

JUILLET 2025

DES RISQUES A COURT TERME MAIS DES PERSPECTIVES FAVORABLES

L'incertitude a reculé depuis que l'administration américaine est revenue sur les mesures protectionnistes les plus extrêmes et qu'un budget expansionniste a été voté pour l'année prochaine. La volonté du gouvernement allemand d'aller très vite sur la hausse massive des investissements publics est aussi très positive pour la zone euro. Ces bonnes nouvelles associées à la résilience de l'économie dans la première partie de l'année et à la poursuite du cycle de baisse des taux des banques centrales ont soutenu un fort rebond des marchés.

Cela dit, les politiques économiques américaines restent très chaotiques, l'incertitude anormalement élevée et le choc des droits de douane est historique. De plus, ce choc est inflationniste pour les États-Unis, poussant la Fed à plus d'attentisme.

Pour l'instant, le choc sur la confiance et sur les 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 avant de se reprendre graduellement l'année prochaine. D'autant que les marges de manœuvre budgétaires sont plus réduites que par le passé, ce qui se traduit par une pression haussière persistante sur les taux longs.

Aux États-Unis, l'économie devrait ralentir plus nettement dans la seconde partie de l'année, à cause du contrecoup des dépenses anticipées et de l'impact des droits de douane sur l'inflation. L'ampleur précise de ces évolutions reste incertaine et dépendra des évolutions encore à venir de la politique commerciale 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, ce qui ne devrait pas arriver avant la fin de l'automne.

La reprise de la croissance de la zone euro risque d'être retardée par les chocs extérieurs et la faiblesse de la

confiance. Toutefois, la baisse des prix de l'énergie et des taux de la BCE à court terme ainsi que la relance budgétaire historique de l'Allemagne à moyen terme permettent de rester plutôt optimiste au-delà de l'été. Surtout que 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 et permettre à la BCE de ramener ses taux sous 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 d'intérêt comme pour les actions. Ces conditions plaident pour une grande flexibilité dans la gestion, en fonction des variations de l'appétit pour le risque. Après le fort rebond des actifs risqués, nous restons prudents sur les actions et neutres sur les obligations. Nous restons à l'affût des opportunités sur les actifs plus risqués si l'excès d'optimisme des marchés se réduit un peu. Et nous renforçons encore notre positionnement sur les obligations privées, qui offrent un portage intéressant face à des risques contenus.

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, qui a déjà été très marqué, ne sera pas une ligne droite, 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 dans la première partie de l'année, notamment à cause de la consommation américaine moins porteuse. Mais elle reste assez résiliente jusque-là, grâce à la dynamique de reprise mondiale qui était favorable avant les chocs politiques, mais aussi à la progression de l'activité, à la suite de l'anticipation des hausses de droits de douane.

Ainsi, le PIB américain s'est contracté et le PIB de la zone euro a bondi au T1 en raison des importations américaines. Mais la demande domestique finale a ralenti, même si légèrement. En parallèle, la croissance est restée solide en Chine à 5,4%, tirée par l'industrie.

L'activité mondiale a continué de ralentir graduellement au deuxième trimestre. En même temps, les indicateurs de confiance se reprennent un peu après le choc d'avril, même s'ils restent à des niveaux limités pour les ménages comme pour les entreprises et à travers le monde. Ainsi, le PMI global a rebondi partiellement en mai et juin après s'être approché de la zone de stagnation en avril, tout en restant nettement sous sa moyenne de long terme.

D'un côté, la résilience de l'économie, les reculs de l'administration américaine sur les mesures les plus extrêmes et l'assouplissement des conditions financières **réduisent les risques de récession à court terme. Et les perspectives de soutiens budgétaires importants** (aux États-Unis, en Allemagne, en Chine...) soutiennent un peu les perspectives pour l'année prochaine.

De l'autre, le choc tarifaire et, surtout, l'incertitude restent historiques (avec une hausse de 2,5% vers plus de 15% des droits de douane moyens aux États-Unis) et 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 dans la seconde partie de l'année un net ralentissement de l'activité mondiale, surtout aux USA, avant une reprise progressive l'année prochaine. Aussi, on verra une divergence de l'inflation, avec une accélération aux États-Unis par rapport au reste du monde.

Nous anticipons toujours des baisses de taux de la Fed, mais limitées et seulement à partir de la fin de l'année (vers 3,6% d'ici mi-2026). Elle 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 retardera la reprise sans la remettre en cause. Le soutien budgétaire allemand croissant, surtout en fin d'année, viendra appuyer la reprise et 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 à leur plus haut historique, les primes de crédit sous leur niveau d'avant l'élection américaine alors que les taux longs sont volatils 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 très optimiste. Les valorisations des actions ont nettement augmenté, notamment aux États-Unis, et sont de nouveau tendues, surtout à un moment où la croissance des profits des entreprises ralentit, où la Fed est contrainte et où les déficits budgétaires massifs maintiennent la pression sur les taux longs. Les primes de crédit sont limitées même si elles ne sont pas au plus bas.

Dans ce contexte, nous restons prudents sur les actions pour l'été. Mais, il faudra rester flexibles en cas de 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.

Les actifs américains restent survalorisés en relatif et pourraient donc souffrir de la fin de « l'exceptionnalisme » américain à moyen terme. Cela dit, leur ajustement a été rapide et ils pourraient se stabiliser à court terme, notamment grâce aux mesures plus pro-business incluses dans le budget américain.

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 juin a été marqué par une relative stabilité des actifs, en euro. La surperformance des obligations et des actions américaines en monnaie locale a été compensée par la dépréciation du dollar. Les actions émergentes ont nettement surperformé avec le retour de l'appétit pour le risque. Cela clôt une première moitié d'année où la volatilité a été élevée, les taux sont restés globalement inchangés et les actions ont atteint des niveaux plus hauts.

Pour l'été, nous conservons notre vue neutre sur les obligations souveraines. Pour les actifs risqués, notre hiérarchie de préférence pour la période estivale va encore au crédit Investment Grade, puis au High Yield pour terminer par les actions. En effet, nous sommes toujours inquiets par l'impact à court terme de la force de la devise européenne sur les profits des entreprises. Côté américain, ce sont toujours les conséquences de la guerre commerciale sur la consommation des ménages américains et sur les marges qui posent un problème, surtout que ces dernières sont au plus haut depuis près de 10 ans.

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	=

- Les tendances sous-jacentes des marchés actions ont très peu évolué sur le mois, avec des fondamentaux économiques qui restent corrects à ce stade (mais dont nous craignons toujours l'inflexion cet été), et des bénéfiques des entreprises toujours bien orientés.
- La valorisation reste élevée, en dehors des émergents qui, malgré la forte hausse des indices, restent sur des valorisations moyennes. C'est toujours cette zone qui a notre claire préférence car elle bénéficie aussi de la baisse du dollar, des stimulus chinois et d'une relative protection face aux tarifs américains en dehors de la Chine.
- Nous restons plus prudents sur les actions américaines (du fait de niveaux de marges au plus haut historique) et européennes (la force de la devise est un vrai problème pour les entreprises) en amont de la saison de publication.
- Notre vue plus long terme sur l'Europe reste plus positive, notamment du fait du plan de relance allemand. Le comportement des entreprises dans ces environnements de devise compliquée va donc être clé et pourrait nous amener à répondre à la zone.
- Nous restons également à l'écart du marché japonais compte tenu des risques d'appréciation de la devise et de resserrement monétaire qui nous semblent sous-estimés.

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	=

- Les anticipations de baisses de taux de la FED nous paraissent un peu exagérées mais les taux longs américains intègrent une prime de terme raisonnable, surtout maintenant que le budget pour l'année prochaine est voté. Nous surpondérons donc la duration américaine pour l'été avec un double objectif de performance et de protection des portefeuilles. Après la forte pentification observée, nous anticipons un léger aplatissement de la courbe des taux.
- La duration allemande offre maintenant un portage positif sur les parties longues et nous passons positif pour l'été aussi. Malgré tout, nous sommes plus prudents à moyen terme (la rentrée scolaire), avec notamment une volonté politique forte d'accélérer les dépenses d'investissements dès cet été, ce qui pourrait peser sur les émissions et mettre une pression sur la courbe allemande.
- L'amélioration relative des finances publiques des pays périphériques européens permet, en revanche, de trouver de l'attractivité dans les dettes souveraines de ces pays même si les primes de risque sont limitées.
- 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 euro, même si elles ne sont déjà pas élevées.

- Le mois de juin a été porté par un certain optimisme, alors que la macro-économie continue de bien résister et se trouve soutenue par les différents plans d'investissements publics européens.
- Notre scénario de reprise européenne retardée mais pas remise en cause est favorable au crédit. Ainsi, nous maintenons notre vue crédit positive sur l'IG, en particulier sur les financières et les tranches subordonnées Tier2, et nous maintenons notre participation sélective sur la partie plus fragile du segment (HY).
- Tout en gardant une certaine prudence dans les secteurs, particulièrement pour les secteurs les plus cycliques, nous souhaitons en effet profiter du portage des actifs à rendement, alors que le marché primaire devrait se calmer pendant la période estivale.

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	=

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

- Le potentiel de hausse de l'EURUSD reste important à moyen terme, vu que le dollar est encore nettement surévalué alors que l'appétit pour les actifs américains se calme face à des déficits jumeaux qui restent massifs. Cela dit, l'appréciation de l'EURUSD a été forte et rapide depuis 2 mois, alors que Fed devrait rester prudente cet été, de telle sorte que nous anticipons une stabilisation de la parité EURUSD à court terme.
- L'apaisement des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, combiné aux initiatives de l'OPEP+ visant à rétablir ses parts de marchés, devrait exercer une pression légèrement baissière sur les prix du pétrole à moyen terme, surtout si la demande américaine et chinoise ralentit. Cela dit, le potentiel de baisse est limité tant que l'économie mondiale résiste et que le dollar reste faible.
- Bien que l'or soit en forte hausse depuis le début de l'année, sa réaction modérée face aux tensions géopolitiques du mois de juin suggère un essoufflement. Nous anticipons ainsi une légère correction du prix du métal jaune à court terme.

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.