

## UN OPTIMISME PRUDENT POUR LA FIN D'ANNÉE

La majorité des tarifs qui seront imposés par les autorités américaines à leurs partenaires commerciaux sont désormais connus, ce qui réduit quelque peu l'incertitude. Mais les effets de ces barrières douanières historiques (le taux moyen passant de 2,5 % à près de 18 % sur les importations américaines) devraient commencer à se faire sentir de manière plus notable dans les mois à venir. Ces mesures auront un impact négatif sur la croissance mondiale et devraient stimuler l'inflation aux États-Unis.

Ce choc stagflationniste est toutefois compensé par la solidité des fondamentaux des ménages et des entreprises, l'assouplissement des politiques monétaires, la baisse des prix de l'énergie, ainsi que les perspectives de soutiens budgétaires généralisés pour l'année à venir. Ainsi, malgré le ralentissement de l'activité, une récession à court terme semble peu probable, même si ce risque persiste. La croissance mondiale devrait repartir en fin d'année, et plus nettement en 2026.

Aux États-Unis, le budget adopté dans le cadre de la « Big Beautiful Bill » (BBB), sera en effet expansionniste en 2026. De même, en zone euro, le plan de relance allemand et les dépenses de défense annoncées devraient stimuler la croissance dès la fin de l'année 2025. Enfin, en Chine, les autorités devraient s'atteler à soutenir la croissance intérieure, alors que le moteur des exportations risque d'être freiné par le protectionnisme américain.

Nous anticipons un net ralentissement de l'économie américaine au second semestre, après un premier semestre 2025 marqué par une baisse sensible de la demande intérieure. La consommation devrait rester modérée, freinée par une confiance toujours affaiblie et un marché du travail nettement moins dynamique.

C'est justement l'affaiblissement du marché de l'emploi qui devrait inciter la Fed à reprendre ses baisses de taux au second semestre, bien que restent limitée par une inflation toujours supérieure.

En zone euro, la hausse des tarifs et le ralentissement de la demande américaine, anticipés en début d'année, pèsent sur l'activité à mi-parcours. Néanmoins, l'économie résiste avec un taux de chômage historiquement bas. Les perspectives pour la fin d'année et pour 2026 sont positives grâce à la normalisation de l'inflation et la politique monétaire de la BCE, ainsi qu'à un soutien budgétaire en nette hausse, notamment en Allemagne.

Les perspectives d'assouplissement monétaire et de relance budgétaire, conjuguées à la résilience de l'économie et à la baisse des incertitudes commerciales, sont plutôt favorables pour les marchés. Cela dit, les marchés ont déjà fortement intégré ces soutiens, si bien que les valorisations des actifs risqués sont assez tendues.

Dans ce contexte, qui reste inédit et incertain, nous estimons qu'il est essentiel d'être diversifié et flexible dans l'allocation d'actifs à court terme, tant en termes de classes d'actifs que de zones géographiques.



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



Xavier CHAPARD,  
Stratégiste  
xavier.chopard@lbpam.com

## NOS CONVICTIONS À UN HORIZON DE TROIS MOIS

### Economie

**Le premier semestre de 2025 a vu la croissance mondiale ralentir légèrement.** Les incertitudes massives provoquées par les politiques protectionnistes américaines ont contrebalancé les conditions favorables que représentaient la hausse du pouvoir d'achat des ménages, l'assouplissement des politiques monétaires et le reflux des prix de l'énergie. Ce choc a été en partie compensé par une accélération de la demande extérieure américaine en anticipation de la mise en place des droits de douane et de la hausse des prix.

**La croissance devrait rester limitée dans la seconde partie de l'année.** Si l'incertitude s'est atténuée après les accords commerciaux de cet été, l'impact direct de la hausse historique de 15 points des tarifs américains devrait pousser l'inflation aux États-Unis à la hausse tout en pesant sur la consommation américaine et les exportations du reste du monde.

**Néanmoins, la croissance résiste** encore cet été, comme en témoigne le rebond généralisé des indicateurs PMIs leur plus haut niveau de l'année en août. Cette dynamique limite les risques de récession mondiale. La croissance devrait se renforcer à partir de la fin de l'année grâce au reflux de l'incertitude commerciale, à la reprise des baisses de taux de la Fed, et surtout à l'assouplissement assez généralisé des politiques budgétaires (États-Unis, Allemagne, Chine...). Cette reprise devrait être d'autant plus soutenue si les prix de l'énergie restent contenus.

**Nous anticipons une croissance américaine divisée par deux comparée aux deux années précédentes, mais qui restera positive, autour de 1,5% sur la période 2025-2026.** En revanche, l'inflation va réaccélérer à court terme et restera au-dessus de la cible l'an prochain. Dans ce contexte, la Fed ajusterait sa politique monétaire pour limiter le ralentissement de l'emploi (et réduire la pression politique), mais elle maintiendrait des taux légèrement restrictifs, supérieurs à 3%.

**En zone euro, la reprise serait repoussée à la fin de l'année en raison des tensions liées à la guerre commerciale. Elle devrait se matérialiser au cours des trimestres suivants** grâce aux soutiens budgétaires importants (Allemagne, défense) et à la reprise graduelle du cycle du crédit. L'inflation devrait revenir pleinement à la cible début 2026 avant de se stabiliser légèrement en dessous des 2%. La BCE maintiendrait une politique monétaire neutre voire légèrement accommodante, avec un taux directeur en dessous de 2%.

Aussi, on assistera à une forte divergence des dynamiques d'inflation entre la zone euro (décélération) et les États-Unis (accélération).

**En Chine, la croissance devrait ralentir de nouveau après un premier semestre solide** en raison de l'affaiblissement de la demande extérieure tandis que la demande domestique reste modérée. Toutefois, les autorités limiteraient ce ralentissement via des stimuli budgétaires et monétaires ciblés.

### Marchés

Les marchés ont fait preuve de résilience cet été. La baisse des incertitudes commerciales après les « accords » commerciaux, la solidité de l'activité économique cet été et les anticipations de baisse de taux de la Fed ont offert une toile de fond porteuse, qui a permis aux valorisations des actifs risqués de rester très élevées (actions, crédit...). Les actions américaines ont par ailleurs bénéficié de la forte progression des grandes valeurs technologiques, impulsées par leur position dominante sur le développement de l'IA.

**Notre scénario central reste modérément favorable pour les actifs risqués, mais le niveau déjà tendu des valorisations limite le potentiel de hausse supplémentaire.** Par ailleurs, l'optimisme actuel des marchés suggère une certaine complaisance, alors même que les effets stagflationnistes des politiques protectionnistes américaines, bien que mesurés, devraient bientôt se refléter plus nettement dans les indicateurs économiques.

**Dans ce contexte inédit, nous pensons qu'il est essentiel d'être très diversifié et flexible dans l'allocation d'actif à court terme,** en privilégiant les choix infra-classe d'actif plutôt qu'entre classes d'actifs.

Nous restons neutres sur les actions américaines, qui devraient résister à court terme. Nous adoptons une position similaire sur les actions européennes, qui offrent plus de potentiel à moyen terme. Nous réduisons en revanche nos paris sur les actions émergentes et chinoises après leur fort rebond observé cet été.

Sur les obligations publiques, nous anticipons que les taux vont osciller sans tendance marquée, de telle sorte qu'ils offrent un portage et une diversification intéressante. Dans la zone euro, nous privilégions de nouveau les dettes des pays du Sud à la dette allemande ou française.

Concernant les obligations d'entreprises, les primes de risque sont limitées, surtout sur les entreprises les plus risquées. Mais les obligations d'entreprise de qualité offrent toujours un portage intéressant, et les obligations convertibles des caractéristiques attractives.

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

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

Après une première moitié d'année où la volatilité a été élevée, l'été a été marqué par une forte performance des actions et du crédit (surtout américaines et émergents). Les marchés se sont concentrés sur la baisse de l'incertitude commerciale plutôt que sur la nouvelle hausse des tarifs douaniers en août. Ils se sont laissé porter par de bons résultats des entreprises, par les signes de résilience de la conjoncture, et surtout par une perspective de reprise des baisses de taux de la Fed. Seul le problème politique français a jeté une ombre sur le tableau en zone euro depuis fin août, de façon assez localisée.

Vu le scénario macro moyen que nous anticipons, en grande partie intégré par les marchés, nous restons neutres sur l'allocation entre les grandes classes d'actifs. Nous estimons que les choix infra-classes d'actifs et la flexibilité sont les choix les plus porteurs actuellement.

Ainsi, nous arbitrons les obligations à haut rendement au profit des obligations convertibles, rachetons des actions américaines au détriment des actions chinoises sur lesquelles nous prenons des profits, et vendons nos obligations publiques américaines au profit des obligations espagnoles et italiennes.

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

  

<ul style="list-style-type: none"> <li>Notre vue sur les actions est modérément plus positive en raison de la combinaison d'une économie globale plus résiliente à court-terme tout du moins (révisions à la hausse des cibles de croissance 2025 aux États-Unis et perspective de reprise intacte pour l'Europe), d'une probabilité plus élevée de baisse des taux de la Réserve Fédérale et de fondamentaux actions robustes. Ce dernier point a été en grande partie aidé par une saison de publication des résultats plus que correcte au T2 (plus de 75% de surprises positives aux États-Unis et 50% en Europe). Les tendances de bénéfices sont donc bien orientées, particulièrement aux États-Unis.</li> <li>Dans ce contexte, nous relevons à « neutre » notre position sur les actions Américaines malgré les valorisations toujours tendues mais qui n'ont pas progressé davantage depuis un mois. Nous conservons des attentes de rendement légèrement positives sur l'Europe du fait du plan de relance Allemand qui devrait aider l'économie de la zone à horizon fin d'année.</li> <li>En revanche, après un début d'année très positif sur les émergents puis d'un été exceptionnel sur les actions Chinoises cotées localement, nous abaïssons à la neutralité la zone du fait d'un momentum économique moins favorable sur le S2 et d'une valorisation désormais moins attractive.</li> </ul>
--

  

<ul style="list-style-type: none"> <li>Les obligations convertibles ont stagné cet été mais elles devraient bénéficier d'un environnement favorable dans les prochains mois grâce à un léger potentiel sur les marchés actions, des valorisations attractives et parce que leur convexité est un atout pour traverser les à-coups de marché.</li> </ul>
---

  

Convertibles	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Convertibles	Positif	=

Souverains	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Sud de la Zone Euro	Positif	+
Cœur Euro	Neutre	=
États-Unis	Neutre	-
Indexé inflation	Neutre	=

  

- Globalement, nous sommes neutres sur les taux des deux côtés de l'Atlantique, mais avec une certaine flexibilité sur les courbes.
- Côté américain, nous estimons que les anticipations de baisses des taux de la Fed sont assez agressives face à une inflation qui va s'accélérer avec la diffusion des taxes douanières dans l'économie, d'où notre prudence sur les maturités courtes. Au contraire, les primes de terme sont élevées et pourraient se réduire légèrement.
- Pour la zone euro, les prochaines semaines s'annoncent chargées en termes de refinancement obligataires et maintiendront les rendements sous pression. La fin de cycle de détente monétaire, qui semble se confirmer et la poursuite de la réduction du bilan de la BCE n'aideront pas davantage le marché obligataire euro. Nous préférons donc les maturités courtes.
- Les primes de risque des dettes publiques de la zone euro se sont légèrement écartées au cours de l'été, en sympathie avec la prime française. Elles redeviennent ainsi attractives pour les pays dont les trajectoires fiscales s'améliorent, ce qui n'est pas le cas pour la France, où nous restons défensifs. L'instabilité politique est en effet durable.

  

- Le léger ré-écartement des marges de crédit qui a eu lieu à partir de mi-août redonne un certain attrait au segment du crédit, surtout sur le segment de qualité (IG). En effet, ce segment bénéficie d'un scénario macro favorable (croissance limitée mais sans récession, désinflation...) alors que les fondamentaux des entreprises restent solides. La rentrée est chargée en termes d'émissions, ce qui pourrait peser sur les spreads, mais cela devrait vite être compensé par l'appétit des investisseurs pour le crédit. Nous repassons donc positifs sur ce segment.
- Nous restons en revanche neutres et très sélectifs sur le crédit plus risqué (HY), car les émetteurs plus fragiles risquent de moins bien réagir aux chocs sectoriels et aux taux durablement plus élevés, alors que les primes de risques restent historiquement basses.

  

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	Positif	+

  

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

  

- Après le net repli du dollar au premier semestre, la parité s'est stabilisée cet été malgré les anticipations croissantes de baisse de taux de la Fed. Nous considérons que les anticipations de politique monétaire à court terme sont désormais correctement intégrées par le marché, ce qui nous conduit à prévoir une relative stabilité de la parité EUR/USD à court terme, surtout que les dernières données indiquent une stabilisation de la croissance US après son net ralentissement au S1. Cela dit, le potentiel de hausse de l'EUR/USD à long terme reste important.
- La poursuite de l'augmentation de la production pétrolière par l'OPEP+, combinée à une saisonnalité défavorable et à une décélération de la croissance mondiale, devrait peser un peu sur les cours du Brent à moyen terme. Surtout que les menaces des États-Unis à l'encontre des importateurs de pétrole russe ne semblent pas avoir d'effet.
- Concernant l'or, l'apaisement des tensions commerciales et la stabilisation du dollar à court terme pourraient réduire un peu la demande de valeur refuge à court terme.

Les informations sont fournies 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 à la date de leur établissement en fonction du contexte économique et réglementaire en vigueur. 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'usage qui pourrait être fait du par un tiers.