



# STRATÉGIE & INVESTISSEMENT

LBPAM

Sebastian Paris-Horvitz  
Directeur de la recherche

Xavier Chopard  
Recherche & Stratégie

Mars 2025

## Des perspectives changeantes dans un monde très incertain

Au début du second mandat de D. Trump, les politiques mises en œuvre sont moins pro-business et davantage jusqu'au-boutistes que nous (et a fortiori le marché) l'anticipions. Dans le même temps, les changements de politiques extérieures américaines poussent l'Europe à répondre bien plus rapidement et fortement que l'on pouvait imaginer.

Cela change notablement les perspectives macro. Nous intégrons désormais dans notre scénario davantage de droits de douane, en particulier sur les alliés des États-Unis, une politique budgétaire américaine plus déstabilisante pour l'économie et une confiance plus faible. Cela entraînerait un ralentissement plus rapide et un peu plus marqué des États-Unis et une inflation plus persistante.

Nous intégrons aussi les plans d'investissements publics massifs annoncés en Europe, et en particulier en Allemagne. Ces plans augmentent les perspectives d'activité à moyen terme même si ce soutien sera progressif et que les risques liés à la guerre commerciale dominant à court terme.

Avant l'impact de ces changements politiques, les dernières données indiquent que la croissance mondiale ralentit légèrement en début d'année, mais devient plus équilibrée. Les États-Unis et les services sont un peu moins dynamiques, mais la croissance résiste dans le reste du monde et le cycle industriel se reprend enfin, du moins avant l'escalade des tensions commerciales.

Au total, l'écart de performance économique entre les États-Unis et l'Europe devrait se réduire plus rapidement et plus nettement, avec une convergence de la croissance vers 1,5% au cours des prochains trimestres. En Chine, les autorités ciblent une croissance stable en augmentant le soutien budgétaire pour compenser les vents contraires extérieurs, ce qui est plutôt une source de stabilité dans cet océan d'incertitudes.

L'inflation a repris sa décélération qui reste lente et incomplète, notamment aux États-Unis. En effet,

l'inflation cœur devrait rester au-dessus de 3% outre-Atlantique dans les prochains trimestres alors qu'elle devrait revenir en zone euro vers la cible de 2% d'ici un an. D'autant que le risque de choc énergétique a plutôt reculé dernièrement.

La Fed fait une pause dans les baisses des taux directeurs depuis le début de l'année. Cela dit, le ralentissement économique plaide pour une reprise de légères baisses de taux à partir de l'été, ramenant le taux directeur juste en dessous de 4%. La BCE poursuit ses baisses, mais pourrait ralentir un peu le rythme maintenant que les taux ont déjà été réduits de 150pb depuis un an. Elle devrait ramener son taux vers 2% cette année.

La remise en cause de l'exceptionnalisme américain pèse sur les actifs risqués américains, qui étaient très chers. Cela pourrait continuer tant que la politique économique américaine ne devient pas plus favorable. Au contraire, l'amélioration des perspectives européennes est haussière pour les actions et les taux d'intérêt européens. Mais beaucoup de bonnes nouvelles sont déjà intégrées dans les prix alors que de nombreuses incertitudes planent encore à court terme, ce qui nous pousse à une certaine prudence tactique en Europe.

Dans ce contexte, nous réduisons encore un peu notre exposition aux actifs risqués, en particulier aux actions et au crédit américain, tout en restant constructifs sur les perspectives des actifs européens à moyen terme.

Par  
Sebastian PARIS-HORVITZ,  
Responsable de la recherche  
[sebastian.parishorvitz@lbpam.com](mailto:sebastian.parishorvitz@lbpam.com)  
Tel. (+33) 1 57 24 22 05  
et  
Xavier CHAPARD,  
Stratégiste  
[xavier.chapard@lbpam.com](mailto:xavier.chapard@lbpam.com)  
Tel. (+33) 1 57 24 26 58

## NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

### Economie

**La croissance mondiale ralentit un peu début 2025, mais est mieux répartie.** Après deux ans de croissance élevée, la croissance américaine et l'activité dans les services se normalisent. Mais la croissance européenne résiste, même si elle reste limitée. Aussi, le cycle industriel mondial s'améliore enfin. La conjoncture chinoise reste globalement stable, mais dépendante du soutien des autorités.

**Les politiques américaines sont moins pro-business et plus jusqu'au-boutistes qu'anticipé, ce qui pèse sur les perspectives américaines et pousse les Européens à réagir. L'écart de performance entre les États-Unis et l'Europe pourrait donc se réduire notablement dans les prochains trimestres.**

L'optimisme post-élection fait place rapidement à une hausse des incertitudes aux États-Unis, qui pèse déjà sur la consommation et l'investissement. Les hausses de droits de douane, notamment sur les alliés, et la désorganisation du gouvernement fédéral devraient ralentir davantage l'activité. La croissance pourrait passer sous les 2% dans les prochains trimestres.

En zone euro, l'attentisme fait place à un activisme politique historique. Le virage budgétaire en Allemagne devrait augmenter les dépenses militaires et l'investissement public de l'ordre de 2 points (pt) de PIB dans les 10 prochaines années. En même temps, les Européens s'engagent à augmenter fortement leurs dépenses militaires, de l'ordre de 1pt de PIB. Cela devrait soutenir nettement la croissance européenne à moyen terme, même si la montée en charge de ces plans sera dans un premier temps graduelle et que les risques liés aux droits de douane américains restent importants.

En Chine, les autorités maintiennent la cible de croissance stable à 5% et augmentent le soutien budgétaire, ce qui limite les risques de ralentissement brutal malgré les vents contraires extérieurs.

**Côté banques centrales, la BCE a déjà ramené son taux directeur de 4 à 2,5%,** et reste confiante dans le retour de l'inflation à la cible d'ici un an, surtout maintenant que les prix de l'énergie baissent un peu et que les salaires commencent enfin à ralentir. **La BCE devrait continuer de baisser ses taux directeurs, mais de façon plus limitée désormais, ramenant le taux directeur vers 2% au cours des**

**prochains trimestres,** ce qu'on estime comme étant proche du niveau d'équilibre.

**La Fed fait une pause dans les baisses de taux** depuis le début de l'année, à cause de la résilience du marché du travail et de la persistance des pressions inflationnistes au-dessus de 3%. Sa tâche se complique avec le ralentissement de la croissance alors même que les droits de douane pourraient réveiller les risques sur l'inflation. Dans ce contexte, **nous pensons que la Fed devrait attendre l'été avant de reprendre des baisses de taux limitées.**

### Marchés

**L'incertitude politique et géopolitique favorise une volatilité accrue sur les marchés** entraînant des divergences importantes à l'intérieur des classes d'actifs en fonction des zones géographiques. La remise en cause de l'exceptionnalisme américain pèse fortement sur les actions américaines alors que l'espoir d'une relance allemande et européenne favorise une hausse rapide des taux d'intérêt et des actions européennes. Ces hausses sont justifiées vu les changements politiques historiques. Mais, la force et la rapidité de la réaction du marché nous pousse à une certaine prudence à court terme.

**Nous devenons prudents sur les actifs risqués américains (actions et crédit).** S'ils ont commencé à s'ajuster, ils restent très chers et pourraient continuer de souffrir. En effet, les perspectives de croissance ont été revues à la baisse et le gouvernement américain ne semble pas enclin à modifier ses politiques budgétaires et protectionnistes.

**Nous sommes plus positifs à moyen terme sur les actifs risqués européens** qui étaient jusque-là décotés. Ils bénéficient d'une amélioration structurelle des perspectives de croissance alors que la politique monétaire n'est plus un frein. Mais **nous sommes prudents à très court terme sur les actions** qui ont rebondi très rapidement alors que le risque de guerre commerciale reste très présent.

**Nous préférons les obligations souveraines et le crédit de qualité en Europe,** qui offrent un portage attractif après la forte hausse des taux. Ils ont aussi la capacité d'absorber la volatilité des actifs risqués. Toutefois, il s'agit d'être assez agile sur ces classes d'actifs, dans un contexte de taux volatiles, mais sans grande tendance.

## 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	=

Malgré les fortes incertitudes à court terme, nous sommes raisonnablement constructifs pour les marchés en 2025 malgré le potentiel d'appréciation plus limité après deux années très positives.

Devant les inquiétudes de court terme, nous renforçons notre prudence sur les actions des deux côtés de l'Atlantique. Les actions américaines souffrent d'une dégradation des perspectives économiques à cause des politiques moins pro-business et plus protectionnistes qu'attendues. Vu les niveaux de valorisation encore élevés, la consolidation des actions américaines peut se poursuivre. Pour les actions européennes, notre prudence reflète une position tactique de court terme après le fort rallye de fin 2024/début 2025, même si les perspectives de moyen terme sont plus favorables.

Les taux ont fortement progressé en Europe à la suite des annonces des plans d'investissement public et de dépenses militaires considérables en Allemagne, ce qui nous semble justifié mais déjà largement intégré dans les prix des actifs. Notre préférence va donc vers les obligations d'État des pays cœurs et sur le crédit européen de qualité, qui offrent un portage raisonnable et ont la capacité à servir de valeur refuge dans ces marchés potentiellement plus volatiles. Nous sommes en revanche plus prudents sur les dettes périphériques et très sélectifs sur le crédit plus risqué (HY).

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

- Alors que nous pensons que la nouvelle administration américaine allait soutenir les entreprises par la mise en place de nouvelles baisses d'impôts (promesse de campagne de D. Trump), nous abaissons notre niveau de confiance sur ce facteur. En même temps, nos craintes sur les politiques protectionnistes montent. Cela pèse sur les perspectives de croissance aux États-Unis, nous pensons que le S&P 500 pourrait continuer de consolider vu qu'il reste assez cher.
- Les perspectives de moyen terme sont favorables pour les actions européennes, aidées par la reprise économique, les baisses de taux de la BCE et le plan de relance allemand. Mais le marché a déjà acheté beaucoup de bonnes nouvelles, poussant les valorisations au-dessus de leur moyenne historique malgré les risques de tensions commerciales élevés. Cela nous pousse à la prudence à court terme.
- Nous préférons les actions émergentes et surtout japonaises, qui sont moins chères et pourraient donc mieux résister aux incertitudes liées à la politique protectionniste américaine.

• Les convertibles ont bien commencé 2025 et restent intéressantes, car elles sont à des niveaux de valorisation attractifs et leur convexité est un atout en période d'incertitude pour traverser les à-coups de marché. Le dynamisme du marché primaire depuis le début de l'année est aussi de bon augure. Mais le potentiel réduit sur les marchés actions à court terme nous pousse à être neutre à court terme.

Convertibles	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Convertibles	Neutre	-

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

- La faible visibilité liée à l'administration Trump 2.0, avec des risques baissiers sur la croissance, mais haussier sur l'inflation, nous conduit à maintenir une neutralité sur le marché américain.
- En revanche, nous restons constructifs sur le marché obligataire de la Zone euro après la forte hausse des taux qui a suivi l'annonce du plan de relance allemand et des hausses de dépenses militaires. Si ces facteurs justifient des taux durablement plus élevés, c'est déjà bien intégré dans les prix. D'autant que les émissions de dette vont décroître dans les prochains mois, que la BCE devrait encore baisser un peu ses taux directeurs et que le risque de guerre commerciale pourrait favoriser les actifs refuges comme les dettes des pays cœurs.
- Cela dit, nous devenons plus prudents sur les dettes périphériques (et de la France) qui offrent des primes de risque réduites et pourraient souffrir de la hausse des dépenses publiques militaires et du niveau durablement plus élevé des taux.

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

- Malgré la volatilité des marchés et la hausse des taux, le crédit européen s'est bien tenu et les émissions ont été très bien absorbées, soutenues par les flux toujours entrants sur la classe d'actif.
- La résistance de la croissance européenne, l'amélioration des perspectives de moyen terme et les fondamentaux solides des entreprises limite les risques de défaut. Vu le niveau de portage, nous passons positifs sur le crédit européen IG et neutre sur le HY, qui reste beaucoup plus cher, tout en étant très sélectif en termes de secteurs.
- Coté US, nous renforçons notre prudence, cette zone économique étant plus impactée par les risques liés aux politiques économiques de D. Trump.

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

- L'amélioration attendue des perspectives économiques dans la zone euro, soutenue par une forte augmentation des dépenses publiques notamment en Allemagne, a entraîné un rebond marqué de l'euro par rapport au dollar. Surtout que la croissance américaine ralentit. Dans ce contexte, nous relevons la cible sur l'eurosd à 1,06, ce qui reste toutefois au-dessous du niveau actuel. En effet, les risques liés aux droits de douane et l'ampleur de leur impact sur les exportateurs européens pourraient entraîner un affaiblissement de l'euro à court terme.
- Du côté des matières premières, l'OPEP + a annoncé son intention de revenir à partir d'avril sur une partie des coupes volontaires de production instaurées par le cartel depuis 2022, cédant ainsi aux demandes du président américain. Cette annonce a eu pour effet de peser sur le prix du baril dans un contexte de demande limitée. Nous anticipons une stabilisation des cours autour de 70 USD compte tenu des sanctions supplémentaires annoncées par les US à l'égard de l'Iran et du Venezuela.
- Malgré un environnement de taux élevé, l'Or devrait se stabiliser compte tenu d'un contexte géopolitique incertain.

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.