

AVRIL 2025

LE CHOC PROTECTIONNISTE AMERICAIN MENACE LA CROISSANCE

Le début du second mandat de D. Trump est assez chaotique, notamment par son volet protectionniste. En effet, après l'annonce d'un vaste plan de fortes hausses tarifaires pour plus de 90 pays, le président a fait une rapide volteface pour infliger à tous les pays un droit de douane unique de 10% pendant 90 jours. Seule la Chine a conservé un taux très élevé, provoquant une escalade. Les États-Unis imposant un tarif de 145% aux importations chinoises, et la Chine 125% aux produits américains. Il est probable que d'autres changements auront encore lieu, ce qui introduit une grande incertitude dans la trajectoire de l'économie mondiale.

Aux États-Unis, le choc protectionniste actuel devrait coûter en croissance en 2025. En effet, ces hausses de tarifs sont une taxe sur les ménages comme sur les entreprises. Une perte brutale de la confiance pourrait accentuer le ralentissement économique. Nous pourrions frôler la récession en milieu d'année. Toutefois, en 2026, il est probable que le budget apporte un peu de soutien à l'économie avec des baisses d'impôts.

Comme facteur de résistance de la croissance en zone euro, nous intégrons les plans de hausse des investissements publics, notamment grâce à l'Allemagne. Néanmoins, les effets en 2025 seraient limités. A moyen terme, ils seront porteurs.

Il faut souligner que le choc actuel intervient alors que l'économie mondiale reste relativement robuste, tirée par l'activité dans les services, même si les États-Unis voient leur demande intérieure fléchir. Le contraste entre le début de l'année et le reste de 2025 risque d'être très marqué.

Nous pensons que nous verrons une convergence rapide de la croissance entre la zone euro et les États-Unis, dû à un fort ralentissement outre-Atlantique. En Chine, les autorités, devant la guerre commerciale, se disent prêtes à fortement stimuler l'économie intérieure, afin de

compenser le choc sur les exportations. Pour l'instant, nous projetons une croissance autour de 4%.

L'inflation, des deux côtés de l'Atlantique, a repris sa décélération. Néanmoins, les mois à venir devraient montrer une forte divergence. En zone euro, elle devrait continuer à converger vers 2%, alors que l'inflation américaine pourrait approcher 5% en deuxième partie d'année. Ici, le risque est que l'effet des tarifs sur l'inflation soit plus durable. Néanmoins, la récente baisse des prix de l'énergie devrait aider la dynamique désinflationniste.

La Fed devrait encore rester en pause, avant de poursuivre son assouplissement monétaire. Néanmoins sa tâche est compliquée par le scénario stagflationniste envisagé (moins de croissance, plus d'inflation). Nous incluons 3 baisses de taux en 2025. La BCE devrait poursuivre avec prudence ses baisses, pour converger vers 2% cette année.

La remise en cause de l'exceptionnalisme américain de ces dernières années pèse sur les actifs risqués américains. En effet, le protectionnisme de D. Trump et l'incertitude provoquée créent un environnement défavorable à la prise de risque. L'Europe devrait aussi en pâtir à très court terme. Néanmoins, à moyen terme, l'amélioration des perspectives européennes est haussière pour les actifs européens.

Dans un contexte de grande incertitude, nous optons pour une stratégie d'investissement prudente, avec une exposition réduite aux actifs les plus risqués. Nous restons bien exposés aux obligations souveraines européennes et au crédit de bonne qualité.



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 un peu début 2025, notamment à cause d'une demande américaine moins porteuse. En même temps, la croissance en zone euro semble se stabiliser, mais reste très faible. Du côté sectoriel, la croissance est toujours tirée par les services, alors que le cycle industriel peine à retrouver de la vigueur. L'activité en Chine se reprend un peu, mais reste fortement portée par la demande étrangère.

Le reste de l'année risque d'être différent, avec de vrais risques sur la croissance à cause des politiques protectionnistes américaines. Après un début chaotique dans la mise en place des droits de douane très élevés sur plus de 90 pays, D. Trump, après une réception très négative des marchés, a décidé de suspendre ces hausses pendant 90 jours. Néanmoins, un taux identique de 10% a été instauré sur tous les pays, sauf la Chine. Celle-ci ferait face à un taux de 145%.

Ce taux extrême répond aux représailles chinoises, qui ont introduit un taux de 125% sur les biens importés américains. Les niveaux des tarifs pourraient continuer à changer en cours d'année. Néanmoins, les États-Unis seront les plus touchés par ces mesures. Si les premières mesures pouvaient plonger presque à coup sûr l'économie américaine en récession, les nouveaux taux restent très élevés et vont fortement peser sur la croissance. En effet, cette hausse des tarifs douaniers est une taxe sur les entreprises comme sur les ménages. Évidemment, l'inflation devrait repartir à la hausse en cours d'année, touchant même 5% vers la fin de l'année.

En zone euro, dans l'état, l'impact de ces tarifs sera surtout négatif sur la croissance mais devrait avoir peu d'effet sur l'inflation. La région pourrait aussi en partie combler le choc sur l'activité grâce aux premiers effets des nouvelles dépenses budgétaires en Allemagne et dans d'autres pays, notamment orientés à soutenir l'industrie de la défense.

Pour la Chine, les tarifs viennent bloquer un des piliers de son expansion : ses exportations. Néanmoins, les autorités semblent vouloir démontrer qu'elles peuvent soutenir la demande intérieure pour contrer le choc brutal des tarifs.

Il est certain que l'incertitude introduite par les politiques protectionnistes américaines sera un facteur négatif pour l'expansion économique.

Côté banques centrales, la BCE devrait continuer à baisser ses taux directeurs vers 2% en 2025. Néanmoins, le chemin

pourrait être plus prudent. Aussi, si les effets du choc américain sur la croissance étaient plus marqués, poussant l'inflation à la baisse, l'ampleur des réductions des taux serait plus importante. **Le niveau de 2% pour le taux directeur est très proche du taux d'équilibre.**

La Fed devrait être encore patiente, mais sera confronté à un dilemme difficile en cours d'année. Alors que l'inflation montera, la croissance va fortement faiblir. Trois baisses des taux directeurs semblent cohérentes en 2025 avec ce scénario.

Marchés

L'incertitude n'est évidemment pas l'amie des marchés. Aujourd'hui, le choc protectionniste américain crée des conditions particulièrement difficiles avec une volatilité accrue. L'onde de choc provenant des États-Unis, par son impact sur l'économie américaine, fragilise évidemment les actifs américains. Ainsi, il se pourrait bien que « l'exceptionnalisme » américain qui a prévalu depuis plusieurs années se dissipe. Même si aucune région ne sera épargnée en cas de faiblesse américaine, des opportunités relatives pourraient apparaître, notamment dans le cas où des mesures visant à stimuler la croissance seraient prises.

Nous restons très prudents sur les actifs risqués américains (actions et crédit). S'ils ont commencé à s'ajuster, ils restent chers et pourraient continuer de souffrir. En effet, les perspectives de croissance ont été nettement revues à la baisse. Néanmoins, leur évolution dépendra considérablement de la direction de la politique économique.

Nous sommes aussi prudents à court terme sur les actifs risqués européens devant les risques venant des États-Unis. Une volatilité forte pourrait encore persister. Néanmoins, avec des valorisations raisonnables, une politique monétaire qui s'approche de l'équilibre, et surtout une volonté de stimuler la croissance (Allemagne), les perspectives de moyen terme semblent bien plus constructives.

Nous gardons notre préférence pour les obligations souveraines et le crédit de qualité en Europe, qui offrent un portage attractif après la forte hausse des taux. Ils ont aussi la capacité d'absorber la volatilité des actifs risqués.

Nous pensons aussi qu'un niveau de cash plus élevé que d'habitude est nécessaire, pouvant être déployé en cas de nouvelles opportunités.

SYNTHESE DES VUES 3 MOIS DE LA GESTION PAR CLASSE D'ACTIFS

Classe d'actifs	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Actions	Négatif	=
Souverains	Positif	=
Crédit	Négatif	-
Monétaire	Positif	+

Nous conservons une vue plutôt constructive pour les marchés à moyen terme, d'autant que les baisses récentes redonnent un peu plus d'air en termes de valorisation des différentes classes d'actif.

Mais à court terme, nous restons prudents vu que les incertitudes devraient rester très élevées et que le consensus n'a pas encore intégré en totalité la dégradation des perspectives économiques selon nous. Nous restons encore légèrement prudents sur les actions des deux côtés de l'Atlantique, dont les valorisations sont seulement revenues à leur moyenne. Et nous devenons plus défensifs sur le crédit, en particulier américain et HY. Nous préférons les actions japonaises et émergentes qui sont déjà décotées et pourraient bénéficier des mesures de soutien plus importantes des autorités chinoises.

Comme nous le pensions, les taux en Europe se sont consolidés après leur forte hausse d'après les annonces fiscales allemandes, et sont désormais à un niveau neutre. Nous restons prudents sur les obligations américaines qui pourraient montrer une très grande volatilité. Notre préférence va sur les obligations indexées vu le niveau assez bas des anticipations d'inflation malgré le choc stagflationniste auquel nous faisons face outre-Atlantique.

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	=

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

<ul style="list-style-type: none"> Après de bonnes performances en début d'année, les obligations convertibles ont bien résisté en mars malgré des marchés actions baissiers. Cette classe d'actif devrait bénéficier d'un environnement toujours favorable malgré le manque de visibilité sur les marchés actions à court terme, car elle bénéficie de valorisations attractives et parce que leur convexité est un atout pour traverser les à-coups de marché en période d'incertitude. Le dynamisme du marché primaire depuis le début de l'année (20,7 mds) est aussi de bon augure. 	<ul style="list-style-type: none"> Les chocs et incertitudes politiques sont élevés et rendent difficile l'analyse "habituelle" que nous faisons des données historiques. A l'aube de la saison de publication des résultats du T1 des entreprises, les analystes n'ont pas mis à jour leurs anticipations de bénéfiques mais la tendance baissière risque de s'amplifier. Les valorisations des actions se sont normalisées, mais encore une fois sur des métriques mouvantes et sans atteindre des niveaux très attractifs. Dans ce contexte très incertain, nous maintenons notre vue réservée sur les actions américaines et européennes (qui sont exposées significativement aux marchés américains). Nous sommes néanmoins conscients que le risque de bonne surprise existe, ce qui nous empêche d'être très négatif. Nous trouvons que le marché japonais est en relatif plus attractif après une violente correction. De la même façon, les pays émergents sont aussi plus immunisés, à la fois car le <i>sell-off</i> en Chine (<i>H-shares</i>) a été particulièrement violent, mais aussi car les autres marchés semblent plus protégés (Latam, Inde ou Chine <i>A-shares</i>).
---	---

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

- Dans un contexte de très grande incertitude liée à la politique imprévisible de D. Trump, nous sommes prudents sur le potentiel du marché obligataire tout en appréciant leur caractère protecteur en cas de mauvaises nouvelles.
- Nous sommes neutres sur le marché américain en raison des risques inflationnistes et de remise en cause du statut de valeur refuge, même si le ralentissement économique leur est favorable. Et les attentes des investisseurs en termes de baisse des taux de la Fed sont un peu élevées selon nous.
- Pour la zone euro, nous sommes plus prudents maintenant que les taux se sont stabilisés après leur rebond à la suite des annonces budgétaires allemandes de début mars. Le potentiel de baisse des rendements longs européens nous paraît limité dans un contexte de résistance de l'économie et de besoins de refinancement des Etats en hausse.
- Sur les dettes souveraines périphériques, nous reprenons néanmoins une vue plus constructive car les primes sont moins compressées. Enfin, les anticipations d'inflation de marché restent très faibles et peuvent à nouveau justifier une allocation en faveur de titres indexés sur l'inflation.

- Le choc causé par les annonces tarifaires américaines en début de mois a touché évidemment les marchés de crédit en commençant par les plus risqués comme le HY et le segment des subordonnés bancaires (AT1).
- Nous pensons que les incertitudes vont rester importantes et qu'un équilibre ne sera pas trouvé tout de suite. Ces incertitudes sont défavorables aux marchés risqués.
- L'Europe sera probablement moins impactée que la zone US car le choc de croissance est moins fort et la politique monétaire moins contrainte. L'IG devrait aussi mieux résister que le crédit le plus risqué (HY) dans un contexte de liquidité plus réduite.

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	=

- La dégradation des perspectives économiques et de la visibilité politique aux États-Unis a fortement pesé sur le dollar, qui est au plus bas depuis 3 ans. Partant d'une position très surévaluée, le potentiel de dépréciation reste important à moyen terme. Cela dit, le mouvement est probablement un peu exagéré à court terme, surtout dans un contexte où la Fed est contrainte dans son assouplissement.
- Le pétrole a souffert de la hausse de l'aversion au risque et de la dégradation des perspectives de croissance mondiale, et l'OPEP + commence à réaugmenter sa production. Mais ce retour est piloté pour ne pas mener à une forte baisse du prix, et les risques liés à l'Iran et au Venezuela ajoute de l'incertitude.
- L'or est très cher et devrait le rester dans un contexte économique et géopolitique incertain.

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.