

OCTOBRE 2025

CHERCHER DE LA VALEUR EN ETANT TRES DIVERSIFIES

L'économie mondiale s'est avérée bien plus résiliente qu'attendue en ce début d'année. En particulier, la demande intérieure américaine ressort très robuste depuis le 2^e trimestre. En partie, ceci tient à des investissements dans le secteur de l'Intelligence Artificielle (IA) très importants. Aussi, dans le reste du monde l'activité semble avoir résisté, avec des effets négatifs moins marqués qu'attendus des politiques protectionnistes américaines.

Cependant, les politiques protectionnistes mises en place par le président Trump, que ce soit une politique migratoire très restrictive ou la hausse des tarifs douaniers devraient ralentir la croissance américaine en cette fin d'année. En particulier, la hausse estimée du taux moyen de droits de douane sur les importations à près de 17%, contre 2,5% en début d'année, n'est pas encore effective sur les flux commerciaux. Cette montée sera graduelle et devrait participer à ralentir l'économie américaine dans les mois à venir en rognant le pouvoir d'achat des ménages et/ou les marges des entreprises.

La décélération de l'économie américaine devrait être modérée si on prend en compte la résilience actuelle. Néanmoins, le risque que le choc protectionniste ait un effet négatif plus marqué existe toujours.

Ce ralentissement modéré ne devrait donc pas faire dérailler la croissance mondiale.

La croissance économique dans la zone euro reste solide, et on devrait commencer à voir les effets des mesures de la politique de relance allemande vers la fin de l'année. Ces dépenses d'infrastructure et de défense devraient aider l'ensemble de la zone à consolider la reprise en cours, qui reste encore faible. Le maintien d'une politique budgétaire expansionniste en Allemagne en 2026, ainsi que la montée en puissance des dépenses de Défense dans les autres pays de la région, sont aussi des facteurs rassurants pour l'avenir.

A ceci s'ajoute une BCE qui devrait maintenir une politique légèrement accommodante, stimulant le crédit dans la région. La BCE pourrait même aller plus loin, vu le risque d'une inflation qui pourrait passer sous la cible en 2026, d'autant plus avec la persistance d'un euro fort.

En Chine, l'économie devrait continuer à croître de manière modérée. Malgré le choc tarifaire américain, on peut raisonnablement s'attendre à ce que les autorités utilisent des mesures ciblées pour soutenir l'économie intérieure.

Le ralentissement américain de la fin 2025, aura comme contrepoids, dès le début de 2026, l'exécution du budget expansionniste passé il y a quelques mois. Les baisses d'impôts et les crédits d'impôt sur l'investissement devraient soutenir la croissance.

En même temps, même si on doit s'attendre à une Fed qui devrait assouplir sa politique monétaire, ce mouvement sera contraint par une inflation qui devrait rester nettement au-dessus de la cible de 2%.

Malgré la relative résilience de la croissance et des banques centrales plus accommodantes, les incertitudes qui persistent sur l'impact des politiques américaines donnent toute sa pertinence au maintien d'une allocation d'actifs très diversifiée et de rester très agile dans l'ajustement de portefeuilles. Aussi, c'est toujours au sein de chaque classe d'actifs qu'on voit un terreau fertile pour générer de la surperformance.



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



Xavier CHAPARD,
Stratégiste
xavier.chopard@lbpam.com

NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

Economie

Les derniers PMI sur l'activité économique indiquent que la croissance mondiale reste modérée mais résiliente. Cette résilience peut s'expliquer par au moins deux facteurs importants. D'une part, les conditions financières restent plutôt porteuses et d'autre part par des impacts, pour l'instant, bien moins négatifs des politiques protectionnistes américaines. En particulier, depuis le 2^e trimestre, la demande intérieure américaine reste bien plus solide qu'attendue. Outre un consommateur qui résiste, l'effort d'investissement dans le secteur de l'IA conserve une tendance extrêmement forte.

Les impacts moins négatifs des politiques américaines sur la croissance du reste du monde semblent s'expliquer par des retards dans leur transmission, mais aussi par des politiques spécifiques de soutien des autorités. En zone euro, l'assouplissement monétaire de la BCE a sûrement joué un rôle, alors qu'en Chine, les soutiens ciblés à la demande ont aussi permis d'amortir le choc. En outre, la baisse des prix de l'énergie a contribué à soutenir le pouvoir d'achat, notamment en Europe, avec un euro fort.

Néanmoins, nous anticipons une décélération de la croissance globale à court terme, mais pas d'effondrement. Ce ralentissement aurait pour origine essentiellement les États-Unis. En effet, la consommation devrait se calmer, notamment via une détérioration du marché de l'emploi et d'un impact négatif sur le pouvoir d'achat de hausses tarifaires. Ailleurs, la croissance devrait résister davantage, notamment en zone euro, grâce aux premiers effets du plan de relance allemand.

Aux États-Unis, nous projetons une croissance de 1,8% en moyenne pour 2025, en grande partie grâce à une performance très robuste au 2^e et 3^e trimestre. Après un net ralentissement dans les mois à venir, la croissance devrait se redresser quelque peu au cours de la première moitié de 2026, sous les effets de l'implémentation d'un budget expansionniste et d'un assouplissement de la politique monétaire. En effet, nous attendons que la Fed continue à baisser ses taux directeurs, pour atteindre un niveau proche de 3,5%.

En zone euro, la reprise lente que nous constatons, avec le choc tarifaire négatif, devrait prendre plus d'allant. En effet, le plan de relance massif allemand vient de commencer à être implémenté et devrait donner une

impulsion à la croissance de la Zone. Aussi, la BCE devrait maintenir une politique légèrement accommodante, alors que l'inflation est revenue à la cible et pourrait même passer en dessous dès 2026.

En Chine, la croissance risque de ralentir devant le choc des tarifs. Néanmoins, il semble raisonnable de considérer que les autorités continueront à intervenir pour protéger la croissance avec des mesures budgétaires et monétaires ciblées.

Marchés

Au cours des derniers mois la prise de risque a continué à dominer la dynamique des marchés. En partie, ceci tient à une plus grande visibilité concernant la politique tarifaire américaine. Aussi, la résilience de l'économie mondiale et en particulier de l'économie américaine avec l'investissement en IA a contribué à nourrir l'optimisme. De plus, la reprise des baisses de ses taux directeurs par la Fed est venue donner une impulsion supplémentaire.

Notre scénario central est modérément favorable pour les actifs risqués. En effet, nous considérons que malgré les incertitudes qui persistent sur l'impact final des politiques américaines, les risques de décélération brutale de l'activité sont limités. **Néanmoins, avec des valorisations tendues sur les actifs risqués, il nous semble qu'il est justifié de conserver une forte diversification entre classes d'actifs, et continuer de privilégier la recherche de valeur au sein de chaque classe d'actifs.**

Sur les actions, nous renforçons notre préférence pour les actions américaines et européennes. Ces dernières ont notre préférence, vu le soutien des politiques publiques dès cette fin d'année et des valorisations moins extrêmes. Nous restons plus prudents sur les pays émergents et un peu en retrait sur le marché japonais, devant le risque d'un renforcement du yen.

Sur les obligations souveraines, nous continuons à favoriser les dettes des pays du sud de la zone euro pour capter du portage, alors que nous restons prudents sur la dette française. Nous sommes moins constructifs sur la dette américaine.

Sur le crédit européen, nous optons pour une position un peu plus prudente sur le segment le plus risqué (HY) devant des primes devenues plus faibles, et restons très sélectifs. **Nous privilégions celui de meilleure qualité (IG).**

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 la forte performance des actions et du crédit cet été, les actifs risqués ont délivré en septembre des performances raisonnables, comme attendu. Cela dit, les actions asiatiques et l'or nous ont surpris avec un nouveau mois exceptionnel. Les taux des obligations publiques sont restés globalement stables après avoir intégré la reprise des baisses de taux de la Fed et l'incertitude politique française durant l'été.

Nous restons raisonnablement constructifs pour la fin de l'année 2025. Globalement, ce qui nous rend confiants, ce sont les baisses de taux attendues des grandes banques centrales hors Japon et la hausse des soutiens budgétaires, la résilience de l'économie et les résultats toujours solides des entreprises. En contrepartie, les incertitudes politiques élevées aux États-Unis (« shutdown », tarifs spécifiques, indépendance de la Fed) et en Europe (France), et surtout les impacts négatifs retardés des hausses de tarifs et de l'immigration zéro aux États-Unis sont des risques pour des marchés qui sont déjà assez optimistes.

Dans ce cadre, nous restons diversifiés sur l'allocation entre les grandes classes d'actifs, mais renforçons notre positionnement sur les actifs en Europe qui intègrent des attentes plus raisonnables que les actifs asiatiques selon nous. Côté obligations, nous conservons nos expositions sur le crédit de qualité et les pays du sud de la zone euro, et renforçons la sélectivité sur le crédit risqué. Côté actions, nous achetons la zone euro, surtout par rapport au Japon.

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	=

- Nous conservons la vue plutôt optimiste adoptée le mois dernier sur les actifs risqués, en particulier sur les actions européennes, dans un contexte de croissance limitée mais résiliente et de soutien budgétaire et monétaire importants. D'autant que les flux restent un facteur de soutien, notamment de la part des ménages. Cela dit, le niveau de valorisation exigeant et le positionnement redevenu neutre, globalement, limitent le potentiel d'appréciation à moyen terme.
- Aux États-Unis, les actions sont très chères mais elles sont soutenues par des fondamentaux solides, aussi bien sur le plan macro-économique que micro (avec des révisions toujours haussières des bénéfices).
- En Europe, les résultats des entreprises sont plus poussifs mais les valorisations moins tendues et les attentes plus conservatrices, ce qui offre un potentiel un peu plus élevé au moment où le Plan de relance allemand débute.
- Nous conservons notre vue prudente sur le Japon, qui présente un profil valorisation/résultats des entreprises moins attractif et un risque de change élevé, surtout que les espoirs liés au nouveau Premier ministre sont très élevés.
- Nous conservons également une position attentiste sur les Émergents du fait de leur performance exceptionnelle sur l'année alors que l'économie chinoise ralentit et que les autorités tardent à annoncer de nouveau stimulus.

- Les obligations convertibles ont stagné cet été après une première moitié d'année positive. Mais elles devraient bénéficier d'un environnement favorable dans les prochains mois avec 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 qui sont probables vu l'optimisme déjà import.

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

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

- Face à une économie américaine résiliente, dont la probabilité de récession a d'ailleurs diminué, le marché anticipe beaucoup (trop?) de baisse de taux de la Fed alors que l'inflation commence à réaccélérer. Et les facteurs techniques sont plutôt défavorables (saisonnalité et positionnement). Nous adoptons donc une vue plus défensive sur les taux américains même si les incertitudes liées au « shutdown » pourrait être un soutien à très court terme.
- En zone euro, nous estimons les niveaux de taux appropriés et en profitons pour capter le portage attractif, notamment sur les dettes des pays méditerranéens. En revanche, nous restons prudents sur la dette française à court terme malgré la prime de risque élevée et un positionnement de marché très vendeur, en raison des incertitudes politiques, budgétaires et de notation qui vont perdurer.
- Enfin, nous estimons que le marché valorise bien les risques sur l'inflation européenne actuellement.

- Nous conservons un biais positif sur le marché du crédit de qualité (IG) malgré des primes de risque compressées. Il est soutenu par des fondamentaux d'entreprises solides et des facteurs techniques positifs (flux entrants, refinancement déjà bien avancé). Les émissions très nombreuses en septembre ont d'ailleurs été bien absorbées par le marché alors qu'elles devaient s'amenuiser à l'approche de la fin de l'année. C'est en particulier le cas pour le secteur bancaire qui nous semble le plus attractif actuellement.
- Le marché du crédit plus risqué (HY) offre toujours un portage attractif, mais les primes de risque sont très limitées, de telle sorte qu'il n'offre donc plus vraiment de protection. Nous sommes donc plus prudents et très sélectifs sur ce compartiment.

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	+

- Sans accélération marquée à court terme de la dynamique croissance en zone euro par rapport aux États-Unis et vu que les marchés intègrent déjà beaucoup de baisses de taux de la Fed et plus aucune pour la BCE, nous anticipons plutôt une consolidation de l'euro à court terme. Ceci, même si le potentiel d'appréciation à plus long terme reste important.
- Le prix du pétrole a reflué avec la hausse de la production de l'OPEP+ et les espoirs d'apaisement des tensions au Moyen-Orient. Il est revenu au milieu de la fourchette 60-70 USD/baril que nous anticipons pour les prochains trimestres, dans un contexte d'excès d'offre mais d'un niveau de stocks limité.
- L'attrait pour l'or ne se dément pas dans un contexte de risques géopolitiques élevés et d'achats des banques centrales. Mais le niveau élevé des rendements obligataires pourrait freiner la hausse du prix qui est déjà historiquement élevé.

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.