

Delta négatif

Edito Stratégie d'Investissement Mensuelle



Gilles Moëc,
AXA Group Chief Economist,
Head of AXA IM Research



Greg Venizelos,
Credit & Macro Strategist,
Core Investments – Research

Points clés

- La "vague delta" nuit à la rapidité de la reprise. Pourtant, l'impact de chaque vague sur l'activité économique a été inférieur à celui de la précédente. Il est probable que l'on retrouve le même schéma cette fois-ci.
- L'approche prudente des banques centrales, même face à des chiffres d'inflation spectaculaires aux États-Unis, se trouve justifiée. Il est plus difficile de trouver le bon dosage pour la politique budgétaire.
- Les taux obligataires ont défié les attentes et devraient continuer de baisser au troisième trimestre, sous l'effet de facteurs techniques et macroéconomiques ainsi que de la confiance. Les pressions à la baisse devraient durer tout l'été avant que les événements de septembre ne permettent aux rendements d'augmenter en fin d'année.

Ce n'est pas fini tant que ce n'est pas fini

Le succès de la réouverture des économies a toujours été dépendant de l'issue de la course entre les vaccins et l'émergence de variants plus agressifs. Même dans les pays où la vaccination a été plus rapide, l'immunité collective n'avait pas encore été atteinte au début de l'été. La pression pour lever les restrictions était naturellement forte, et des décisions de normalisation rapides ont fait repartir les nouvelles contaminations dans certains pays, notamment au Royaume-Uni, qui sert une fois de plus de « cobaye » pour les autres pays développés. Bien que plus de 50% de la population y ait été vaccinée à deux reprises et qu'il soit clairement établi que les vaccins offrent une protection élevée contre les formes graves de la maladie, la pression sur le système de santé britannique s'accroît. Le fait que le centre américain de contrôle des maladies (CDC) ait déconseillé de se rendre au Royaume-Uni témoigne du niveau d'inquiétude. Plus généralement, la saison touristique, si cruciale pour les pays d'Europe du Sud, est désormais compromise. Dans ce contexte, il est compréhensible que le marché action en prenne note, les investisseurs revoyant à la baisse leurs prévisions d'une normalisation complète au second semestre 2021.

Mais tout n'est pas si sombre. Dans la plupart des économies avancées, chaque nouvelle vague a eu un impact moindre sur l'activité économique que la précédente. Il y a de bonnes raisons de penser que le même schéma s'appliquera à celle-ci. L'une des principales évolutions dans ce domaine est l'adaptation progressive des restrictions au statut vaccinal. Cela soulève toutes sortes de questions juridiques et politiques, mais le fait d'autoriser la poursuite des activités dépendantes du contact pour les personnes entièrement vaccinées éliminera la nécessité d'interdictions générales dans les principaux secteurs de services déjà durement touchés lors des précédentes vagues. La France et l'Italie ont

clairement choisi cette voie. Un effet secondaire très positif de cette approche est que de nombreuses personnes qui hésitaient jusqu'à présent à se faire vacciner sont désormais fortement incitées à le faire, favorisant les progrès vers l'immunité collective.

Il sera cependant impossible d'éviter tous les effets négatifs sur la trajectoire de croissance. Au-delà des décisions gouvernementales, l'impact d'une nouvelle vague sur l'activité dépend des comportements individuels. Les mesures d'évitement de précaution, qui seront probablement adoptées même par certaines personnes vaccinées, affecteront probablement les activités pour lesquelles un contact est nécessaire. Du côté de l'offre, des difficultés devraient vraisemblablement persister, ne serait-ce qu'en conséquence des politiques de dépistage et de traçage qui contraignent des employés à s'isoler (au Royaume-Uni l'impact est déjà perceptible dans des secteurs clefs comme la vente au détail ou les transports). Au-delà des industries domestiques, la résurgence des craintes liées à la pandémie devrait venir rappeler que dans bien des régions le taux de vaccination reste trop bas pour être en mesure d'écarter véritablement une nouvelle vague. C'est bien sûr le cas dans de nombreux pays émergents, mais certaines économies avancées comme le Japon et l'Australie sont dans la même situation. Cela affectera la capacité de normalisation du commerce mondial.

La "vague Delta" justifie la prudence des banques centrales. La communication plutôt « colombe » de la Réserve Fédérale (Fed), qui subissait de plus en plus de pression compte tenu des chiffres spectaculaires d'inflation ces derniers mois, est désormais pleinement validée. Les ruptures d'approvisionnement pourraient continuer à pousser les prix à la hausse dans certains secteurs, mais les marchés semblent avoir intégré la nature spécifique et transitoire de ces chocs. L'opinion que l'inflation devrait par conséquent suivre une trajectoire en bosse sur 2021/2022 – notre hypothèse de départ – devient très consensuelle. En Europe, la Banque Centrale Européenne (BCE) devrait communiquer sur les perspectives de sa politique en cohérence avec les conclusions de sa revue stratégique, en se basant davantage sur les résultats : elle devra observer une accélération réelle et persistante de l'inflation sous-jacente avant de décider d'une quelconque normalisation de sa politique, et non plus juste une inflexion de ses prévisions.

Alors que nous pouvons toujours compter sur un soutien important des politiques monétaires – avec un retrait de ce support qui pourrait être reporté en fonction de l'impact du variant Delta – trouver le bon réglage des politiques budgétaires pourrait s'avérer plus compliqué. Avec la réouverture complète depuis le printemps, les gouvernements se préparaient à stopper leurs programmes d'urgence, qui ont protégé le revenu des foyers et les finances des entreprises dans les secteurs les plus touchés. Dans une situation d'entredeux, avec des mesures de restriction mais pas d'interdiction complète, les gouvernements pourraient hésiter à prolonger ces programmes une fois de plus. De ce point de vue, le Royaume-Uni va une nouvelle fois fournir une expérience intéressante (il est à ce stade prévu que son régime chômage partiel soit arrêté).

Le provisoire est-il durable ?

Les investisseurs continuent de s'interroger sur l'évolution du rendement des titres de dette publique. Les anticipations de hausse des taux ont été repoussées au deuxième trimestre, avec une baisse des taux réels depuis la fin du mois de mars et une réduction des anticipations d'inflation depuis la fin du mois d'avril. Il semble probable que les pressions à la baisse se maintiennent pendant l'été, avant qu'une succession de décisions en septembre – notamment un signal de la Fed sur une réduction de son rythme d'achat de titres, l'adoption de nouveaux programmes de dépenses et un relèvement du plafond de la dette – ne permettent aux taux de remonter en fin d'année. Nos signaux de valorisation suggèrent que le taux à 10 ans du Trésor américain se négocie en dessous de sa juste valeur à hauteur de 30 à 40 points de base. Une confluence de facteurs a contribué au repli persistant des rendements depuis le premier trimestre : facteurs macroéconomiques, techniques et psychologiques. Certains de ces facteurs devraient persister à court terme.

Les finances des ménages et, de manière plus générale, la demande sous-jacente semblent être en mesure de soutenir une dynamique économique supérieure à la normale jusqu'à la fin de l'année. Mais l'émergence du variant Delta constitue un frein à la réouverture, qui varie selon les économies. Les pays où les taux de vaccination sont élevés tendent à laisser le variant se propager ; l'impact sur l'activité devrait y être relativement léger, même si des perturbations du côté de l'offre et un comportement de précaution accru viendront entraver la croissance. Les pays où les taux de vaccination sont plus faibles pourraient devoir imposer des restrictions plus strictes afin de limiter la propagation, avec un impact bien plus élevé sur la croissance. Les contraintes d'approvisionnement pèsent également sur le rythme du rebond économique, reflétant des problèmes à court terme sur les marchés du travail, les matières premières et les puces à semi-conducteurs, par exemple. L'impasse politique aux États-Unis a encore réduit l'ampleur prévisible d'un soutien budgétaire supplémentaire de la part de l'administration Biden. Nous attendons plus de clarté sur l'avancement d'un programme budgétaire après l'été.

La contraction du compte général du Trésor a ajouté une couche supplémentaire de liquidités en plus de celles provenant du programme d'assouplissement quantitatif de la Fed. Bien qu'une grande partie de ces liquidités soit retournée au bilan de la Fed par le biais de prises en pension, il est peu probable qu'elles y restent de manière permanente, ce qui suggère qu'un flux important de liquidité continuera à circuler dans le système. Cela exerce une pression à la baisse sur les taux obligataires américains, laquelle pourrait persister pendant la majeure partie du troisième trimestre. En outre, les taux des obligations

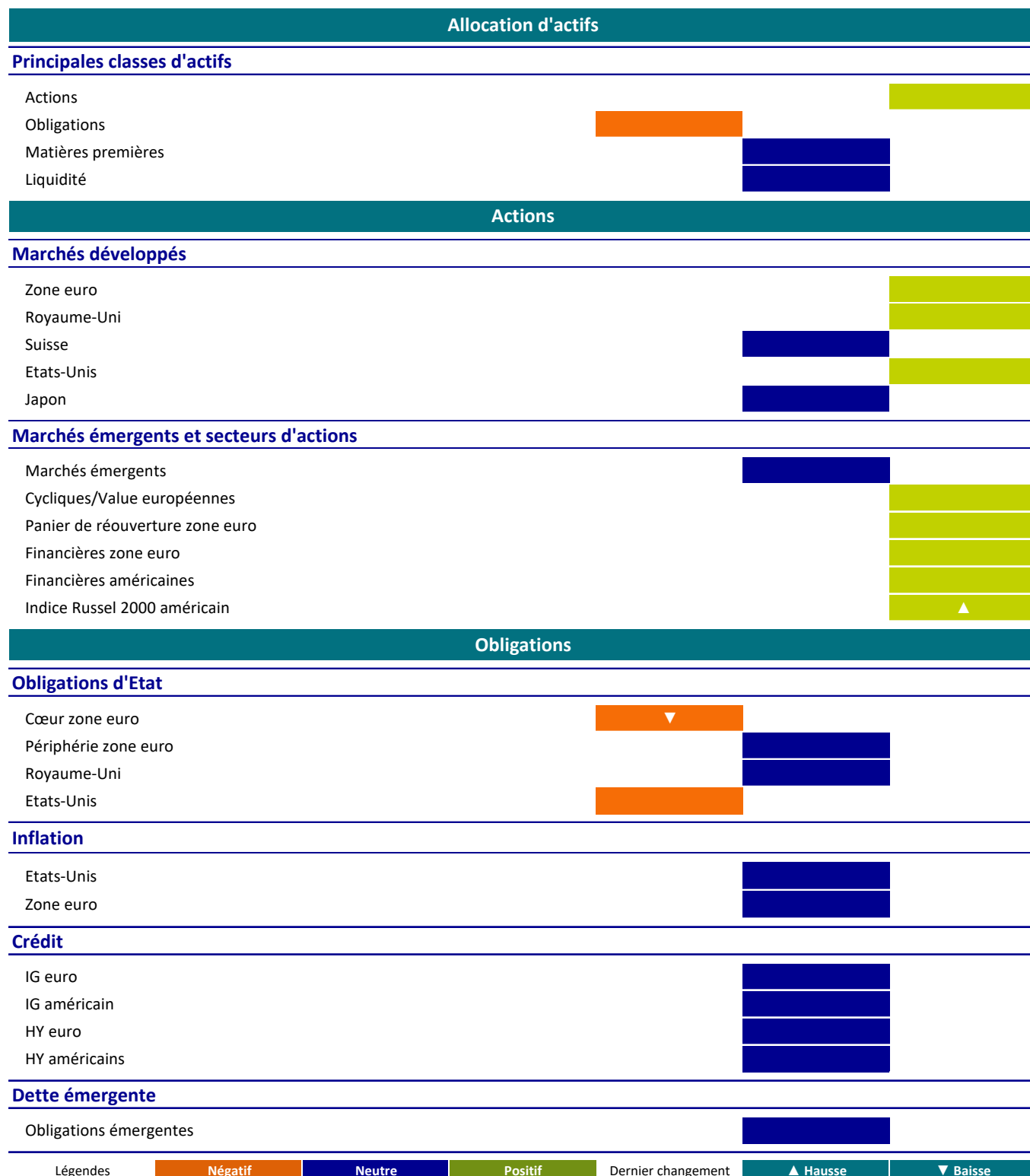
d'Etat américaines restent attrayants pour les investisseurs étrangers même en intégrant le coût de couverture de change, offrant environ 1% de rendement supplémentaire par rapport aux Bunds à 10 ans, un autre facteur qui devrait rester en place pendant l'été. Dans le même temps, l'offre de titres américains devrait rester limitée jusqu'à ce que le plafond de la dette soit relevé à nouveau cet été (l'offre nette de titres d'Etat américains est tombée à zéro après les achats de la Fed ce printemps). Même si cet effet devrait commencer à se dissiper en septembre, les marchés des obligations américaines resteront sous-approvisionnés pendant l'été.

Le « *roll-down* » punitif et le portage négatif qui ont découragé le positionnement à découvert au début deuxième trimestre en raison de la tension de la courbe des taux américains ont été réduits après un aplatissement de la courbe notable. De plus, le positionnement des investisseurs institutionnels semble être revenu à un niveau neutre et une grande partie des positions de vente spéculatives ont été liquidées lorsque les taux américains ont continué à baisser début juillet. Un positionnement vendeur limité peut ouvrir la voie à une trajectoire haussière des taux. Enfin, la baisse abrupte des taux au cours de la première semaine de juillet peut avoir eu un effet négatif sur le ratio de couverture des fonds de pension, entraînant l'achat de bons du Trésor à longue maturité en guise de couverture.

En dépit de certaines baisses récentes, les actifs risqués ont bien résisté à la diminution des taux. En dehors des scénarios de risques extrêmes, nous restons constructifs sur le crédit jusqu'à la fin de l'année. Les faibles taux d'intérêt et les stabilités des bénéfices devraient soutenir les fondamentaux, entraînant un désendettement via le dénominateur (dette/bénéfices). En outre, les cycles de défaut des anges déchus (*fallen angels*) touchent à leur fin et le relèvement des notations constitue un soutien pour les rendements des portefeuilles de crédit. De même, les marchés actions sont soutenus par les politiques monétaires et budgétaires et le rebond des bénéfices conformément aux attentes des analystes pour 2021. Les perspectives de bénéfices pour 2022 sont confrontées à des vents contraires en raison du variant Delta, mais elles restent bien orientées au total. La rotation en faveur des valeurs *value* par rapport aux valeurs de croissance s'est interrompue au deuxième trimestre, les taux réels ayant reculé aux niveaux du début de 2021. Nous pensons toutefois qu'elle pourrait reprendre au quatrième trimestre, conformément à nos prévisions de taux plus élevés.

**[Télécharger la présentation détaillée de
notre Stratégie d'Investissement de juillet \(en anglais\)](#)**

Allocation d'actifs recommandée



Légendes

Négatif

Neutre

Positif

Dernier changement

▲ Hausse

▼ Baisse

Source : Recherche AXA IM – au 21 juillet 2021

Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2020		2021*		2022*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
Monde	-3.6	5.7		4.3		
Economies avancées	-5.3	5.3		4.2		
Etats-Unis	-3.4	6.4	6.7	4.5	4.1	
Zone euro	-6.8	4.4	4.4	3.7	4.4	
Allemagne	-5.3	2.7	3.3	3.4	4.2	
France	-8.3	5.9	5.5	3.1	3.9	
Italie	-8.9	4.8	4.5	4.1	4.2	
Espagne	-11.0	5.2	5.7	5.0	5.7	
Japon	-4.9	2.7	2.6	3.4	2.8	
Royaume-Uni	-10.0	6.8	6.6	5.8	5.3	
Suisse	-3.0	3.6	3.5	3.3	2.9	
Economies émergentes	-2.5	6.0		4.4		
Asie	-1.1	7.4		5.1		
Chine	2.3	8.5	8.7	5.5	5.6	
Corée du Sud	-0.8	4.0	4.1	3.0	3.2	
Reste de l'Asie émergente	-5.3	6.5		4.7		
LatAm	-7.3	5.0		2.7		
Brésil	-4.1	4.7	4.8	2.5	2.2	
Mexique	-8.5	5.4	5.6	2.3	3.1	
Europe émergente	-2.3	4.2		3.6		
Russie	-2.8	3.0	3.3	2.5	3.3	
Pologne	-2.7	4.1	4.7	4.6	4.7	
Turquie	1.6	6.1	5.7	4.6	5.7	
Autre EMs	-3.7	3.3		4.1		

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 20 juillet 2021

* Prévisions

Inflation IPC (%)	2020		2021*		2022*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
Economies avancées	0.8	2.3		1.7		
Etats-Unis	1.2	3.6	3.5	2.6	2.6	
Zone euro	0.3	1.7	1.8	1.5	1.4	
Japon	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5	
Royaume-Uni	0.9	2.2	1.7	2.1	2.3	
Suisse	-0.7	0.4	0.4	0.5	0.5	

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 20 juillet 2021

* Prévisions

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

Résumé des prévisions

Politique des banques centrales

Dates de réunions et prévisions de révisions (taux en % / QE en Mds)

		Actuel	3T -21	4T -21	1T -22	2T -22
Etats-Unis - Fed	Dates		27-28 juil	2-3 nov	25-26 Janv	3-4 Mai
	Taux	0-0,25	21-22 sept	14-15 déc	15-16 mars	14-15 juin
Zone euro - BCE	Dates		22 juil	28 oct	20 janv	14 avril
	Taux	-0,50	9 sept	16 déc	10 mars	9 juin
Japon - BoJ	Dates		15-16 juil	27-28 nov		
	Taux	-0,10	21-22 sept	16-17 déc		
Royaume-Uni - BoE	Dates		5 août	4 nov	3 fév	5 mai
	Taux	0,10	23 sept	16 déc	7 mars	16 juin
			inch (0,10)	inch (0,10)	inch (0,10)	inch (0,10)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 20 juillet 2021

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

Notre recherche est disponible sur internet: <http://www.axa-im.com/en/insights>



Insights Hub

The latest market and investment
insights, research and expert views
at your fingertips

www.axa-im.com/insights

AVERTISSEMENT

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et ne constitue ni une recherche en investissement ni une analyse financière concernant les transactions sur instruments financiers conformément à la Directive MIF 2 (2014/65/UE) ni ne constitue, de la part d'AXA Investment Managers ou de ses affiliés une offre d'acheter ou vendre des investissements, produits ou services et ne doit pas être considérée comme une sollicitation, un conseil en investissement ou un conseil juridique ou fiscal, une recommandation de stratégie d'investissement ou une recommandation personnalisée d'acheter ou de vendre des titres financiers. Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée.

Toutes les données de ce document ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques et de marché. AXA Investment Managers décline toute responsabilité quant à la prise d'une décision sur la base ou sur la foi de ce document. L'ensemble des graphiques du présent document, sauf mention contraire, a été établi à la date de publication de ce document. Du fait de sa simplification, ce document peut être partiel et les informations qu'il présente peuvent être subjectives.

Par ailleurs, de par la nature subjective des opinions et analyses présentées, ces données, projections, scénarii, perspectives, hypothèses et/ou opinions ne seront pas nécessairement utilisés ou suivis par les équipes de gestion de portefeuille d'AXA Investment Managers ou ses affiliés qui pourront agir selon leurs propres opinions. Toute reproduction et diffusion, même partielles de ce document sont strictement interdites, sauf autorisation préalable expresse d'AXA Investment Managers.

Rédacteur : AXA Investment Managers – Tour Majunga, La Défense 9, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux. Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826.

© AXA Investment Managers 2021

AXA Investment Managers SA

Tour Majunga – La Défense 9 – 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux – France
Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826