreprises et des institutions financières.
- Mais le niveau de valorisation et surtout la faible visibilité sur les politiques douanières des USA, couplée à une volatilité qui pourrait revenir sur les marchés nous amènent à réduire notre positionnement sur le crédit de qualité à la neutralité (IG, en Euro comme en Dollar). Nous passons négatifs sur le crédit le plus risqué (HY) du fait de valorisations encore plus tendues tout en gardant en tête que le portage important reste un facteur d'attractivité dans un monde où les taux d'intérêts des États sont moins élevés.

Crédit	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
IG zone euro	Neutre	=
Cross Over zone euro	Neutre	=
HY zone euro	Négatif	=
IG États-Unis	Neutre	-

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

- Les dernières réunions de la BCE et de la FED et le différentiel de taux courts continuent à soutenir le dollar, avec des taux durablement plus favorables au dollar. Le mix croissance/inflation et les risques politiques (notamment en lien avec les décisions de D. Trump) vont aussi dans le sens d'un dollar fort. Nous pensons donc que le dollar pourrait encore se renforcer à court terme (cible tactique sur l'EURUSD à 1,02). Cela dit, la valorisation et le positionnement élevé sur le dollar ainsi que la réduction de l'écart de croissance que nous prévoyons à moyen terme sont des forces de rappel.
- Sur les matières premières, l'OPEP + a décidé de maintenir son calendrier de hausse progressive de la production, malgré les pressions exercées par Donald Trump en faveur d'une augmentation rapide. Cette position devrait être plus importante que la hausse de la production américaine à court terme et permettre de stabiliser les prix du pétrole. Après une forte hausse en 2024, le prix de l'or pourrait connaître une consolidation compte tenu d'un environnement de taux réels qui restent élevés, même si les tensions géopolitiques restent un soutien.

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.