

MAI 2025

BAISSE DES RISQUES EXTRÊMES, MAIS UNE PARTIE DU MAL EST FAIT

Le début du second mandat de D. Trump est assez chaotique, notamment par son volet protectionniste. Après avoir annoncé une série de hausses tarifaires ciblées, le président américain a surpris les marchés en instaurant un droit de douane unique de 10 % sur l'ensemble des importations, tout en multipliant les exemptions et en réorientant sa stratégie vers la négociation. L'attaque de la Fed, qui avait fortement pesé sur les actifs américains, s'est également calmée.

Au total, les reculs de l'administration depuis mi-avril réduisent les risques de scénario très négatif et de choc financier, et suggèrent que le pic de l'incertitude est probablement passé. Mais le choc tarifaire et le choc de confiance restent historiques et il est probable que l'incertitude reste anormalement élevée dans les prochains mois. Les chocs actuels interviennent alors que l'économie mondiale était relativement robuste, ce qui va renforcer le contraste entre le début de l'année et le reste de 2025.

Aux États-Unis, l'économie devrait ralentir fortement alors que l'inflation va remonter dans le reste de l'année. En effet, les hausses tarifaires sont une taxe sur les ménages comme sur les entreprises, et le choc d'incertitude pousse à l'attentisme. Toutefois, il est probable que la Fed aide un peu à partir de l'été et que le budget apporte, en 2026, un peu de soutien à l'économie avec des baisses d'impôts.

La reprise de la croissance de la zone euro, qui commençait à se matérialiser depuis quelques mois, risque d'être retardée par les chocs extérieurs. Toutefois, la baisse des prix de l'énergie et des taux de la BCE à court terme ainsi que les plans de hausse des investissements publics à plus long terme permettent de rester plutôt optimiste au-delà de l'été.

Nous pensons voir une convergence rapide de la croissance entre la zone euro et les États-Unis, mais une divergence de l'inflation à court terme. En effet, les chocs sont principalement déflationnistes pour la zone euro ce qui

devrait favoriser le retour de l'inflation vers la cible de 2% d'ici la fin de l'année.

En Chine, les autorités sont prêtes à fortement stimuler l'économie intérieure pour limiter l'impact de la guerre commerciale, ce qui devrait limiter nettement le ralentissement cette année.

Face au choc stagflationniste, la Fed devrait encore rester en pause en attendant que les chiffres d'emploi se dégradent et que les anticipations d'inflation se stabilisent, avant de reprendre son assouplissement monétaire prudent (nous incluons 3 baisses de taux à partir de l'été). La BCE, moins contrainte, devrait poursuivre ses baisses et ramener ses taux sous 2% d'ici l'automne.

Le contexte d'incertitude persistante mais de baisse des risques extrêmes favorise des marchés évoluant dans une large fourchette mais sans tendance marquée, que ce soit pour les taux comme pour les actions. Ces conditions plaident pour une grande flexibilité en fonction des variations de l'appétit pour le risque. Après le fort rebond des actifs risqués et la baisse des taux longs fin avril, nous restons prudents sur les actions et privilégions le crédit européen à court terme. Mais nous restons à l'affût des opportunités sur les actifs plus risqués si l'optimisme des marchés se réduit un peu.

A moyen terme, la remise en cause de l'exceptionnalisme américain de ces dernières années devrait peser en relatif sur les actifs américains qui restent chers. Néanmoins, ce mouvement ne sera pas une ligne droite et il a déjà été marqué dernièrement, d'où notre neutralité à court terme.



Sebastian PARIS-HORVITZ,
Responsable de la recherche
sebastian.parishorvitz@lbpam.com



Xavier CHAPARD,
Stratégiste
xavier.chapard@lbpam.com

NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

Economie

La croissance mondiale a ralenti un peu début 2025, notamment à cause de la consommation américaine moins porteuse. Mais elle restait assez solide, en partie en raison de l'avancée de l'activité industrielle en anticipation des hausses de droits de douane. Ainsi, le PIB américain a stagné au T1 en raison des importations, mais la demande domestique n'a ralenti que légèrement. En parallèle, la croissance a accéléré en Europe et est restée dynamique en Chine à 5,4%, tirée par l'industrie.

Les premières données économiques pour avril n'indiquent pas de changement abrupt de la trajectoire économique. Mais les indicateurs de confiance ont chuté massivement, pour les ménages comme pour les entreprises et à travers le monde.

D'un côté, les reculs de l'administration américaine depuis mi-avril face aux tensions sur les marchés, que ce soit sur les mesures tarifaires (avec la suspension des droits de douane réciproques supérieurs à 10% et l'exclusion de davantage de biens des tarifs) ou la remise en cause de l'indépendance de la Fed, **réduisent les risques de scénario très négatif et de choc financier.**

De l'autre, les chocs tarifaires et de confiance restent historiques (notamment les tarifs de 10% sur quasiment tous les pays et de plus de 100% sur la Chine) et devraient entraîner un net ralentissement de l'activité mondiale et une divergence de l'inflation entre les USA et le reste du monde dans le reste de l'année.

Nous pensons que les prochaines données devraient montrer que la confiance ne reste pas aussi dégradée qu'en avril mais que l'activité ralentit plus nettement à l'approche de l'été.

Les États-Unis devraient être les plus touchés par les chocs politiques domestiques, avec une croissance que nous anticipons quasi-nulle dans le reste de l'année alors que l'inflation devrait repartir à la hausse et s'approcher de 4% vers la fin de l'année. **Cela contraindrait la Fed à attendre au moins jusqu'à l'été des signes tangibles de dégradation de l'emploi avant de baisser prudemment ses taux**, probablement trois fois cette année. Le risque de récession a nettement diminué après les premiers reculs de Trump mais n'est pas écarté.

En zone euro, dans l'état, l'impact de ces tarifs sera surtout négatif sur la croissance, retardant la reprise jusqu'à la fin de l'année, mais devrait avoir peu d'effet sur l'inflation. D'autant que, dans le même temps, les prix de l'énergie ont

baissé et que l'euro s'est apprécié. La région pourrait aussi en partie combler le choc sur l'activité grâce aux premiers effets des nouvelles dépenses budgétaires en Allemagne et dans d'autres pays, notamment orientés à soutenir l'industrie de la défense. Dans ce cadre, **la BCE devrait continuer à baisser un peu ses taux directeurs** qui passeraient légèrement en territoire accommodant à la fin de l'été (i.e. sous 2%). Et le caractère déflationniste du choc lui permettrait de baisser davantage les taux si les effets sur la croissance étaient plus marqués qu'anticipé.

Pour la Chine, les tarifs viennent bloquer un des piliers de son expansion, ses exportations. Néanmoins, les tarifs ne resteront probablement pas aussi élevés qu'actuellement et les autorités semblent vouloir démontrer qu'elles peuvent soutenir la demande intérieure pour contrer le choc extérieur.

Marchés

Les marchés ont rapidement intégré la baisse des risques extrêmes et les possibles premiers accords commerciaux avec certains pays, de telle sorte que les actions et les taux américains sont revenus à leur niveau de début avril après le stress du milieu du mois. Cela dit, le dollar reste nettement en baisse et les taux européens assez bas grâce à la demande de valeur refuge.

Si nous pensons que le risque de forte correction des actions et des obligations a diminué, il nous semble que le marché est de nouveau assez optimiste. Les valorisations sont assez élevées, surtout les actions, alors que la croissance et les profits des entreprises doivent encore être revus nettement à la baisse et que la Fed devrait rester en pause jusqu'à l'été.

Dans ce contexte, nous restons prudents sur les actions, mais flexibles en cas de légère consolidation. Nous sommes neutres sur les obligations souveraines car nous anticipons des taux sans grande tendance, et revenons sur le crédit d'entreprise de qualité en Europe qui devrait bien résister. Les actifs américains restent survalorisés en relatif et pourraient donc continuer de souffrir de la fin de « l'exceptionnalisme » américain à moyen terme. Cela dit, leur baisse a été rapide et ils pourraient se stabiliser à court terme, notamment dans le cas où l'administration remet le focus sur des mesures plus pro-business (baisse de taxe, dérégulation...).

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	Négatif	+
Monétaire	Positif	=

Le mois d'avril fût riche en enseignements sur la personnalité de D. Trump, et sa capacité à négocier. Il laisse entrevoir une rigidité moins extrême que ses discours et ses premières actions ne le laissaient supposer. Les investisseurs ont été soulagés par la baisse des risques extrêmes. Pour autant, le caractère imprévisible du président des États-Unis subsiste et maintient la méfiance des entreprises comme des consommateurs, et les droits de douane sont nettement plus élevés qu'anticipé après l'élection. Cela va continuer à impacter à la baisse les perspectives de croissance.

Dans ce cadre, nous sommes prudents sur les marchés actions des pays développés à moyen terme, notamment après le fort rebond récent, et reviendrons sur des niveaux plus attractifs si le contexte s'éclaircit. Conservons-nous notre biais positif ? Sur les actions émergentes oui, notamment asiatiques. Nous reprenons du risque sur les obligations de crédit européennes de catégorie d'investissement, au détriment des obligations souveraines cœurs qui ont bien joué leur rôle de valeur refuge, contrairement aux obligations américaines. Nous aimons les obligations des États périphériques en Europe.

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	=

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

- Alors que les indicateurs techniques sont revenus sur un territoire plus neutre après la hausse des indices fin avril, ce sont désormais les tendances de génération de profits qui nous inquiètent.
- Le début de la saison de publication des résultats des entreprises est très correct pour le T1 (75% de surprises positives en ligne avec les moyennes historiques aux États-Unis). Mais les guidances des entreprises sont très faibles et incertaines, entraînant des révisions à la baisse des perspectives de profits. Cela devrait se poursuivre du fait du ralentissement économique lié aux tarifs douaniers.
- La dégradation des conditions macro-économiques devrait également peser, et nous fait penser que les valorisations sont revenues à un niveau trop élevé, alors que la Fed est contrainte par les risques inflationnistes.
- Nous restons donc prudents sur les développés dans leur ensemble (Europe, zone également impactée négativement par la force de l'Euro et l'exposition à l'économie américaine, et États-Unis). Nous abaissons également nos prévisions sur le Japon du fait de la force de la devise.
- Seuls les Emergents, en particulier en Asie, semblent plus préservés, notamment en Chine du fait de potentiels plans de relance et de valorisation raisonnables.

- Après de bonnes performances en début d'année, les obligations convertibles ont bien résisté malgré des marchés actions baissiers. Cette classe d'actifs devrait bénéficier d'un environnement toujours favorable malgré le manque de visibilité sur les marchés actions, car elle bénéficie de valorisations attractives et parce que leur convexité est un atout pour traverser les à-coups de marché en période d'incertitude.

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

- Si les incertitudes persistent et que les perspectives économiques sont limitées, il semble que le risque des scénarios extrêmes sur la politique tarifaire américaine et sur la remise en cause de la Fed a nettement diminué depuis mi-avril. Cela justifie, selon nous, le fait que le crédit, notamment européen, a récupéré une grande partie de son écartement de début avril.
- Désormais, la valorisation du crédit intègre une prime d'incertitude raisonnable mais pas très importante, notamment aux États-Unis qui sont les premiers impactés par les changements de politiques économiques.
- Dans ce contexte où les agents essaient encore d'y voir clair sur l'impact précis en termes d'inflation et de croissance dans les différentes zones géographiques, nous conservons notre préférence pour le segment IG en Europe et une certaine prudence sur le crédit plus risqué (HY) ainsi que sur le crédit américain.

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

- Alors que les marchés obligataires ont été très affectés par la politique douanière de Trump et de ses revirements en avril, nous estimons que ces impacts pourraient se corriger même si le contexte global reste très incertain.
- Ainsi, nous retrouvons un peu de valeur dans les titres du trésor américain qui ont souffert de la forte défiance à l'égard des actifs en dollar. Ce potentiel est également lié à notre vue plus pessimiste sur l'économie américaine, qui devrait commencer à ralentir plus nettement à présent.
- En revanche, les taux allemands pourraient perdre un peu de la prime de valeur refuge qu'ils ont accumulé récemment. Les taux de la zone euro intègrent d'ailleurs une politique monétaire future de la BCE qui nous semble très accommodante par rapport à notre scénario de résilience économique.
- Le contexte de poursuite de baisse des taux en zone euro et une certaine accalmie de la volatilité de marché militent en faveur des dettes souveraines périphériques. Enfin, les anticipations d'inflation euro actuelles prennent en compte les nombreux facteurs désinflationnistes (baisse de l'énergie, force de l'euro...) et deviennent, par conséquent, attractives.

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	Négatif	=

- La dépréciation récente du dollar, due aux incertitudes liées à la politique économique et internationale des États-Unis, pourrait s'essouffler à court terme. Les reculs de l'administration sur les politiques les plus extrêmes et la prudence de la Fed face aux risques inflationnistes pourraient favoriser une consolidation de la parité EURUSD sur les niveaux de 1,13 à court terme. Cela dit, le dollar reste cher et le potentiel de dépréciation à plus long terme reste important.
- Les craintes sur la croissance et le changement de tactique de l'OPEP+ (de la défense des prix vers une défense des parts de marchés) ont poussé le pétrole à un plus bas depuis 2021. A ces niveaux, il y a des forces de rappel selon nous dans un scénario où une récession globale est évitée. Notamment la profitabilité des producteurs américains est affectée. Avec la saisonnalité favorable dans les prochains mois, le prix du baril pourrait se reprendre un peu à court terme.
- Malgré un environnement de taux élevés, 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.