



# STRATÉGIE & INVESTISSEMENT

LBPAM

Sebastian Paris-Horvitz  
Directeur de la recherche

Xavier Chapard  
Recherche & Stratégie

SEPTEMBRE 2024

## LE PIVOT DE LA FED LIMITE LA HAUSSE DES RISQUES

La croissance mondiale ralentit cet été après un bon début d'année. Elle devrait rester limitée mais positive. Malgré des risques économiques en hausse, nous continuons à prévoir une décélération limitée de l'activité aux États-Unis, une reprise modérée en Europe et une stabilisation de la croissance en Chine.

La dynamique de décélération de l'inflation s'est renforcée cet été, en particulier aux États-Unis, et devrait se poursuivre de façon progressive. La convergence vers les cibles des banques centrales devrait intervenir en zone euro dans le courant de l'année prochaine et en 2026 aux États-Unis. L'inflation dans les services pourrait toutefois mettre un peu plus de temps à refluer.

La Fed a changé de discours cet été en confirmant qu'elle allait commencer à baisser ses taux et, surtout, en indiquant qu'elle se concentrait de nouveau sur les risques sur l'emploi après deux ans dominés par la lutte contre l'inflation. Nous pensons qu'elle devrait baisser ses taux lors des trois réunions restantes cette année. La BCE conserve un discours prudent après sa première baisse de juin, mais elle devrait tout de même poursuivre la baisse de ses taux directeurs au rythme d'une par trimestre, commençant en septembre.

Depuis le stress d'août le marché intègre des baisses de taux plus agressives que les nôtres, surtout pour les États-Unis. Cela nous semble trop agressif tant qu'une récession ou un choc exogène est évité, ce qui nous pousse à la prudence sur les obligations à court terme.

Les risques géopolitiques sont toujours présents, avec des tensions qui ont augmenté au Moyen-Orient. En Europe, en dépit de l'accalmie, la situation politique en France reste incertaine et pourrait encore peser sur la confiance. Aussi, l'issue des élections américaines est devenue plus incertaine, ce qui pourrait entraîner de la volatilité sur les marchés. Cet environnement ne change pas fondamentalement notre scénario économique,

mais pourrait augmenter les risques baissiers pour les actifs risqués à court terme.

Le cycle de baisse des taux directeurs des grandes banques centrales qui s'enclenche devrait permettre d'assurer la poursuite de l'expansion économique et de limiter les pressions sur les valorisations. Ceci devrait permettre aux actifs risqués de bien se comporter à moyen terme. Mais, à court terme, ce soutien est déjà bien intégré dans le prix des actifs risqués alors que les incertitudes sur la croissance ou sur le plan politique restent élevées, aux États-Unis comme en Europe.

Les résultats des entreprises ont été solides au premier semestre mais revus légèrement à la baisse pour la seconde partie de l'année. Comme les attentes restent très élevées pour les résultats de 2025, la croissance anticipée des bénéfices est très (trop) optimiste. La décélération de la croissance économique semble ne pas être bien intégrée, notamment aux États-Unis.

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 d'appréciation que les actifs américains. 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,  
Responsable de la recherche  
[sebastian.parishorvitz@lbpam.com](mailto:sebastian.parishorvitz@lbpam.com)  
Tel. (+33) 1 57 24 22 05  
et  
Xavier CHAPARD,  
Stratégiste  
[xavier.chapard@lbpam.com](mailto:xavier.chapard@lbpam.com)  
Tel. (+33) 1 57 24 26 58

## NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

### Economie

**Au début de l'été, la croissance mondiale a montré des signes de faiblesse, même si elle reste positive.** Aux États-Unis, après un rebond au 2T24, des signes de ralentissement se manifestent, notamment du fait du marché de l'emploi. En zone euro, la reprise de la croissance du début d'année s'essouffle un peu, affectée par les incertitudes politiques et un cycle industriel faible qui affecte notamment l'Allemagne. Enfin, l'activité en Chine continue de décevoir.

**Les enquêtes PMI d'août rassurent après deux mois de baisse, et montrent que la croissance mondiale résiste.** Aux États-Unis, la consommation reste solide et la confiance des consommateurs tient, malgré le ralentissement des revenus. En zone euro, la solidité de l'emploi et des conditions de crédit soutiennent toujours le cycle, aidé temporairement en août par l'effet des JO en France. En Chine, des mesures de soutien ciblées stabilisent la croissance, mais ne sont pas suffisantes pour espérer une reprise.

**L'inflation continue de refluer graduellement.** Aux États-Unis après les mauvaises surprises du début d'année, l'inflation **et les salaires sont de nouveau orientés à la baisse** depuis trois mois. Ceci est rassurant, mais nous pensons toujours que l'atteinte de la cible de la Fed sera lente. En zone euro, l'inflation totale s'approche de la cible en août grâce aux effets de base. Mais, le ralentissement de l'inflation dans les services et des salaires est plus lent qu'attendu. Nous pensons toujours que la cible sera atteinte courant 2025.

**La Fed a clairement annoncé le début de la baisse de ses taux. Elle pourrait être plus agressive si l'emploi ralentissait davantage. Nous prévoyons 3 baisses de taux de la Fed d'ici la fin de l'année. La BCE reste plus prudente. Mais, elle devrait selon nous tout de même réduire encore ses taux graduellement, à deux reprises cette année.** Au total, le cycle d'assouplissement monétaire est bien enclenché, en dehors du Japon.

### Marchés

Notre vue sur les perspectives macroéconomiques et pour les marchés reste globalement positive pour le moyen terme, avec une normalisation des conditions économiques et le retour de « l'assurance » de la Fed. Mais à court terme, la hausse des incertitudes politiques et économiques et le fait que les marchés sont assez optimistes nous poussent à la prudence. Les marchés restent confiants et intègrent assez peu de primes de risque. **Nous optons donc pour une stratégie de diversification, en privilégiant la liquidité sur les actifs défensifs et les actifs risqués à des prix raisonnables.**

**Le très fort reflux des taux longs nous pousse à réduire notre exposition aux dettes souveraines.** À l'aune de notre scénario central nous considérons que le marché semble trop agressif sur les baisses des taux directeurs à venir de la part des banques centrales et sur le retour rapide de l'inflation à la cible, notamment aux États-Unis.

**Nous restons neutres sur le marché des actions en raison de valorisations encore élevées et d'anticipations de profits élevés. C'est surtout le cas du marché américain, qui est aussi très concentré.** Nous préférons toujours les actions de la zone euro au marché américain et préférons les émergents au Japon.

**Nous restons neutres sur le crédit européen, qui bénéficie de fondamentaux solides mais de primes limitées.** Nous restons très sélectifs sur le High Yield où les besoins de refinancement augmentent nettement.

**Scénarios de risque :** Le ralentissement de l'emploi américain et l'incertitude politique en Europe augmentent le risque de ralentissement abrupt (25%). Cela favoriserait les obligations souveraines mais pas les actions.

## 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 baisse récente des taux, la dette souveraine nous paraît peu attractive à court terme, spécialement aux États-Unis où les attentes de baisse des taux directeurs d'ici la fin d'année sont particulièrement fortes. Les obligations d'entreprises devraient mieux résister grâce notamment au portage, mais plus de prudence est nécessaire pour la dette à haut rendement où les valorisations sont plus tendues et d'importantes émissions sont attendues. Du côté des actions nous gardons une vue globalement neutre pour les actions européennes et émergentes vu le contexte macro plutôt favorable mais les attentes assez élevées. Nous sommes négatifs pour les actions américaines du fait de la valorisation, du positionnement et des attentes excessives pour 2025. Les actions japonaises pourraient également continuer à légèrement sous-performer à la suite du rebond du yen. Dans ce contexte, nous conservons un matelas de liquidités pour pouvoir saisir d'éventuelles opportunités.

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	=

  

<ul style="list-style-type: none"> <li>Les publications des résultats pour le second trimestre ont été globalement correctes, avec deux bémols à noter : les chiffres d'affaires sont moins bien orientés (d'où des marges actuelles élevées) et les perspectives pour les trimestres à venir restent prudentes (révisions baissières).</li> <li>Dans ce contexte, les attentes de profit pour 2025 nous paraissent sensiblement trop élevées, surtout aux États-Unis. Cela est associé à des valorisations élevées et à un positionnement qui reste assez complaisant outre-Atlantique.</li> <li>En Europe, les attentes et les valorisations sont moins élevées et justifient une vue neutre. Les actions japonaises pourraient être plus à la peine alors que le yen a fortement rebondi et pourrait encore s'apprécier plus tard dans l'année.</li> <li>Enfin, nous maintenons une vue neutre sur les actions émergentes avec une économie chinoise qui reste fragile, mais des valorisations raisonnables.</li> </ul>
--

  

<ul style="list-style-type: none"> <li>Les obligations convertibles se sont bien comportées en août compte tenu d'un contexte de marchés actions très agités.</li> <li>Nous pensons que cette classe d'actif qui, a assez bien performé ces derniers mois (+4.56 % YTD), va bénéficier d'un environnement toujours favorable. D'une part, les marchés boursiers devraient continuer à délivrer même faiblement, et d'autre part les paramètres techniques des obligations convertibles sont à des niveaux très attractifs (Volatilité implicite vers 27.3 % et spreads implicites à 220 pb ce qui leur confère un bon niveau de portage)</li> <li>Enfin, le marché primaire continue à mieux se tenir avec encore 2 transactions pour 700 m € en août.</li> </ul>
---

  

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

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	=

- La baisse des taux des titres à 10 ans allemands et américains en août est justifiée mais très agressive, d'où notre position défensive. Les primes d'inflation basses et le positionnement des investisseurs très long.
- Le pivot assez brutal de la Fed et la disparition du risque de surchauffe justifient des taux longs plus bas que ces derniers mois. Mais en l'absence de récession et avec une inflation encore nettement au-dessus de la cible, la Fed devrait être moins agressive dans ses baisses de taux que ne l'anticipe le marché. Cela pourrait justifier une légère hausse des taux à court terme, surtout au moment où le primaire revient après un mois d'août traditionnellement creux.
- Par ailleurs, les primes des dettes souveraines périphériques sont raisonnables, mais pourraient se tendre à court terme en raison des nouvelles émissions primaires et de la présentation des budgets. Celle de la France devrait rester sous pression dans la mesure où, quel que soit le gouvernement, les marges de manœuvre budgétaires seront limitées.

- Vue neutre sur le crédit européen après le retracement des stress suscités par la situation politique en France et par la volatilité d'août.
- La situation économique reste légèrement favorable et le retournement du cycle monétaire limite les risques financiers. Mais les primes de risque sont limitées et les taux sans risque déjà bas, limitant le potentiel du crédit même si le portage reste intéressant.
- Après le stress d'août, une légère prime persiste sur le crédit de meilleure qualité (IG) alors que les valorisations sont de nouveau exigeantes.
- Cela justifie notre prudence et notre grande sélectivité sur le HY au moment où les émissions pourraient nettement augmenter vu les besoins de refinancement des émetteurs plus fragiles. La baisse des taux est une belle opportunité pour eux.

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	=

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

- Le dollar s'est nettement déprécié en août depuis des niveaux élevés à la suite du pivot de la Fed et de l'évolution de la campagne électorale aux États-Unis. Cela dit, les anticipations de baisse de taux de la Fed nous semblent agressives. L'euro-dollar pourrait donc consolider un peu à court terme (vers 1,09) si la Fed n'est pas si rapide dans les baisses de taux alors que les risques politiques et géopolitiques soutiennent encore un dollar fort.
- Nous pensons que le prix du baril pourrait rebondir à partir des niveaux déprimés actuels. Notre objectif est de 83\$ le baril. Même si la consommation a du mal à rebondir, le marché semble trop optimiste sur le retour de la production de l'OPEP+ à partir d'octobre.
- Vue neutre sur l'or qui reste très cher, mais qui bénéficie de la dépréciation du dollar, de la baisse des taux réels et de la persistance des tensions géopolitiques.

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.