

DES MARCHÉS DÉJÀ BIEN OPTIMISTES

Le détroit d'Ormuz reste fermé depuis plus de deux mois, provoquant le plus important choc d'offre pétrolier de l'histoire. Il dure plus longtemps que nous l'anticipions. Cela dit, les risques d'escalade ont diminué depuis le cessez-le-feu décidé début avril, et les tentatives de négociation traduisent la volonté des deux belligérants de trouver une issue acceptable. Nous continuons de penser que le scénario le plus probable est celui d'une réouverture d'Ormuz qui interviendrait dans les prochaines semaines. Néanmoins, compte tenu de la durée du conflit, notre scénario central est légèrement moins favorable que celui envisagé il y a un mois, mais sans remettre en cause le cycle mondial.

Dans le même temps, le risque d'un choc énergétique plus important augmente de jour en jour tant que les flux pétroliers ne s'améliorent pas nettement. Une prolongation du blocage jusqu'à l'été provoquerait un choc de prix plus massif et des pénuries, rendant probable une récession en Europe ainsi qu'une forte hausse de l'inflation des deux côtés de l'Atlantique. La probabilité d'un tel scénario négatif reste élevée selon nous, autour de 30 %.

Les premières données pour mars-avril confirment un choc stagflationniste global, mais aussi la résilience de l'économie mondiale à ce stade. Les répercussions du choc restent toutefois différenciées selon les secteurs et les zones géographiques.

La croissance résiste aux États-Unis, avec une accélération dans l'industrie, tout comme dans les pays asiatiques exposés au cycle de l'IA. En revanche, l'activité dans les services ralentit nettement sous l'effet de la baisse du pouvoir d'achat des ménages. Ce phénomène est particulièrement marqué en zone euro, où la conjoncture se dégrade fortement.

Côté inflation, l'accélération dépasse globalement 1 point sur les deux premiers mois de l'année, même si les pressions sur les prix des services et les salaires restent, à ce stade, plus limitées qu'au début de la guerre en Ukraine.

Au total, ces éléments restent cohérents avec notre scénario central, qui prévoit un ralentissement marqué de la croissance en milieu d'année, notamment en Europe et en Asie. Toutefois, un reflux partiel mais relativement rapide des prix de l'énergie d'ici la fin de l'été permettrait une

réaccélération de la croissance en fin d'année. L'inflation continuerait d'augmenter dans les prochains mois, mais resterait bien inférieure aux niveaux observés entre 2021 et 2023, avant de revenir proche des trajectoires d'avant-guerre au cours de l'année prochaine.

Dans ce scénario, les banques centrales adopteraient une posture plutôt attentiste cette année : la Fed maintiendrait ses taux inchangés, tandis que la BCE ne procéderait qu'à une seule hausse, à 2,25 %, afin de bien ancrer les anticipations d'inflation. Dans ce contexte, une croissance résiliente, des politiques monétaires globalement neutres et des soutiens budgétaires (en Allemagne, aux États-Unis, au Japon, voire en Chine) constituent un environnement plutôt favorable aux marchés.

Les marchés ont fortement rebondi en avril, de sorte que les actions mondiales sont de nouveau à leurs plus hauts historiques et que les primes de crédit sont repassées sous leurs niveaux d'avant-crise.

Dans un contexte où les prix de l'énergie restent environ 40% au-dessus de leur niveau d'avant-conflit et où les taux sont à leurs plus hauts de l'année, cela suggère que le positionnement des marchés est de nouveau optimiste. Cela limite le potentiel de hausse et accroît les risques de déception, ce qui nous conduit à réduire notre surexposition aux actifs risqués, notamment en Europe.

Cela dit, les marchés restent soutenus par la forte progression des bénéfices des entreprises, qui n'est pas remise en cause dans notre scénario central. C'est pourquoi nous adoptons une position neutre sur les actions, avec une préférence pour les actions américaines et émergentes, en particulier chinoises.

Sur le marché obligataire, nous estimons que la hausse des taux souverains, notamment sur les maturités les plus courtes, demeure excessive. Cela justifie une surpondération de la classe d'actifs, en particulier en Europe.



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

La croissance mondiale ralentit alors qu'elle réaccélérait au tournant de l'année, mais elle résiste toujours bien depuis le début du conflit. Le PMI global rebondit ainsi de 51,0 à 51,8 points en avril, ce qui reste un point en dessous de son niveau d'avant-guerre, mais demeure compatible avec une croissance mondiale proche de son rythme potentiel (environ 3 %).

Le choc énergétique vient percuter l'économie au moment où celle-ci devait réaccélérer, portée par le boom de l'investissement dans la technologie, l'amointrissement des effets négatifs des politiques protectionnistes américaines de l'année dernière (guerre commerciale...) et le retour des soutiens budgétaires (aux États-Unis, en Allemagne, au Japon et, selon nous, en Chine). Ce choc devrait entraîner un ralentissement en milieu d'année, notamment de la consommation, en particulier dans les régions les plus vulnérables (Europe, Asie hors Chine).

Toutefois, si le choc ne s'aggrave pas et commence à refluer rapidement, comme nous le prévoyons dans notre scénario central, les facteurs favorables encore en place devraient permettre d'éviter un retournement du cycle mondial et soutenir une légère réaccélération en fin d'année. D'autant que cela limiterait les risques d'effets de second tour sur l'inflation et, par conséquent, un durcissement plus marqué des politiques monétaires.

Aux États-Unis, la croissance a réaccélééré au T1, soutenue par le rebond de la demande publique après la fermeture partielle du gouvernement en fin d'année dernière, mais surtout par la poursuite du boom de l'investissement dans l'IA et la résilience de la consommation. En 2026, la croissance devrait ralentir par rapport aux dernières années, tout en restant nettement positive. L'inflation, qui a déjà accéléré de 2,4 % à 3,8 % en deux mois, devrait commencer à ralentir dans la seconde partie de l'année, sous l'effet du reflux des prix de l'énergie et de l'atténuation des effets des droits de douane. Toutefois, il faudra probablement attendre l'année prochaine pour observer une reprise de la trajectoire baissière de l'inflation sous-jacente, qui demeurerait persistante (environ 1 point au-dessus de la cible avant le conflit). Dans ce contexte, nous anticipons que la Fed maintienne ses taux inchangés cette année, avant d'envisager une dernière baisse l'an prochain

La zone euro poursuivait sa reprise au début de 2026, avec une croissance de 0,25 % au T1 (hors Irlande), bénéficiant notamment du retour de la croissance en Allemagne grâce au plan d'investissement public. Toutefois, les indicateurs de confiance se sont nettement dégradés en mars-avril et

suggèrent une stagnation de l'activité au T2 sous l'effet du choc énergétique. Dans notre scénario, le reflux des prix de l'énergie permettrait une légère reprise de la croissance au second semestre, sous réserve que la BCE limite à 25 points de base ses hausses de taux préventives cet été. En effet, nous pensons que la hausse de l'inflation liée à l'énergie (déjà passée de 1,9 % à 3 % en deux mois) ne devrait pas se diffuser excessivement aux prix des services et aux salaires, ce qui permettrait un retour vers la cible d'inflation au cours de l'année prochaine.

La croissance chinoise a réaccélééré au premier trimestre, passant de 4,5 % à 5 %, tirée par la demande extérieure et l'investissement public, tandis que la demande domestique privée reste faible. Cela facilite l'atteinte de la cible de croissance pour cette année (entre 4,5 % et 5 %), à condition que la demande extérieure ne ralentisse pas trop et que les autorités renforcent davantage le soutien à la demande intérieure. Selon nous, cet ajustement passera davantage par la politique budgétaire que monétaire.

Marchés

Le fort rebond des actifs risqués en avril, qu'il s'agisse des actions (au plus haut historique) ou des obligations d'entreprise (plus chères qu'avant la crise), indique que les marchés sont redevenus optimistes. Cela réduit le potentiel de hausse à court terme et accroît les risques en cas de scénario moins favorable qu'anticipé sur la guerre et l'énergie.

Cela dit, nous ne pensons pas que ce rebond soit excessif ni qu'il empêche une poursuite de la hausse des marchés à plus long terme. En effet, il est soutenu par une forte progression des profits des entreprises (+19 % au T1 pour le MSCI World, soit la plus forte hausse depuis cinq ans) et les perspectives des dirigeants pour le reste de l'année demeurent positives. Les révisions à la hausse des profits, particulièrement dans la technologie et l'énergie, mais pas uniquement, permettent aux valorisations des actions de rester environ 5 % sous leur niveau d'avant-guerre malgré la hausse des marchés. Cela nous semble cohérent dans notre scénario central.

Nous réduisons donc à court terme notre surpondération en actions, tout en restant positifs à moyen terme. C'est en particulier le cas pour les actions américaines et chinoises, qui sont davantage exposées à la technologie et moins sensibles au choc énergétique.

Côté obligataire, l'absence de détente des taux parallèlement au rebond des actifs risqués rend la classe d'actifs attractive, en particulier sur les maturités courtes, qui intègrent selon nous des anticipations de hausse de taux excessives de la part des banques centrales.

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	Positif	+
Crédit	Neutre	=
Monétaire	Négatif	=

Le conflit dure depuis plus de 2 mois, et le pétrole s'est installé autour des 100 USD le baril. Ceci n'est pas et ne sera pas sans impact sur la croissance, en particulier en Asie hors Chine et en Europe, et l'inflation risque de perdurer plus longtemps que prévu au-dessus des 2 %.

Dans ce cadre, après un rebond important des marchés boursiers en avril, nous décidons de réduire la voilure sur les actions et de revenir plus proches d'une neutralité bienveillante, en favorisant toujours les États-Unis et l'Asie émergente, au détriment notamment du Japon.

Notre scénario de désescalade attendue du conflit dans les 3 mois à venir semble bien intégré par les marchés d'actifs risqués, alors que la tension sur les taux persiste. Cela rend la classe d'actifs obligataire plus attractive. Nous passons donc en positif sur les taux souverains, notamment en Europe. Les obligations de crédit devraient également rester bien rémunérées, mais elles sont moins attrayantes au regard du couple espérance de rendement/risque.

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

- Nous réduisons nos attentes sur l'ensemble des marchés actions après la forte performance d'avril, qui limite le potentiel de hausse à court terme, alors même que nous révisons à la baisse nos anticipations de croissance économique, notamment en Europe. Cela dit, la reprise des profits confirmée au T1 et les perspectives globalement confirmées par les entreprises témoignent de la très bonne santé microéconomique et devraient permettre une poursuite de la hausse à moyen terme.
- La très bonne saison de publication aux États-Unis (80 % de surprises positives contre une moyenne historique de 75 %) et une valorisation qui reste 5 % sous son niveau d'avant-guerre, comme en Europe, nous incitent à privilégier l'Amérique du Nord. D'autant que la croissance américaine devrait être moins affectée que la croissance européenne. Et si les sociétés du secteur technologique restent le moteur (avec 25 % de croissance des résultats au T1 2026), il irrigue l'ensemble du S&P 500, avec une croissance médiane de 11 %.
- Nous restons positifs sur les marchés émergents, essentiellement sur la Chine, les autres marchés émergents d'Asie nous semblant un peu trop détenus (80e percentile sur 5 ans de détention pour la Corée et Taïwan par les hedge funds).

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

- Les obligations convertibles ont rebondi en avril dans le sillage des marchés actions. Nous pensons que cette classe d'actifs devrait continuer à bénéficier de son profil asymétrique en période de fortes incertitudes. Elles restent intéressantes car : 1/ les niveaux de valorisation sont encore attractifs (volatilité implicite et prime de crédit) et 2/ le marché primaire est de qualité (diversifié et majoritairement investment grade), avec depuis le début de l'année 5,3 Mds€ d'émissions en Europe et 61 Mds€ à l'échelle mondiale

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

- Même si nous avons repoussé la date de réouverture du détroit d'Ormuz dans notre scénario central, nous maintenons inchangées nos prévisions directionnelles ainsi que nos anticipations de primes de risque sur le marché obligataire.
- En zone euro, les anticipations de hausse des taux de la BCE nous semblent exagérées et devraient se normaliser, tandis qu'aux États-Unis, nous pensons que la Fed pourrait baisser légèrement ses taux l'année prochaine, ce qui n'est plus intégré dans les prix de marché.
- Les taux longs devraient également bénéficier d'une baisse des craintes inflationnistes. Ils devraient toutefois rester plus élevés qu'en début d'année en raison des risques budgétaires, qui soutiennent les primes de terme. Cela devrait favoriser des pentes de courbe de taux plus marquées.
- La volatilité devrait poursuivre sa baisse et permettre une nouvelle décompression des primes de risque sur les dettes souveraines des pays de la zone euro. Enfin, les anticipations d'inflation devraient logiquement se détendre, dans le sillage des prix du pétrole.

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	Neutre	=

- La prolongation de la fermeture du détroit d'Ormuz oblige à revoir les anticipations de croissance et d'inflation pour la fin de 2026 et pour 2027. Pour le crédit, cela implique un environnement plus fragile, qui favorise une nouvelle fois les émetteurs investment grade par rapport aux émetteurs high yield.
- D'autant que le marché est déjà optimiste et semble valoriser un retour à la normale, comme en témoignent les niveaux de marges de crédit, revenus à leurs niveaux d'avant-guerre (sauf pour les émetteurs les plus risqués).
- Cela dit, l'attrait du portage sur la classe d'actifs est préservé après l'aplatissement et la hausse des courbes de taux, qui compensent l'effet de valorisation négatif, en particulier sur les segments courts. Par ailleurs, les risques restent limités sur le crédit de qualité, compte tenu de la solidité des fondamentaux des entreprises et de la forte demande des investisseurs pour les nouvelles émissions.

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

- L'EUR/USD est revenu à son niveau d'avant-guerre, porté par les espoirs de résolution du conflit et par des anticipations de hausse des taux de la BCE qui nous semblent exagérées. Même si une détente des prix de l'énergie serait relativement favorable à l'Europe, les niveaux élevés observés depuis deux mois auront un impact plus marqué sur l'économie de la zone euro que sur celle des États-Unis. Les révisions de taux et de croissance devraient donc favoriser une consolidation de l'EUR/USD à horizon trois mois, et nous maintenons notre cible à 1,15 dans le scénario central. Cette dépréciation de l'euro, combinée au fait que les autorités japonaises ne souhaitent plus une baisse du yen face au dollar, renforce selon nous le potentiel de baisse de l'EUR/JPY.
- Concernant le pétrole, la décrue amorcée des prix devrait se prolonger à moyen terme dans notre scénario central, portée par une accalmie géopolitique et la réouverture du détroit d'Ormuz.
- Enfin, pour l'or, la correction liée à la hausse des taux directeurs anticipés est probablement derrière nous, ce qui devrait conduire à un marché sans direction nette.

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.