

JUIN 2025

DES MARCHES OPTIMISMES MALGRE DES INCERTITUDES PERSISTANTES

L'incertitude recule un peu depuis que l'administration américaine est revenue sur les mesures protectionnistes les plus extrêmes et qu'elle pousse pour une politique budgétaire encore plus accommodante que prévu. D'autant que l'économie mondiale a bien résisté début 2025, même si elle ralentit de nouveau graduellement.

Cela dit, les politiques économiques américaines restent assez chaotiques et maintiennent une incertitude anormalement élevée, alors que le choc des droits de douane demeure historique. De plus, ce choc exerce une pression inflationniste pour les États-Unis, ce qui pousse la Fed à maintenir des taux élevés plus longtemps.

Dans ce contexte, le choc de confiance, sur des conditions financières, est moins extrême qu'en avril, ce qui réduit le risque de récession et de correction des marchés financiers. Mais l'économie mondiale devrait tout de même ralentir nettement durant le reste de cette année, et ne redémarrer que progressivement l'année prochaine. D'autant que les marges de manœuvres budgétaires sont plus réduites que par le passé, ce qui se traduit par une pression persistante sur les taux longs.

Aux États-Unis, l'économie devrait ralentir fortement dans la seconde partie de l'année, au moment où l'impact des droits de douane fera remonter l'inflation au-delà de 3%. L'ampleur précise de ces évolutions reste incertaine et dépendra des évolutions encore à venir de la politique commerciale, de l'accord budgétaire final au Congrès et de la réaction des ménages et des entreprises aux chocs du début d'année. La Fed devrait attendre plus de clarté avant de reprendre ses baisses de taux (probablement pas avant la fin de l'automne).

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, à court terme, la baisse des prix de l'énergie et des taux de la BCE ainsi que les plans de hausse des investissements publics, dont les effets se feront sentir à plus long terme, permettent de rester plutôt optimistes au-delà de l'été.

Nous projetons une convergence partielle mais rapide de la croissance entre la zone euro et les États-Unis. En revanche, l'inflation va diverger 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. Cela permet à la BCE de ramener ses taux sous les 2%.

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

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 légère détente des taux longs depuis un mois, nous restons prudents sur les actions et neutre sur les obligations. Nous restons à l'affût des opportunités sur les actifs plus risqués si l'optimisme des marchés se réduit un peu. Et nous renforçons encore notre positionnement sur les obligations privées, qui offrent encore des primes de crédit un peu supérieures à leur niveau de début d'année alors que la solidité des entreprises limite les risques.

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, comme déjà remarqué 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 reste tout de même assez résiliente, grâce à la dynamique de reprise mondiale qui était favorable avant les chocs politiques mais aussi à l'avancée de l'activité en prévision 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 le second trimestre suggèrent une poursuite du ralentissement qui reste toujours graduel. Par ailleurs, les indicateurs de confiance ont rebondi partiellement en mai, après leur chute massive de mars-avril. Mais ils restent à des niveaux faibles pour les ménages comme pour les entreprises et à travers le monde.

D'un côté, les nouveaux reculs de l'administration américaine face aux tensions sur les marchés (notamment la désescalade avec la Chine) **et les perspectives d'assouplissement des politiques budgétaires** (aux États-Unis, en Allemagne, en Chine...) réduisent les risques de récession et de choc financier et soutiennent un peu les perspectives pour l'année prochaine.

De l'autre, le choc tarifaire historique (avec une hausse de 2,5% vers plus de 15% des droits de douane moyen aux États-Unis) et la très forte incertitude forcent la Fed à maintenir une politique restrictive plus longtemps. Par ailleurs, les soutiens budgétaires atteignent leur limite dans un contexte de vigilance des marchés obligataires face à la dégradation des finances publiques. Cela devrait entraîner un net ralentissement de l'activité mondiale, surtout aux USA, et une divergence de l'inflation entre les USA et le reste du monde dans le reste de l'année, avant une reprise limitée l'année prochaine.

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 partir de l'été.

Nous anticipons toujours des baisses de taux de la Fed. Mais, elles seront limitées et seulement à partir de la fin de l'année

(vers une cible de 3,6% d'ici mi-2026). La Fed attendrait que l'inflation cesse d'augmenter et que les données d'emploi se dégradent visiblement avant d'agir.

En zone euro, 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. Dans ce cadre, **la BCE devrait encore baisser légèrement ses taux directeurs** qui passeraient légèrement en territoire accommodant à la fin de l'été (i.e. sous 2%).

Marchés

Les marchés ont rapidement intégré la baisse des risques extrêmes, notamment quant aux tarifs, et les soutiens budgétaires dans nombre de pays. Les actions sont globalement revenues proches de leur point haut historique de février alors que les taux longs sont volatiles mais sans grande tendance.

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 actions ont nettement augmenté et sont de nouveau un peu tendues, surtout à un moment où la croissance des profits des entreprises ralentit et où la Fed maintient des taux assez élevés. Les primes de crédit se sont aussi nettement réduites mais elles restent un peu au-dessus de leur niveau de début d'année.

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. Nous renforçons notre surpondération sur le crédit d'entreprise, qui offre encore un peu de prime face à des risques qui ont diminué, mais nous restons très sélectifs.

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 de mesures plus pro-business.

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 de mai a prolongé la période de soulagement des investisseurs face au recul de D. Trump sur ses politiques protectionnistes et aux propositions budgétaires expansionnistes pour l'année prochaine. En outre, les données économiques ont encore été porteuses, apportant leur lot de surprises positives. Les marchés ont rebondi d'environ 5% globalement, le marché américain en tête pour une fois. Pour autant, nous continuons à anticiper pour les 3 mois à venir un fléchissement de la croissance mondiale, reflet des hausses actées de tarifs et la confiance dégradée des agents économiques.

Dans ce cadre, nous restons prudents sur les marchés actions des pays développés, qui se sont nettement renchérissés, et nous reviendrons à des niveaux plus bas, ou si le contexte continue de s'éclaircir. Nous conservons notre biais sur les actions émergentes, notamment asiatiques. Nous conservons notre surpondération du crédit privé européen de qualité (IG) et retournons aussi sur les obligations à haut rendement et américaines car le risque de récession semble s'éloigner. Cette position se fait toujours au détriment des obligations souveraines cœur. Nous aimons les obligations des Etats périphériques.

Actions	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle	- Alors que les fondamentaux restent globalement stables sur le mois pour les principales zones, marqués par une stabilisation - post fin de saison de publication - des attentes de bénéfices par action (BPA) à 12 mois, le point notable est la hausse sensible des valorisations. En Europe, les niveaux de P/E sont à leur 97e percentile sur 10 ans hors crise Covid, et les primes de risques actions sont, pour l'ensemble des pays développés, particulièrement faibles après la hausse des rendements obligataires. - Nous avons également des flux négatifs sur les ETFs pour certains pays comme le Japon, et un net ralentissement pour les États-Unis. En Europe, la situation est plus confuse avec des flux positifs, mais, à ce jour, toujours concentrés sur les investisseurs locaux. - Notre vue reste donc modérément prudente sur les indices développés, à la fois en Europe et aux États-Unis. Nous abaissons encore une fois notre vue sur le Japon compte tenu de nos anticipations de hausse de la devise. - Nous restons en relatif bien plus positifs sur les Emergents dont les valorisations sont raisonnables et les croissances de bénéfices plus marquées alors que le contexte obligataire est lui aussi plus favorable (baisse des taux en Chine). De plus certains pays de la zone semblent plus protégés des remous du commerce mondial comme le Latam ou l'Inde.
Zone euro	Négatif	=	
Europe hors Euro	Négatif	=	
Reste Europe	Négatif	=	
États-Unis	Négatif	=	
Japon	Neutre	-	
Chine	Neutre	+	
Marchés émergents	Neutre	+	Après de bonnes performances en début d'année, les obligations convertibles, la classe d'actif devrait bénéficier d'un environnement toujours favorable malgré le potentiel limité des 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.
Convertibles	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle	
Convertibles	Neutre	=	

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	+

- Nous restons surpondérés sur les obligations privées, en particulier sur les entreprises européennes de qualité (IG), les primes de crédit restant raisonnables devant un choc tarifaire moins prononcé, même si elles ont continué à se contracter en mai.
- Sur la partie la plus risquée (HY), nous devenons plus constructifs devant un contexte où les taux de défauts devraient rester encore limités. Néanmoins, nous restons très sélectifs, notamment concernant les entreprises affectées par les hausses des tarifs.
- Aussi, à long terme, avec des fondamentaux solides et l'impulsion des grands plans allemands auxquels s'ajoutent le soutien à la défense européenne devraient être porteurs pour la classe d'actif.
- Côté États-Unis, nous restons sélectifs, même si la baisse du risque de récession nous pousse à être plus constructifs.

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

- Notre scénario économique moins pessimiste sur l'économie américaine, et notre prévision d'une Fed plus attentiste face à la trajectoire incertaine de l'inflation, nous amènent à la conclusion que le marché obligataire américain offre moins de valeur, d'où notre retour à la neutralité. Néanmoins, on reste vigilants, car on peut aussi estimer que le taux d'équilibre et la prime de terme pourraient être plus élevés en raison d'une absence de volonté politique de faire baisser le déficit.
- Les taux allemands ne présentent, selon nous, guère plus de valeur. D'une part, la fin de cycle de détente monétaire de la BCE est déjà bien intégrée. D'autre part, les besoins de financement élevés des États, et notamment de l'Allemagne, vont maintenir une pression sur les rendements de long terme. L'amélioration relative des finances publiques des États périphériques européens permet en revanche de trouver de l'attractivité dans les dettes souveraines de ces pays.
- Enfin, les facteurs désinflationnistes (baisse de l'énergie, force de l'euro, salaires...) se renforcent et ne permettent pas d'anticiper à un horizon court un rebond des anticipations d'inflation en Zone-euro.

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 stabilité 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 la baisse. A ces niveaux, il y a des forces de rappel selon nous dans un scénario où une récession globale est évitée. Notamment la rentabilité des producteurs américains est affectée. Avec la saisonnalité favorable dans les prochains mois, le prix du baril pourrait se stabiliser entre 60 et 70 USD/baril.
- L'or devrait rester stable, à un haut niveau dans un contexte de forte incertitude géopolitique, malgré des taux d'intérêt qui restent élevés.

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.