



STRATÉGIE & INVESTISSEMENT

LBPAM

Sebastian Paris-Horvitz
Directeur de la recherche

Xavier Chopard
Recherche & Stratégie

OCTOBRE 2024

LE CYCLE DE BAISSÉ DE TAUX EST BIEN ENCLENCHE

La croissance mondiale est globalement stable mais fragile en milieu d'année. Elle devrait rester limitée à court terme, avec des risques politiques importants. Mais les perspectives pour 2025 s'améliorent grâce à l'assouplissement plus rapide qu'attendu des conditions financières et au soutien des autorités chinoises. 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, aux États-Unis comme en zone euro, 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 un peu plus tard aux États-Unis.

La Fed a baissé ses taux de 0,5pt en septembre, rattrapant la BCE qui a baissé les siens pour la deuxième fois de 0,25pt. La confirmation de la désinflation et le ralentissement graduel des marchés de l'emploi permettent aux banques centrales d'envisager des baisses de taux un peu plus rapides. Nous pensons que la Fed et la BCE vont de nouveau baisser leur taux de 0,5pt d'ici fin 2024 et de 1pt d'ici la fin de l'été prochain. Les taux directeurs reviendraient donc à des niveaux neutres, un peu au-dessus de 3% aux États-Unis et de 2% en zone euro.

Les marchés intègrent des baisses de taux directeurs raisonnables. Nous pensons que les taux longs ne devraient pas baisser davantage, mais les obligations publiques offrent toujours un portage intéressant et de nouveau une protection contre les mauvaises surprises.

Pour les actifs risqués, notre scénario est plutôt porteur à moyen terme, même si les valorisations sont déjà élevées et les risques politiques poussent à une certaine prudence à court terme. En effet, les élections américaines restent incertaines, la situation politique et budgétaire en France est loin de s'être éclaircie et l'escalade des tensions au Moyen-Orient fait peser le risque d'un choc énergétique.

Dans ce contexte, nous augmentons graduellement notre exposition au risque dans notre allocation.

Nous restons neutres globalement sur les actions, car les attentes de bénéfice sont déjà élevées, même si la baisse des taux retire de la pression sur les valorisations. Mais nous surpondérons les marchés émergents, qui sont moins chers et devraient bénéficier des baisses de taux de la Fed et du soutien des autorités chinoises. Et nous revenons graduellement sur les actions américaines et japonaises, qui ne sont plus fortement surachetées. Nous surpondérons le crédit d'entreprise en Europe, en particulier le crédit de qualité qui offre un portage encore intéressant face à des risques limités sur les bilans.

Par
Sebastian PARIS-HORVITZ,
Responsable de la recherche
sebastian.parishorvitz@lbpam.com
Tel. (+33) 1 57 24 22 05
et
Xavier CHAPARD,
Stratégiste
xavier.chapard@lbpam.com
Tel. (+33) 1 57 24 26 58

NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

Economie

La croissance mondiale est globalement stable mais fragile en milieu d'année. Elle résiste toujours grâce au dynamisme du secteur des services et des États-Unis. Mais après un début d'année encourageant, le cycle industriel s'est détérioré et l'activité s'est affaiblie en Europe et en Chine cet été. Cela pèse particulièrement sur l'économie allemande.

La croissance devrait rester limitée à court terme avec des risques plutôt baissiers, surtout à un moment où les risques politiques et géopolitiques poussent les agents économiques à l'attentisme. En effet, les élections américaines restent incertaines, la situation politique et budgétaire en France est loin d'être éclaircie et l'escalade des tensions au Moyen-Orient fait peser le risque d'un choc énergétique.

Mais les perspectives pour 2025 restent positives et s'améliorent même depuis peu, laissant espérer une reprise un peu plus marquée l'année prochaine. Les marchés de l'emploi résistent toujours. Associés à la baisse de l'inflation, cela soutient la consommation. L'investissement devrait aussi bénéficier de conditions monétaires moins restrictives.

La confirmation de la désinflation des deux côtés de l'Atlantique, même si elle reste progressive, permet aux banques centrales de retirer le frein monétaire plus rapidement. L'inflation est repassée sous la cible de 2% en septembre en zone euro en partie grâce à l'énergie. L'inflation sous-jacente devrait revenir à la cible en milieu d'année prochaine. La Fed et la BCE ont baissé leur taux de 0,5pt cet été et nous anticipons qu'elles les baisseront encore de 0,5pt d'ici la fin de l'année et de 1pt d'ici la fin de l'été prochain.

Par ailleurs, les autorités chinoises réagissent enfin plus nettement à la dégradation de l'économie. Même si cela ne résout pas les

problèmes structurels qui sont derrière le ralentissement tendanciel de la croissance chinoise, cela réduit tout de même les risques baissiers pour le scénario global à plus court terme.

Marchés

Nous sommes globalement assez confiants sur les perspectives macroéconomiques et pour les marchés pour le moyen terme, avec une normalisation des conditions économiques, l'assouplissement des conditions financières et le retour de « l'assurance » de la Fed. Cela dit, les incertitudes économiques et surtout politiques restent importantes à court terme, à un moment où les marchés sont assez optimistes. Les primes de risques sont en effet, limitées, même si leur faiblesse n'est pas extrême.

Nous favorisons donc toujours une stratégie de diversification, tout en augmentant graduellement notre exposition aux actifs plus risqués.

Nous restons neutres sur le marché des actions en raison de valorisations assez élevées et des anticipations de profits fortes. Mais nous revenons sur les marchés américains et japonais, qui ne sont plus fortement surachetés, et surpondérons les marchés émergents qui bénéficient désormais du soutien des autorités chinoises et des baisses de taux de la Fed.

Nous augmentons notre exposition sur le crédit d'entreprise, qui bénéficie de fondamentaux solides. Si les primes sont limitées, les risques baissent avec l'assouplissement monétaire de la BCE. Nous restons toutefois toujours sélectifs sur le High Yield.

Scénarios de risque : Le principal risque reste celui d'une récession, en raison du ralentissement de l'emploi américain et des incertitudes politique en Europe, mais il diminue (20% contre 25%). Ce scénario 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	-

Nous adoptons une tonalité plus risquée dans nos choix, compte tenu de la légère amélioration de nos attentes pour 2025, et surtout de la baisse des taux surprise de 50bps de la part de la Fed le mois dernier. Tout ralentissement économique ou essoufflement du marché de l'emploi aux États-Unis pourrait être l'occasion d'accélérer le rythme de baisse des taux et d'offrir un soutien aux actifs risqués en écartant le risque de récession. Nous augmentons donc nos attentes sur les actions américaines et sur le crédit IG. Les niveaux de marché de la dette souveraine intègrent assez raisonnablement le changement de politique monétaire et les spreads de crédit et les valorisations des actions devraient être soutenues. Sur les actions, des attentes élevées de bénéfiques pour 2025 et des valorisations exigeantes nous empêchent d'afficher une surpondération.

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	+

- Nous adoptons une vue plus constructive sur les actions sur différentes zones pour des raisons de fort soutien de politique économique. Cela dit les actions sont déjà assez chères et les attentes pour 2025 élevées.
- Le retour du soutien de la Fed et la solidité de l'activité nous pousse à repasser neutre sur les actions américaines, malgré des valorisations tendues. Nous revenons aussi sur les actions japonaises maintenant que l'optimisme est moins marqué.
- Nous restons neutres sur les actions européennes malgré le potentiel à moyen terme en raison des incertitudes économiques et politiques plus élevées à court terme.
- Enfin, nous sommes positifs sur les actions émergentes qui restent attractives et devraient bénéficier du soutien des autorités chinoises et des baisses de taux de la Fed.

• Les obligations convertibles se sont bien comportées en septembre en délivrant plus que les marchés actions en raison de leur positionnement sectoriel favorable aux baisses de taux (services collectivité, immobilier notamment).

• Nous pensons que cette classe d'actifs bénéficie d'un environnement toujours favorable. Les marchés actions tiennent et les paramètres techniques sont très attractifs (volatilité implicite basse et spreads de crédit offrant un bon portage).

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	=

- Nous maintenons une position légèrement défensive sur le marché obligataire américain étant donné que la détente monétaire intégrée par le marché est déjà importante, surtout dans un contexte de résistance de l'économie. De plus, la prime de terme est faible alors que les déficits publics demeureront élevés quel que soit le résultat des élections présidentielles.
- En revanche, en zone euro, les derniers développements, tant du côté de la désinflation qu'en ce qui concerne la croissance faible, ont nettement renforcé le scénario d'accélération du rythme de baisse des taux de la BCE. Ceci, conjugué à un effet saisonnier de refinancement des États plus favorable au marché obligataire sur la fin d'année, nous pousse à être plus constructifs.
- Ce sera d'ailleurs bien plus bénéfique aux dettes périphériques sur lesquelles nous restons constructifs. Nous restons toutefois prudents sur la dette française qui pourrait être encore volatile dans les prochaines semaines.

- Nous restons positifs sur le marché du crédit d'entreprise de qualité (IG) qui devrait bénéficier de l'assouplissement monétaire de la BCE alors que la croissance est faible, mais reste positive, et pourrait même redémarrer en 2025.
- Dans ce contexte et avec un marché primaire qui permet aux entreprises de se refinancer sans difficulté, nous augmentons aussi nos investissements sur le marché du HY, surtout avant la réduction des émissions à l'approche de la fin de l'année. Mais comme nous percevons des signaux faibles négatifs sur certains secteurs, nous conservons une grande sélectivité sur ce marché et nous mitigeons nos expositions avec des solutions permettant de se protéger contre de mauvaises surprises.

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	=

- Nous maintenons notre cible à 1,09 pour l'Eurusd, un peu sous le taux actuel. Le dollar nous semble devoir bénéficier d'une inflation qui ralentit moins vite et d'une croissance qui se tient mieux tout en gardant un avantage en termes de différentiel de taux. Il offre aussi une couverture en cas de risque géopolitique.
- Nous adoptons une position neutre sur le pétrole. Il pourrait remonter encore à court terme vu les tensions au Moyen-Orient. Mais la demande limitée et l'offre abondante (surtout si l'OPEP+ augmente ses quotas) devrait maintenir les prix à un niveau limité en 2025.
- Vue neutre sur l'Or qui reste très cher, mais qui bénéficie de la baisse des taux réels et de la persistance des tensions politiques et 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.