



STRATÉGIE & INVESTISSEMENT

LBPAM

Sebastian Paris-Horvitz
Directeur de la recherche

Xavier Chopard
Recherche & Stratégie

JUILLET 2024

SAISIR LES OPPORTUNITES

DANS UN ENVIRONNEMENT INCERTAIN

La croissance mondiale se stabilise depuis le début de l'année, mais ne réaccélère pas. Ceci est en ligne avec notre scénario qui prévoit une croissance qui décélère graduellement aux États-Unis et retrouve un peu de vigueur en Europe.

Le reflux de l'inflation continue, même s'il est plus lent que ne l'espéraient les marchés, aux États-Unis et aussi dans une moindre mesure en Europe. Nous pensons que l'inflation reviendra vers la cible de 2% dans le courant de l'année prochaine en Zone Euro, mais ce sera plus lent aux États-Unis.

Après la première baisse de taux de la BCE en juin, les marchés ont repris confiance dans des baisses de taux prudentes des banques centrales. Cela nous semble raisonnable et nous prévoyons deux baisses de taux de la BCE et de la Fed dans la seconde partie de l'année. Dans ce contexte, les obligations souveraines offrent encore un portage intéressant, mais un potentiel d'appréciation désormais limité.

Outre les risques géopolitiques persistants, les incertitudes augmentent en raison de la situation politique en France, alors que les élections américaines approchent. Cela ne change pas fondamentalement notre scénario économique, mais augmente les risques baissiers pour les actifs risqués.

La stabilisation de l'économie, le reflux des risques inflationnistes et le retournement du cycle monétaire, même lent, plaident pour des marchés haussiers à moyen terme. Mais, à court terme, les

incertitudes restent élevées, aux États-Unis comme en Europe.

Alors que la publication des résultats des entreprises pour le deuxième trimestre va commencer, les anticipations de profit des entreprises se stabilisent à des niveaux optimistes, mais atteignables. Cela offre un peu de potentiel pour les actifs risqués, même si l'appétit pour le risque toujours élevé limite ce potentiel.

Dans ce contexte, il est judicieux de diversifier les risques en termes d'actifs comme de zone géographique, en gardant un profil équilibré entre actifs risqués et défensifs. Nous continuons de penser que les actifs européens offrent un potentiel un peu plus élevé à moyen terme, mais restons neutres à court terme en raison des incertitudes politiques actuelles. Nous restons plus prudents sur les actions américaines. Nous restons exposés aux obligations privées, avec un biais pour la qualité, car elles offrent un bon portage, mais des primes de risque compressées.

*Par
Sebastian PARIS-HORVITZ,
Directeur de la recherche
sebastian.parishorvitz@lbpam.com
Tel. (+33) 1 57 24 22 05*

*et
Xavier Chopard,
Stratégiste
xavier.chapard@lbpam.com
Tel. (+33) 1 57 24 26 58*

NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

Economie

La croissance mondiale montre des signes de stabilisation en ce milieu d'année même si elle reste limitée. Aux États-Unis, un certain ralentissement économique prend forme depuis le début de l'année, mais l'Europe est sur la voie d'une reprise modérée. La croissance chinoise ralentit légèrement, mais devrait se stabiliser grâce aux soutiens publics.

En juin, le PMI global est un peu moins positif, mais il se maintient en zone d'expansion. La conjoncture américaine résiste toujours, mais la reprise de la Zone Euro est moins nette, en particulier en France. La Chine accuse le coup et enregistre un ralentissement de son activité, particulièrement sur la demande domestique privée.

L'inflation continue de refluer, mais plus lentement. L'inflation américaine a enfin surpris à la baisse en mai, cassant la trajectoire des mauvaises surprises que l'on constatait depuis le début de l'année. Cela rassure sur le fait que la désinflation se poursuit, même si elle est lente et incomplète. Si la désinflation plus avancée en Zone Euro a permis à la BCE de réaliser une première baisse de taux en juin, les derniers chiffres sur le prix des services et sur les salaires montrent que la désinflation est aussi lente. Nous pensons que l'inflation reviendra vers la cible mi-2025 en Zone Euro. Cela devrait prendre plus de temps pour les États-Unis.

Dans ce contexte, les banques centrales restent prudentes, mais s'orientent vers des baisses de taux modérées. La BCE devrait encore réduire ses taux à deux reprises cette année. De son côté, la Fed ne devrait pas prendre de mesures avant septembre, mais nous pensons qu'elle réduira ses taux 2 fois dans la seconde partie de l'année. Au total, les taux directeurs commencent à baisser de façon généralisée, mais resteront en zone restrictive.

Marchés

Notre vue macroéconomique reste globalement constructive, même si les incertitudes politiques et économiques augmentent. Les marchés restent confiants et intègrent assez peu de primes de risques. **Nous optons donc pour une stratégie de diversification, évitant les positions extrêmes aussi bien sur les actifs risqués que sur les actifs défensifs.**

Le reflux des taux longs et le niveau d'incertitude politique nous pousse à réduire à neutre notre exposition aux dettes américaines et des pays cœurs de la Zone Euro. Nous préférons la dette anglaise. La diffusion des tensions françaises aux pays périphériques de la Zone Euro devrait cependant rester limitée.

Nous restons neutres sur le marché des actions en raison de valorisations encore élevées, mais offrant des perspectives de profits positives. Nous réduisons un peu notre position sur les actions de la Zone Euro à cause du contexte politique et restons prudents sur le marché américain en raison d'une forte concentration sur des thématiques très surachetées.

Nous restons neutres sur le crédit, tout en renforçant notre position sur les obligations privées de qualité. Les fondamentaux des entreprises demeurent solides, cependant les primes de risque sont limitées.

Scénarios de risque : Nous abaissons la probabilité de notre scénario central à 65% car le risque de scénario négatif a un peu augmenté (25%). Nous considérons toujours deux scénarios de risque :

- Le ralentissement américain et l'incertitude politique en Europe augmente le risque de ralentissement abrupt (20%). Cela favoriserait les obligations souveraines mais pas les actions.
- Le risque de surchauffe prolongée aux États-Unis reste présent à court terme (5%). Ce scénario serait à l'avantage des actions les moins sensibles aux taux mais défavorable aux obligations d'Etat.

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	+

La Banque centrale européenne a baissé son taux directeur à 4,25% début juin, sans vraiment donner de la visibilité pour les mois à venir. Cette action a d'abord ouvert la voie à une hausse des actifs risqués européens, qui ont finalement été douchés par l'incertitude politique française. Pour autant, il faut relativiser l'impact potentiel de cette situation sur les prix des actifs à moyen terme. Néanmoins, à court terme, compte tenu de la volatilité sur les taux des obligations d'État, nous adoptons la neutralité sur les taux d'États vs le monétaire. Nous conservons une neutralité bienveillante sur les obligations de crédit et les actions, en réduisant toutefois notre biais pro-européen.

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

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

<ul style="list-style-type: none"> • Perspective globalement neutre sur les actions, soutenue par des fondamentaux macroéconomiques toujours favorables • Biais neutre sur les actions européennes à cause des faibles primes de risque compte tenu des incertitudes françaises • Biais négatif sur les actions US à cause d'une concentration extrême du volume des particuliers sur les 7 magnifiques • Maintien d'une perspective neutre sur le Japon, motivé par une divergence notable entre la performance des actions et celle de la devise, qui reste élevée • Vue neutre sur les émergents avec un biais positif sur les marchés sud-américains • Le marché chinois reste moins attractif à cause de sa forte dépendance à l'IA, des données économiques décevantes et du regain de la guerre commerciale
--

<ul style="list-style-type: none"> • Les obligations convertibles ont perdu du terrain malgré une stabilité des paramètres techniques • Bonne performance de cette classe d'actif (+4%YTD) et va continuer de bénéficier d'un environnement favorable • Les paramètres techniques restent attractifs même si les marchés boursiers devraient moins délivrer • Le marché primaire semble repartir avec une grosse transaction comptabilisée en juin
--

Souverains	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Périphérique Euro	Positive	=
Cœur Euro	Positive	-
États-Unis	Neutre	=
Indexé inflation	Neutre	=
Obligation sécurisée	Positive	=
Agences	Positive	=

- Vue neutre sur le marché obligataire avec une légère préférence pour les pays périphériques européens
- Position neutre sur l'obligataire américain à cause de chiffres d'inflation en baisse contrebalancés par un besoin d'émissions pour financer le creusement de la dette
- Visibilité prudente sur la Zone Euro où les élections françaises amène une instabilité à court terme
- Une détente devrait s'opérer par la suite provoquant une baisse des écarts de rendements sur l'Italie et l'Espagne
- La baisse des taux allemands sur le début du mois devrait se corriger avec l'accalmie politique
- Nous préférons donc actuellement les taux anglais

Crédit	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
IG Zone Euro	Neutre	+
Cross Over Zone Euro	Neutre	=
HY Zone Euro	Neutre	=
IG États-Unis	Neutre	-

- Vision neutre avec une préférence pour le crédit de qualité (IG) en Zone Euro
- Les incertitudes sur la France ont amené un léger écartement des marges de crédit sur les deux gisements
- Les valorisations retrouvent ainsi un peu de couleurs mais le marché crédit reste peu attractif
- Le marché primaire n'a pas été impacté par ce pic de stress politique, même sur le HY
- La classe d'actif devrait toujours profiter du portage

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

- Vision légèrement à la baisse de l'EURUSD de 1,08 à 1,07 à cause du risque politique en Zone Euro
- L'issue des élections pourrait se traduire plus par un frein à la hausse à moyen terme que par un risque de forte chute à court terme pour l'euro
- Le prix du baril devrait se maintenir autour des 85\$ à moyen terme compte tenu d'une prime géopolitique élevée et d'une offre contrainte de la part de l'OPEP+
- Vue négative sur l'Or après une forte hausse en début d'année
- Les niveaux de taux de rendement obligataires augmentent le coût d'opportunité de la détention de lingots sans rendements, qui nous amène à anticiper un repli de l'Or à moyen 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.