

Les « faucons » donnent le « la »

Edito Stratégie d'Investissement Mensuelle



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

Points clés

- Le rhétorique *hawkish* des banques centrales continue de s'intensifier malgré l'état des marchés financiers.
- La Réserve fédérale n'essaie plus de parler d'un « resserrement sans douleur » et reconnaît qu'il faudra souffrir pour que l'inflation soit à nouveau maîtrisée. Toutefois, elle est disposée à « regarder la récession en face ».
- Cela crée une configuration difficile pour les marchés. Nous pensons qu'au second semestre de cette année, la détérioration du flux de données empêchera la politique monétaire de procéder à tous les resserrements actuellement prévus, mais avant qu'un tel changement d'humeur des banques centrales soit effectif, l'économie doit ralentir davantage.

Abandonner le "resserrement sans douleur"

Le mois dernier, nous écrivions que les faucons des banques centrales se trouvaient dans une situation idéale, dans la mesure où l'inflation continuait de progresser – et, dans le cas de la zone euro, s'étendait à davantage de secteurs – tandis que le flux de données sur le côté réel de l'économie restait, dans l'ensemble, convenable malgré les retombées de la guerre en Ukraine. Jay Powell pourrait confortablement affirmer qu'il y a tellement de surchauffe aux Etats-Unis que l'économie peut supporter un retour rapide au taux neutre de la Réserve fédérale (Fed) – la tendance centrale de la Fed entre 2,3% et 2,5% – sans connaître un ralentissement significatif. Pendant ce temps, les signes indiquant que la Banque centrale européenne (BCE) est disposée à accélérer son propre relèvement des taux s'accumulent rapidement, avec des membres du Conseil des gouverneurs habituellement centristes, comme Villeroy de Galhau, explicitement réconciliés avec l'idée de voir le taux directeur de la BCE en territoire positif d'ici la fin de l'année (nous prévoyons maintenant le premier relèvement pour juillet). Il s'agit toutefois d'un point de vue « statique ». Nous avons signalé le mois dernier notre conviction que le second semestre de 2022 allait devenir beaucoup plus difficile à gérer et depuis lors, certaines des composantes prospectives des enquêtes de confiance des entreprises – comme les intentions d'embauche aux Etats-Unis – ont commencé à se replier, tandis que les chiffres décevants du PIB dans les pays de la zone euro au premier trimestre suggèrent que l'activité économique était déjà inférieure à la normale avant que le poids de la guerre en Ukraine ne se fasse sentir. Les marchés voient déjà les perspectives pour les prochains mois s'assombrir et tablent sur une détérioration du chiffre d'affaires et des bénéfices des entreprises.

Cette nouvelle configuration soulève la question de savoir si le « pic *hawkish* » a été atteint, au point que les banques centrales devraient reconsidérer le rythme de leur trajectoire de normalisation. Il est clair que la confiance de la Fed dans sa capacité à organiser un « resserrement sans douleur » s'érode rapidement. Jay Powell a été

assez direct pour concéder que le taux de chômage pourrait devoir « augmenter de quelques points », mais Neel Kashkari a été plus clair – et à notre avis plus réaliste – lorsqu'il a posé la question clé suivante : « Si nous devons vraiment réduire la demande pour maîtriser l'inflation, cela va-t-il entraîner l'économie dans une récession ? Et nous ne le savons pas ». Il n'est pas un membre votant du Comité de politique monétaire américain (FOMC) cette année, mais sa volonté de prononcer le mot en « r » est probablement révélateur de l'attitude générale de la Fed. Pour autant, le fait de reconnaître que la normalisation de la politique monétaire sera très douloureuse ne signifie pas que la Fed soit prête à renoncer à cette normalisation. À ce stade, il semble qu'une majorité de membres soient prêts à prendre un tel risque, et la généralisation des déclarations soutenant la possibilité de porter le taux directeur au-dessus du taux neutre – approuvée par Powell lui-même – suggère que la nécessité de reprendre le contrôle de l'inflation l'emporte sur toute autre considération, du moins pour l'instant.

Il est vrai que l'inflation globale et l'inflation sous-jacente pour avril ont dépassé les attentes du marché aux Etats-Unis, même si l'indice a décéléré par rapport à mars. Certains signes indiquent malheureusement que la pression sur les prix continue de s'accroître. Les voitures d'occasion – qui ne représentent que 5% du panier de l'indice de référence – ont été le fléau des prévisionnistes depuis la sortie du pire de la pandémie, étant donné les folles fluctuations de leur prix (la variation d'une année sur l'autre a atteint un pic impressionnant de 45% en juin 2021). Si l'on exclut cet élément du calcul, aucune décélération n'est apparue en avril sur l'inflation sous-jacente.

Pour l'instant, les politiques anti-inflationnistes de M. Biden semblent se concentrer sur les domaines où il est peu probable qu'il obtienne le soutien des républicains. Le président américain s'est montré ouvert à l'idée d'inverser les tarifs commerciaux imposés aux produits chinois par l'administration précédente. Il a appelé le Congrès à adopter les crédits d'impôt pour les énergies propres et les véhicules, ainsi qu'à corriger ce qu'il a appelé les « lacunes » de la loi sur les soins abordables et à accorder à Medicare le droit de négocier les prix des médicaments, autant de questions sur lesquelles les républicains – et certains démocrates modérés – sont susceptibles d'opposer une résistance tenace. D'une certaine manière, la résolution du problème de l'inflation aux Etats-Unis pourrait venir moins de ce que l'administration Biden fera que de ce qu'elle ne fera pas. En effet, il est possible d'atténuer au moins la composante « demande » de la flambée d'inflation actuelle en laissant les mesures de relance budgétaire de ces dernières années se tarir, ce qui amplifierait l'impact du resserrement de la politique monétaire de la Fed.

Dans la zone euro, cependant, le montant du stimulus budgétaire est actuellement en hausse, plutôt qu'en baisse, car les gouvernements atténuent l'impact de la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires sur les revenus réels. Certains faucons du directoire de la BCE – comme Isabel Schnabel – ont explicitement critiqué cette approche, estimant qu'elle « alimente l'inflation ». Plus le soutien budgétaire est important, plus la BCE se sentira à l'aise pour normaliser sa politique monétaire afin de lutter contre le risque de voir les anticipations d'inflation se désancrer. En outre, le discours *hawkish* incessant de la Fed continue de faire grimper le dollar, et la faiblesse de l'euro ajoutera à la pression inflationniste, poussant la BCE à durcir son discours et ses actions.

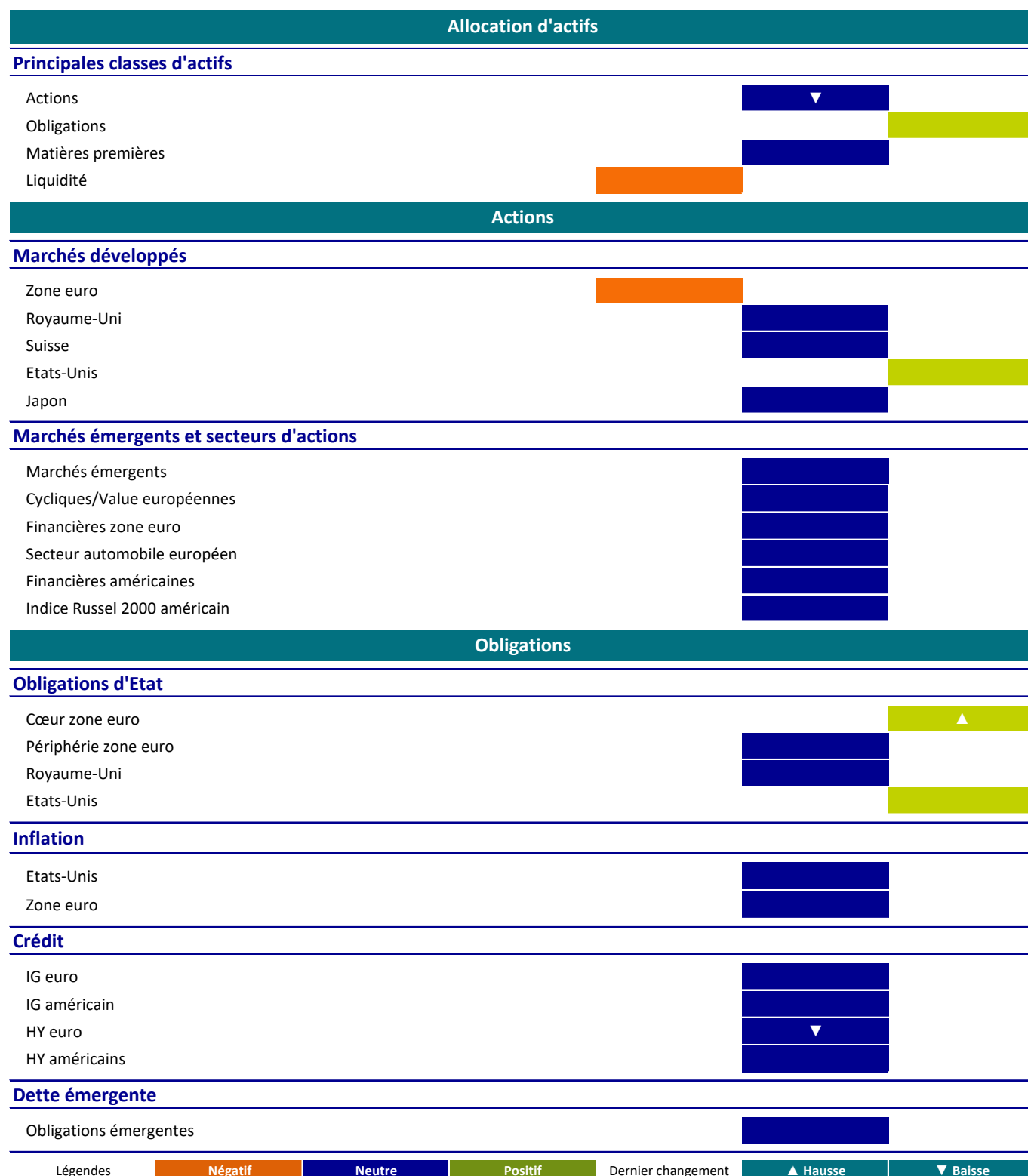
Ça ne peut pas être mieux avant d'être pire

Il semble donc que les banquiers centraux soient prêts à « regarder une récession dans les yeux » compte tenu de l'intensité de leurs préoccupations en matière d'inflation. Cependant, il y a toujours une différence entre l'idée de tolérer une récession potentielle et faire face à une récession réelle. Pour autant, nous pensons qu'il faudra plus qu'une détérioration des données « soft » – telles que les enquêtes de conjoncture – pour que les autorités monétaires atténuent leur dynamique *hawkish*. Une baisse des données « dures », avec probablement un accent sur le marché du travail étant donné l'importance accordée à la dynamique des salaires – pour être clair, une hausse significative du taux de chômage – pourrait être nécessaire pour déclencher une reconsidération du quantum de resserrement nécessaire. Cela risque de prendre un certain temps. En Europe, spécifiquement, un autre facteur qui pourrait déclencher un changement d'humeur de la BCE serait un retour de l'élargissement aigu des spreads souverains, puisque le développement de « l'arme anti-fragmentation » qu'ils se disaient prêts à déployer en cas de besoin se heurte à des complications politiques et techniques. Si la fragmentation s'aggrave, c'est l'orientation générale de la BCE qui devra changer. Mais là encore, cela peut prendre du temps (la proximité des élections générales en Italie en 2023 pourrait toutefois faire de cette question un sujet brûlant vers la fin de 2022).

Cela ne crée pas une bonne configuration pour les marchés dans un avenir immédiat, en ce sens que des nouvelles plus graves doivent faire la une des journaux avant qu'une révision significative à la baisse du quantum des hausses de la banque centrale actuellement « dans les prix » puisse commencer. Pour que le « support » de la politique monétaire soit déclenché, l'économie – et les profits – doivent d'abord souffrir davantage.

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

Allocation d'actifs recommandée



Légendes Négatif Neutre Positif Dernier changement ▲ Hausse ▼ Baisse

Source : Recherche AXA IM – au 23 mai 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	6.1		3.2		3.0		
Economies avancées	-5.0	5.1		2.5		1.5		
Etats-Unis	-3.4	5.5	5.6	2.5	3.2	1.4	2.2	
Zone euro	-6.7	5.4		2.1		1.2		
Allemagne	-4.9	2.8	2.7	1.2	2.2	1.7	2.5	
France	-8.0	7.0	6.6	2.7	3.1	1.0	1.8	
Italie	-9.0	6.5	6.3	2.3	2.7	0.6	1.9	
Espagne	-10.8	5.0	4.7	3.5	4.6	1.6	3.3	
Japon	-4.9	1.7	1.8	1.8	2.1	2.1	1.8	
Royaume-Uni	-10.0	7.2	7.0	3.8	3.9	0.9	1.4	
Suisse	-2.5	3.5	3.5	2.0	2.6	1.3	1.8	
Canada	-5.2	4.4	4.6	3.9	3.9	2.3	2.8	
Economies émergentes	-1.9	6.7		3.6		4.0		
Asie	-0.7	7.1		4.8		5.1		
Chine	2.2	8.1	8.0	4.5	4.9	5.2	5.1	
Corée du Sud	-0.9	4.0	4.0	2.0	2.8	2.0	2.5	
Reste de l'Asie émergente	-4.2	6.2		5.5		5.2		
LatAm	-7.0	6.8		2.6		2.6		
Brésil	-3.9	4.6	4.7	0.9	0.6	1.9	1.5	
Mexique	-8.2	4.8	5.6	2.4	1.7	2.2	2.2	
Europe émergente	-2.0	6.5		-0.2		1.0		
Russie	-2.7	4.7	0.0	-7.0	0.0	-3.0	0.0	
Pologne	-2.5	5.7	5.3	4.2	3.9	3.3	3.4	
Turquie	1.8	11.0	9.9	3.9	2.1	3.4	2.7	
Autre EMs	-2.5	5.4		3.0		3.0		

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 23 mai 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		6.4		3.0		
Etats-Unis	1.2	4.7	4.6	7.6	7.0	4.0	3.2	
EMU	0.3	2.6	2.5	6.6	6.5	2.4	2.4	
Japon	0.0	-0.2	-0.2	2.2	1.6	1.0	1.0	
Royaume-Uni	0.9	2.6	2.5	7.6	7.2	3.5	3.9	
Suisse	-0.7	0.5	0.5	2.0	2.0	1.0	0.9	
Canada	0.7	3.4	3.4	6.2	5.2	3.4	2.5	

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 23 mai 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	2T -22	3T -22	4T -22	1T -23
Etats-Unis - Fed	Dates	0,75-1,00	3-4 mai	26-27 juil	1-2 nov	janv
			14-15 juin	20-21 sept	13-14 déc	mars
	Taux		+1,00 (1,25-1,50)	+0,75 (2,00-2,25)	+0,5 (2,50-2,75)	inch(2,50-2,75)
Zone euro - BCE	Dates	-0,50	14 avril	21 juil	27 oct	fév
			9 juin	8 sept	15 déc	mars
	Taux		inch (-0,50)	+0,5(0,00)	inch(0,00)	inch(0,00)
Japon - BoJ	Dates	-0,10	27-28 avril	20-21 juil	27-28 nov	janv
			16-17 juin	21-22 sept	19-20 déc	mars
	Taux		inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)
Royaume-Uni - BoE	Dates	1,00	5 mai	4 août	3 nov	fév
			16 juin	15 sept	15 déc	mars
	Taux		+0,5 (1,25)	+0,25 (1,50)	inch (1,50)	inch (1,50)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 23 mai 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