

Le choc devient palpable

Edito Stratégie d'Investissement Mensuelle



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



Chris Iggo,
AXA IM Chief Investment Officer,
Core Investments

Points clés

- Les prix de gros du gaz ont baissé, mais l'impact de la guerre en Ukraine sur la zone euro est désormais tangible dans les enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs.
- Les politiques budgétaires nationales atténuent le choc sur la croissance, mais aucun progrès n'a été fait quant à une réponse européenne commune.
- La pression supplémentaire sur les prix du pétrole renforce la détermination de la Réserve Fédérale à taper « vite et fort ».
- Les valorisations se sont ajustées.
- Les incertitudes macroéconomiques continueront de peser sur le sentiment des investisseurs.
- Le crédit commence à paraître plus attrayant.

Choc de confiance

Les prix de l'énergie sont le principal canal de transmission de la guerre en Ukraine à l'économie mondiale. Les prix du gaz, crucial pour l'Europe, ont considérablement reflué ces dernières semaines, passant d'un pic de plus de 200 EUR/MWhs à environ 100 EUR/MWh entre le début et la fin du mois, le marché anticipant probablement une poursuite des flux de gaz russe vers l'UE. C'est dans l'intérêt de Moscou d'accumuler le plus possible de devises fortes par ce biais puisque sa banque centrale a perdu l'accès à la majeure partie de ses réserves. Pour l'UE, il ne semble pas y avoir de solution à court terme pour se sevrer rapidement du gaz russe. La promesse américaine d'exporter 15 milliards de mètres cubes supplémentaires de gaz naturel liquéfié (GNL) vers l'Europe ne compenserait que 10% des importations en provenance de Russie.

Pourtant, malgré l'amélioration des prix du gaz, les retombées économiques de la guerre en Ukraine deviennent palpables dans la zone euro, notamment en Allemagne où les composantes avancées de l'enquête IFO dans le secteur manufacturier ont atteint des niveaux inférieurs à ceux observés lors de la « mini-récession » de 2012-2013. La confiance des consommateurs également a accusé le coup en mars. C'est un élément clé pour évaluer la profondeur du choc. Jusqu'à présent, ce sont les industries à forte intensité énergétique et axées sur l'exportation qui subissent le plus gros de l'impact. L'impact du choc d'inflation sur les dépenses de consommation, et donc sur les services, peut être atténué dans une certaine mesure par la politique budgétaire, et la France et l'Allemagne ont révisé à la hausse leurs plans de soutien à court terme jusqu'à environ 1% du PIB. Cependant, si les consommateurs revoient brusquement à la baisse leurs

perspectives personnelles, une grande partie de ce soutien budgétaire sera absorbé par une augmentation de l'épargne de précaution.

Les responsables politiques européens semblent rechercher une certaine « division du travail » : la politique budgétaire se concentrerait sur la protection de l'activité économique, tandis que la Banque Centrale Européenne (BCE) s'attacherait à maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation. Toutefois, si l'arme budgétaire est émoussée, la BCE pourrait être contrainte

de reconsidérer sa « trajectoire de normalisation graduelle ». Pour autant, il nous semble que le seuil pour une telle réorientation est élevé tant la pression inflationniste pèse sur le diagnostic de la banque centrale. Le resserrement actuel peut être retardé, mais il est peu probable qu'il puisse être inversé.

Cela laisse les pays « périphériques » dans un état fragile. Pour l'instant, la pression du marché a été mesurée, les rendements à long terme italiens restant légèrement inférieurs au taux d'intérêt moyen actuel sur le stock de la dette (2,5%), ce qui continue de maintenir le fardeau de la dette à un niveau gérable. Pourtant, on aurait pu espérer que des progrès rapides soient réalisés sur la poursuite de la mutualisation de la dette européenne avant que la BCE mette fin à l'assouplissement quantitatif. La réunion du Conseil européen de mars a été décevante de ce point de vue. Nous devons probablement attendre la fin du mois de mai et un rapport de la Commission européenne pour voir quelque chose de substantiel sur le sujet, et pour l'instant, il ne semble pas y avoir de soutien clair du côté allemand pour une avancée.

Si les prix du gaz ont baissé, ceux du pétrole restent élevés. Une partie de cette divergence peut s'expliquer par le fait que l'UE pourrait plus facilement décider de boycotter le pétrole russe que le gaz en cas d'escalade supplémentaire. Pourtant, cela n'affecterait guère le volume global de pétrole disponible sur le marché mondial. Les tensions avec l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), et la réticence des producteurs américains à stimuler la production de pétrole non conventionnel en raison de l'incertitude réglementaire et des contraintes sur les chaînes d'approvisionnement sont probablement de meilleurs candidats. Quoiqu'il en soit, cette situation continue d'alimenter l'inflation aux Etats-Unis et renforce la détermination de la Réserve fédérale (Fed) à agir « fermement et rapidement » pour maîtriser à nouveau l'inflation. La communication de la Fed est devenue « full hawkish » ces derniers temps, et le marché obligataire a réagi, les rendements à 10 ans atteignant – enfin – le niveau à long terme des Fed Funds prévu dans les projections médianes du Comité de politique monétaire américain (FOMC). Nous avons toutefois des doutes sur la capacité de la Fed à réaliser l'intégralité du resserrement prévu. Bien que les salaires nominaux aient accéléré aux Etats-Unis, ils sont en baisse en termes réels, ce qui pèsera de plus en plus aux dépenses de consommation. Si l'on ajoute à cela l'impact du durcissement des conditions financières sur le comportement des entreprises et une probable paralysie budgétaire d'ici à la fin 2022 si les Républicains remportent les élections de mi-mandat, la « surchauffe » actuelle de l'économie américaine pourrait laisser place à un taux de croissance plus modeste.

Les valorisations s'améliorent, mais les marchés ne sont pas bon marché pour autant

Les primes de risque augmentent dans toutes les classes d'actifs en réponse à l'incertitude accrue résultant de l'inflation, du resserrement monétaire et du conflit en Ukraine. En d'autres termes les valorisations s'améliorent. Mais cela signifie-t-il nécessairement que les actifs deviennent "moins chers" ? Ces dernières années, les prix des actifs ont été largement déterminés par la politique monétaire dominante, c'est-à-dire l'assouplissement quantitatif, qui a eu un impact direct sur les prix des obligations et a conduit à des décisions d'allocation de portefeuille qui ont fait baisser les primes de risque. Pour être provocateur, de nombreux prix d'actifs se sont éloignés des fondamentaux. Aujourd'hui, les marchés se réadaptent à un monde où l'inflation est plus élevée et où la croissance est incertaine, sans le support de ce qui a été communément appelé le "put de la banque centrale".

Les prix des actifs se sont déjà beaucoup ajustés par rapport aux niveaux élevés atteints suite au soutien politique massif apporté après le début de la pandémie de COVID. Les rendements des obligations d'Etat allemandes à 10 ans sont supérieurs de 120 points de base (pdb) à ce qu'ils étaient à la mi-2020, tandis que les rendements du Trésor américain ont récemment atteint 2,5% par rapport à un creux de 0,5% à la mi-2020. En Europe, les « spreads » de crédit se sont également élargis, l'écart de rendement des indices de la catégorie investissement contre taux de swaps a récemment atteint 90 pdb, soit deux fois leur niveau le plus bas de la période COVID. Des mouvements similaires en proportion ont été observés sur les marchés du haut rendement et du crédit américain.

Le changement du régime de valorisation des actions a également été une caractéristique de l'année dernière. Le ratio cours/bénéfices (le « multiple » ou ratio PE) de l'indice MSCI World a atteint un pic de 32,9 fois les bénéfices au quatrième trimestre 2020 et est tombé à 21,4 fois l'année dernière, selon les données de Bloomberg. Le début du resserrement monétaire entraîne généralement des baisses de plusieurs points des ratios cours/bénéfices. Bien sûr, cela signifie que les prix des actions chutent. Les performances de la plupart des principaux marchés d'actions sont négatives cette année, comme elles le sont pour les marchés de titres à taux fixe, en réponse à la hausse des rendements.

Le comportement des investisseurs va être intéressant à suivre. La baisse des prix des actifs suggère que les rendements pourraient s'améliorer à l'avenir. Les pertes subies ces derniers mois, notamment sur les marchés obligataires, se situent bien à gauche de la distribution des rendements historiques. L'impact marginal sur les performances d'une nouvelle hausse des

rendements obligataires par rapport à leurs niveaux actuels serait bien moindre qu'il ne l'a été lorsque les rendements ont commencé à augmenter début 2021. Aux Etats-Unis, les rendements du Trésor à 10 ans ont récemment touché 2,5%, ce qui est proche du pic du taux des Fed Funds implicite du célèbre graphique « dot plot » représentant les anticipations des membres du FOMC. Les courbes de taux plates et les marchés à terme suggèrent que les rendements n'iront pas beaucoup plus haut que cela.

Les spreads de crédit semblent également plus attrayants, à des niveaux qui, historiquement, ont été associés à une surperformance future du crédit par rapport aux obligations d'Etat. Le rendement absolu sur le marché américain de la catégorie investissement est proche de 4%, il est supérieur à 6% pour le haut rendement. De même, sur l'ensemble des marchés d'actions aujourd'hui, les rendements bénéficiaires (l'inverse du ratio PE) sont supérieurs aux moyennes de long terme et, par rapport aux rendements obligataires, les actions semblent être compétitives. C'est notamment le cas en Europe et au Japon, où les rendements obligataires ont moins évolué qu'aux Etats-Unis.

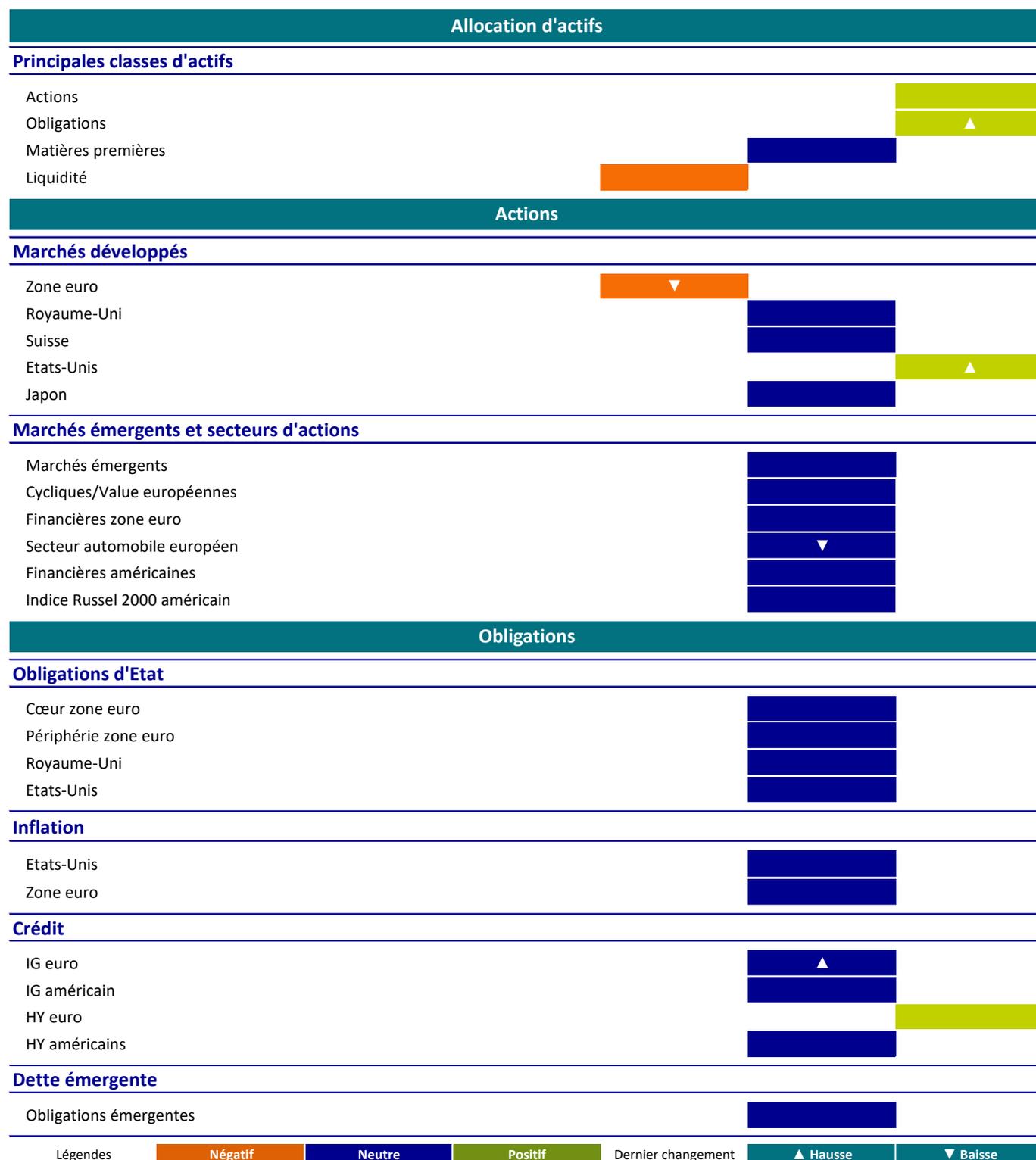
Il pourrait être dangereux de compter sur un certain "retour à la moyenne" et sur l'idée que les banques centrales ne laisseront pas les taux d'intérêt trop augmenter. Si les valorisations se sont certainement améliorées, l'incertitude macroéconomique constituera une barrière psychologique importante pour de nombreux investisseurs. La feuille de route est claire pour une amélioration de la performance du marché. Un pic de l'inflation globale américaine et européenne dans les mois à venir serait un signal positif. Une fin de la configuration actuelle du conflit en Ukraine est également probablement nécessaire. Si ces éléments s'accompagnaient d'un certain apaisement des préoccupations en matière d'énergie et d'approvisionnement, la confiance des investisseurs augmenterait et les banques centrales seraient en mesure d'envoyer des indications plus fermes sur les perspectives des taux.

Les rendements obligataires, les spreads de crédit et les multiples d'actions indiquent encore que les prix des actifs sont plus chers que lors du dernier cycle de resserrement monétaire américain. Les investisseurs ont besoin de repères et, actuellement, le cycle le plus récent est celui qui s'en rapproche le plus en termes d'attentes en matière de politique monétaire (pic de 2,5%). Toutefois, l'inflation et le contexte géopolitique sont différents. Il n'est pas certain que les ajustements de la valorisation des actifs soient nécessairement terminés. En ce qui concerne les actions en particulier, le modèle d'une récession qui se déclenche une fois que la Fed a fini de relever ses taux suggère que des révisions à la baisse des prévisions de bénéfices pourraient encore se produire, notamment aux Etats-Unis. La hausse des rendements obligataires et la baisse des bénéfices restent le principal risque. À plus long terme, la perspective d'un taux d'inflation durablement plus élevé qu'avant 2021, l'augmentation des dépenses en matière de défense, de santé et de sécurité énergétique, et le besoin pressant d'accélérer la transition vers le net zéro pourraient se traduire par un monde de rendements obligataires négatifs, où des multiples de cours sur bénéfices proches de 30 seraient un souvenir très lointain.

Il est difficile de trouver de la valeur dans un environnement macroéconomique incertain. La hausse des taux et de l'inflation, ainsi que la baisse de la croissance restent les principaux risques macroéconomiques. Cette situation tend à favoriser les stratégies obligataires à durée courte, la protection contre l'inflation et l'exposition aux actions quand elles offrent une meilleure visibilité sur les bénéfices. Les marchés du crédit offrent de meilleures perspectives de rendement pour les investisseurs obligataires, mais il faudrait un changement dans les grands facteurs macroéconomiques pour créer des conditions de marché susceptibles de compenser les pertes subies au cours des six derniers mois.

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

Allocation d'actifs recommandée



Légendes

Négatif

Neutre

Positif

Dernier changement

▲ Hausse

▼ Baisse

Source : Recherche AXA IM – au 29 mars 2022

Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2020		2021*		2022*		2023*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
Monde	-3.1	5.2		3.1		2.8		
Economies avancées	-5.0	3.4		2.0		1.2		
Etats-Unis	-3.4	5.5	5.6	2.8	3.7	1.6	2.5	
EMU-4	-7.4	5.0		2.1		1.2		
Allemagne	-4.9	2.8	2.7	1.2	3.5	1.7	2.7	
France	-8.0	7.0	6.6	2.7	3.8	1.0	2.1	
Italie	-9.0	6.5	6.3	2.3	4.1	0.6	2.3	
Espagne	-10.8	5.0	4.7	3.5	5.7	1.6	3.6	
Japon	-4.9	1.7	1.8	2.5	2.8	1.8	1.8	
Royaume-Uni	-10.0	7.2	7.0	3.8	4.3	0.7	2.0	
Suisse	-2.5	3.5	3.5	2.0	2.9	1.3	1.9	
Canada	-5.2	4.4	4.6	3.3	3.9	2.5	3.1	
Economies émergentes	-1.9	6.3		3.8		3.8		
Asie	-0.8	6.8		5.1		5.0		
Chine	2.3	7.9	8.0	5.0	5.0	5.0	5.2	
Corée du Sud	-0.9	4.0	4.0	2.0	3.0	2.0	2.6	
Reste de l'Asie émergente	-4.6	5.8		5.6		5.3		
LatAm	-7.0	7.0		2.5		2.5		
Brésil	-3.9	4.8	4.7	0.9	0.5	1.9	1.9	
Mexique	-8.5	4.8	5.6	2.4	2.3	2.2	2.3	
Europe émergente	-2.0	6.6		-0.3		0.9		
Russie	-2.7	4.7	0.0	-7.0	0.0	-3.0	0.0	
Pologne	-2.5	5.8	5.3	4.2	4.7	3.3	3.8	
Turquie	1.8	11.5	9.9	3.9	2.9	3.4	3.2	
Autre EMs	-2.1	4.2		3.0		3.0		

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 29 mars 2022

* Prévisions

Inflation IPC (%)	2020		2021*		2022*		2023*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
Economies avancées	0.7	3.2		5.4		2.9		
Etats-Unis	1.2	4.7	4.6	6.8	5.2	3.8	2.6	
EMU	0.3	2.6	2.5	5.3	3.9	2.5	1.7	
Japon	0.0	-0.2	-0.2	2.0	1.0	1.0	0.7	
Royaume-Uni	0.9	2.6	2.5	6.8	5.4	3.4	2.7	
Suisse	-0.7	0.5	0.5	2.0	1.0	1.0	0.6	
Canada	0.7	3.4	3.4	4.2	3.7	2.8	2.3	

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 29 mars 2022

* 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	1T -22	2T -22	3T -22	4T -22
Etats-Unis - Fed	Dates		25-26 janv 15-16 mars	3-4 mai 14-15 juin	26-27 juil 20-21 sept	1-2 nov 13-14 déc
	Taux	0-0,25	+0,25 (0,25-0,5)	+0,50 (0,75-1,00)	+0,50 (1,25-1,50)	+0,25 (1,50-1,75)
Zone euro - BCE	Dates		03 fév 10 mars	14 avril 9 juin	21 juil 8 sept	27 oct 15 déc
	Taux	-0,50	inch (-0,50)	inch (-0,50)	inch (-0,50)	+0,25 (-0,25)
Japon - BoJ	Dates		17-18 janv 17-18 mars	27-28 avril 16-17 juin	20-21 juil 21-22 sept	27-28 nov 19-20 déc
	Taux	-0,10	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)
Royaume-Uni - BoE	Dates		3 fév 7 mars	5 mai 16 juin	4 août 15 sept	3 nov 15 déc
	Taux	0,75	+0,5(0,75)	+0,5 (1,25)	inch (1,25)	inch (1,25)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 29 mars 2022

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.

Ni MSCI ni aucun autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données MSCI ne font aucune déclaration ni n'offrent aucune garantie expresse ou implicite quant à ces données (ou aux conséquences de leur utilisation), et l'ensemble desdits tiers décline expressément par les présentes toute responsabilité concernant l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la conformité de tout ou partie de ces données. Sans limitation de ce qui précède, MSCI, ses filiales ou tout autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données ne sauraient en aucun cas être tenus pour responsables d'aucuns dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris les pertes encourues) même si l'éventualité de ces dommages leur a été signifiée. Toute reproduction ou distribution des données MSCI est interdite, sauf consentement exprès et écrit de MSCI.

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 2022

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