

Edito mensuel

Gilles Moëc

Chef Economiste du Groupe AXA
Directeur de la Recherche AXA IM

Chris Iggo,

Directeur des investissements
Président de l'Investment Institute



Un bon début d'année, mais attention aux banques centrales

Points clé

- Des catastrophes « évitées » améliorent les perspectives de croissance pour 2023
- Cette résilience économique peut toutefois être une source de frustration pour les banques centrales qui s'efforcent de ramener l'inflation à l'objectif fixé
- Les marchés sont portés par ces « bonnes » nouvelles
- Opinion positive sur les obligations
- Plus de clarté attendue sur les résultats des entreprises

La résilience économique peut entraîner une certaine frustration chez les banques centrales

« L'absence de catastrophes » – notamment en Europe qui a pu éviter un arrêt brutal de l'approvisionnement énergétique – couplée à la réouverture en Chine, alimente un certain optimisme sur les perspectives de croissance mondiale à l'aube de 2023. Au-delà de l'évolution du sentiment, les données réelles continuent de faire preuve de résilience. Les outils de suivi tels que celui de la Fed d'Atlanta prévoient une croissance plus que décente du PIB américain au quatrième trimestre (T4) 2022, à 3,5% en rythme annuel (nous sommes plus prudents, mais toujours confortablement en territoire d'expansion, à 2,6%). Le problème est que cette résilience pourrait finalement causer sa propre perte, car les banques centrales pourraient être tentées d'aller encore plus loin en territoire restrictif afin de susciter la correction de la demande intérieure qui serait nécessaire pour que l'inflation se rapproche de leur objectif.

Il est vrai que l'inflation a commencé à ralentir, et aux États-Unis, ce n'est plus seulement le produit de la correction des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente a décéléré pendant deux mois consécutifs. Si l'on exclut les loyers – qui mettent du temps à réagir à un changement des conditions cycliques – la croissance sous-jacente des prix à la consommation a même été négative sur trois mois. Néanmoins, une grande partie de cette dynamique est encore déterminée par la normalisation de certains facteurs volatiles liés à l'offre – comme la correction des prix des voitures d'occasion. La création d'emplois, bien qu'en ralentissement, reste toujours beaucoup plus forte qu'avant la pandémie, et la croissance des salaires nominaux est robuste. En fait, les salaires réels ont rebondi récemment, ce qui pourrait retarder davantage un ajustement nécessaire de la consommation. Il semble que nous ne soyons qu'à la « phase 1 » de la correction du marché du travail américain. Les employeurs réduisent le temps de travail, mais les effectifs continuent de croître. La prise de conscience des difficultés structurelles d'embauche a pu convaincre les entreprises de se livrer à une « thésaurisation de la main-d'œuvre ». Dans ces circonstances, il est tentant pour la Réserve fédérale (Fed) de considérer que l'économie pourrait avoir besoin d'encore plus de restrictions. Il est vrai que la plupart des orateurs de la Fed qui

ont pris la parole récemment étaient majoritairement en faveur d'une hausse de seulement 25 points de base (pdb) lors de la prochaine réunion – notre scénario central – mais la question n'est pas là. Il s'agit plutôt de savoir si la Fed s'arrêtera bientôt (avant d'atteindre la région des 5-5,25% pour le taux terminal des Fed Funds qu'elle a annoncé dans son dernier rapport) avant de faire marche arrière au second semestre 2023 avec des baisses de taux, ce que le marché ne cesse d'anticiper.

Au-delà de la résilience de l'économie américaine, la Fed doit tenir compte du comportement du marché. Notre « indice des conditions financières » s'est assoupli de 90pdb par rapport au sommet atteint début novembre. Bien que cela reste en territoire restrictif la Fed peut estimer que le marché ne transmet pas suffisamment son resserrement à l'économie réelle. L'écart entre les rendements des obligations du Trésor américain et les rendements des obligations d'entreprises notées BBB est repassé sous la barre des 2% sur une échéance de 10 ans depuis le 12 janvier, en ligne avec le niveau moyen de 2019. Nous nous attendons toujours à ce que la Fed maintienne ses taux inchangés tout au long de 2023 après avoir atteint un taux terminal de 5% au printemps.

Le marché est également impatient en Europe. La publication par Bloomberg d'un article affirmant que la Banque centrale européenne (BCE) hésitait à augmenter de 50pdb son taux d'intérêt en mars 2023 a provoqué une réaction importante des anticipations. Nous sommes sceptiques. Nous ne voyons pas pourquoi la BCE voudrait annoncer dès maintenant un ralentissement du rythme de ses hausses en mars. D'ailleurs, nous notons que des membres du Conseil des gouverneurs qui ne sont pas forcément parmi les plus « agressifs », comme Francois Villeroy de Galhau, ont choisi de contredire ce communiqué depuis Davos, tandis que Klas Knot a choisi de plaider explicitement en faveur du maintien de 50pdb en mars.

Nous pensions que les prévisions de décembre de la BCE étaient excessivement biaisées à la hausse sur les risques d'inflation, et un certain ajustement pourrait avoir lieu en mars, mais nous ne nous attendons pas à une baisse du rythme à 25pdb avant le deuxième trimestre. Lorsque la BCE dit qu'elle est dépendante des données, nous pensons qu'elle est en fait surtout dépendante d'une seule donnée : l'inflation sous-jacente. Alors qu'elle a commencé à baisser aux États-Unis, elle a continué à augmenter dans la zone euro. Les membres du Conseil des gouverneurs devront constater une décélération convaincante de l'inflation sous-jacente avant de lever le pied du frein, et nous prévoyons toujours une inflation sous-jacente solide, bien qu'en décélération, à environ 4,5% au deuxième trimestre.

Des investisseurs plus optimistes

L'humeur des marchés, à ce stade de 2023, ne pourrait pas être plus en contraste de celle qui a dominé pendant une grande partie de l'année dernière. Le discours est devenu bien plus positif. Les thèmes clés de la désinflation, de la fin de la politique zéro-COVID en Chine et du potentiel d'un boom des dépenses d'infrastructure aux États-Unis sont autant d'éléments qui renforcent la confiance des investisseurs. Depuis le creux du marché en octobre de l'année dernière, de très bonnes performances ont été enregistrées sur toute un ensemble de marchés financiers. La reprise des actions chinoises, du haut rendement asiatique et plus largement de l'univers de la dette des marchés émergents reflète certainement le thème de la réouverture de la Chine. Les obligations à taux fixe et de maturité longue ont également commencé à récupérer une partie des pertes importantes qu'ils ont subies lorsque le marché obligataire s'est réajusté l'année dernière, face à la forte hausse de l'inflation et au resserrement de la politique des banques centrales.

Ce qui descend peut remonter – éventuellement

Certaines des classes d'actifs les plus durement touchées en 2022 peuvent être définies comme étant des actifs à durée longue. Pour les obligations, les principaux facteurs ont été la hausse des taux d'intérêt à court terme et l'ajustement à un nouveau régime de politique monétaire face à une inflation plus élevée. Du côté des actions, ce sont les valeurs de croissance qui ont le plus souffert, car la hausse des rendements obligataires a entraîné une actualisation des bénéfices à long terme à des taux plus élevés. Cela a poussé les valorisations à la baisse par rapport aux niveaux très élevés qu'elles avaient atteints lors de la reprise post-COVID. Le Nasdaq composite, très technologique, les indices de croissance et les petites capitalisations ont ainsi été parmi les actifs boursiers les moins performants l'année dernière. En revanche, les actifs moins sensibles à la hausse des taux ont enregistré de meilleures performances. Les obligations à taux variable et les actions davantage axées sur la valeur (value) ont enregistré des baisses beaucoup plus faibles et, en termes de performance globale – revenu et variation des cours – ont déjà presque effacé les pertes subies en 2022.

Il existe un énorme potentiel pour obtenir cette année des retours sur investissement solides de différentes classes d'actifs dont les prix reflètent encore aujourd'hui une grande partie de la baisse survenue au cours de l'année dernière. Toutefois, investir dans des actifs parce qu'ils sont moins chers qu'il y a un an ne garantit pas des rendements élevés. Du point de vue macroéconomique, le scénario « goldilocks » sur lequel les marchés semblent se fixer cible une piste d'atterrissage très étroite : la désinflation doit se poursuivre cette année, ce qui permettrait aux banques centrales de terminer leurs cycles de hausse. Compte tenu de la résilience de la croissance des principales économies jusqu'à présent, l'argument haussier serait qu'une profonde récession peut être évitée si la plupart des banques centrales ont fait leur travail. Ajoutez à cela le coup de pouce à la croissance mondiale qui devrait résulter d'une Chine plus ouverte, et vous obtenez des perspectives roses, en tout cas par rapport à la morosité d'il y a quelques mois à peine.

L'optimisme peut s'évanouir

Mais il est clair que ce scénario peut facilement sortir de ses rails. Les nouvelles concernant l'inflation ont certes été encourageantes ces dernières semaines, mais le début de l'année est généralement marqué par des surprises positives. La vague de froid en Europe et l'augmentation de la demande chinoise côté énergies pourraient générer de tels résultats. De plus, les actions syndicales dans de nombreux pays européens exercent une pression à la hausse sur les salaires, tandis que le marché du travail américain reste très tendu. Comme nous l'avons noté, le mantra des banques centrales continue d'être « hawkish » en raison des risques d'inflation. Des taux plus élevés que ceux actuellement prévus, ou des taux qui restent plus élevés pendant plus longtemps, réduiraient l'éclat de l'amélioration des perspectives de croissance.

Cette situation serait plus préoccupante pour les actions que pour les obligations. Si la trajectoire de la croissance mondiale était plus basse, il serait probable que les publications des bénéfices des entreprises soient moins bonnes que cela n'a été le cas jusqu'à présent. De nouvelles révisions à la baisse feraient à nouveau apparaître les valorisations de certaines parties des marchés des actions comme onéreuses. En effet, pour de nombreuses parties des marchés d'actions, regagner toutes les pertes de 2022 semble irréaliste pour le moment. Les grandes capitalisations des valeurs technologiques américaines en sont l'exemple le plus évident. Il existe peu de secteurs où les valorisations sont bon marché par rapport leurs moyennes à long terme et où en même temps les prévisions de bénéfices ont été revues à la baisse, bien en deçà des performances attendues à long terme. L'exception est le vaste secteur de la santé, qui est bon marché et où il est possible d'avoir des surprises à la hausse sur les bénéfices, notamment dans le secteur de la biotechnologie.

Les détenteurs d'obligations de durée longue devront attendre un certain temps avant de récupérer les pertes de 2022. La valeur de reconquête finale proviendra essentiellement de l'accumulation de coupons plutôt que de gains rapides en capital, étant donné que le niveau des rendements obligataires a peu de chances de retrouver les planchers de 2020. Les rendements du marché ont baissé cette année, mais compte tenu de notre opinion sur l'action des banques centrales, il nous semble difficile d'obtenir de nouvelles baisses significatives des taux de rendements obligataires. Pour le Trésor américain à 10 ans, référence mondiale, une fourchette de « juste valeur » de 3,5% à 4,0% serait cohérente avec les perspectives de la Fed et de la croissance nominale américaine.

Pour l'instant au sein du marché du crédit, nous continuons à privilégier les actifs à taux fixe et de maturité courte, tant dans la catégorie investissement que dans celle du haut rendement. Ces stratégies génèrent la majeure partie de leur rendement total par le biais des revenus et, pour le moment, nous estimons que sur les principaux marchés les entreprises émettrices sont en bonne santé. Depuis le début de l'année, il y a eu un nombre important de nouvelles émissions sur le marché des obligations d'entreprises, ce qui suggère que les entreprises peuvent gérer un coût d'emprunt plus élevé sans détériorer de manière significative leurs ratios de couverture des intérêts ou leur levier financier. Pour les investisseurs européens, les spreads sont plus larges que pour les obligations d'entreprises américaines et le coût de la couverture de l'exposition au dollar américain conduit à renforcer la préférence pour le crédit européen. Toutefois, tous les principaux marchés d'obligations d'entreprises offrent une prime attrayante par rapport aux courbes respectives des obligations d'État, avec une « inversion » de la courbe de crédit moins importante que pour les actifs sans risque.

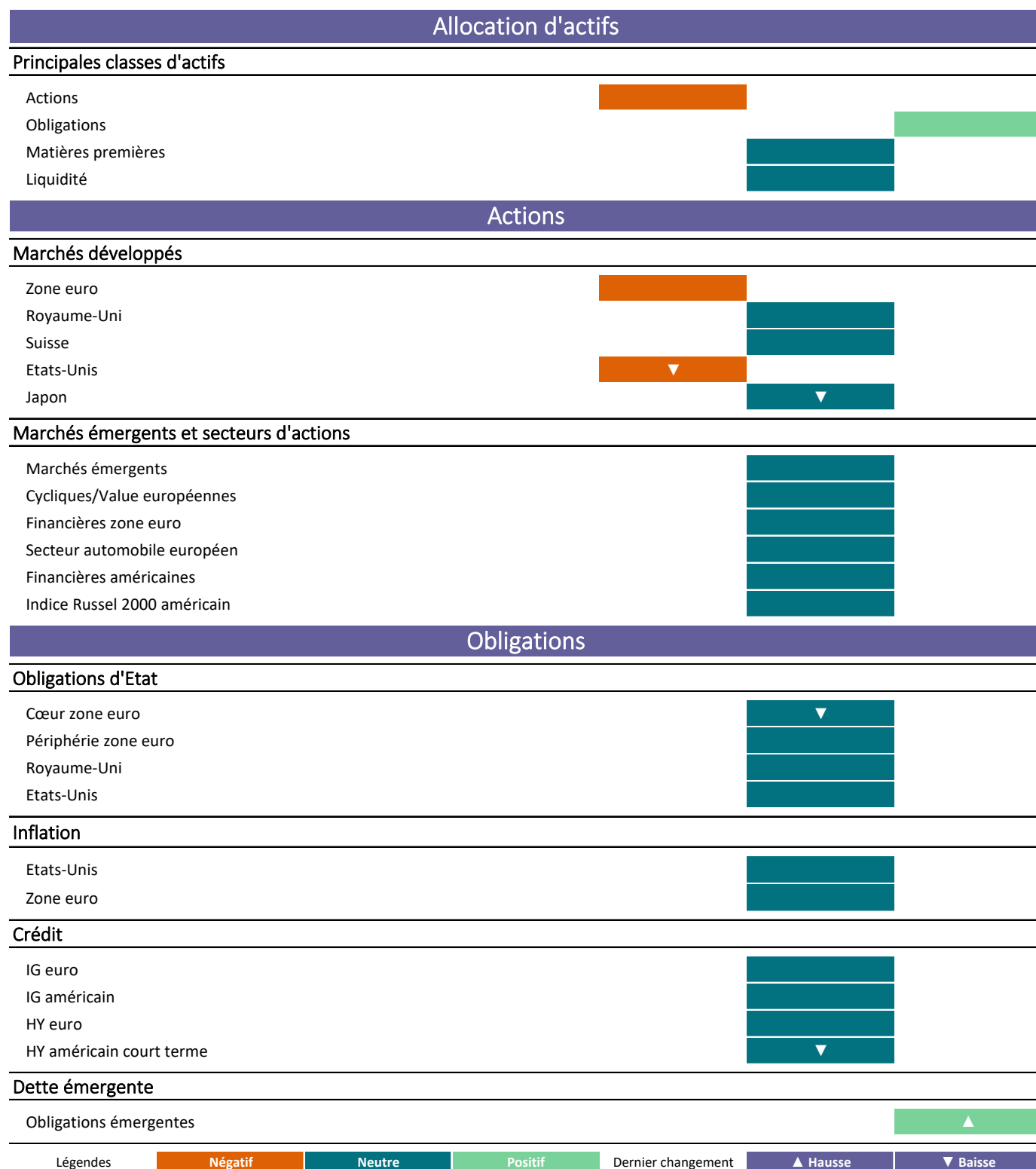
Notre opinion positive sur l'obligataire à taux fixe s'étend aussi à la dette des marchés émergents, qui a enregistré une forte performance ces dernières semaines. Selon un thème qui touche tous les marchés obligataires, les investisseurs peuvent obtenir des rendements plus élevés en prenant moins de risque de crédit que lors de ces dernières années. Un pic des taux d'intérêt américains, un dollar plus faible et une inflation en baisse dans un certain nombre d'économies des marchés émergents sont autant de facteurs favorables aux investisseurs obligataires. La réouverture de la Chine a également stimulé la confiance,

notamment en Asie. Les obligations d'entreprises asiatiques libellées en dollars ont déjà affiché un rendement à deux chiffres par rapport à leurs plus bas niveaux de 2022.

La volatilité des taux d'intérêt s'est atténuée après avoir atteint des sommets. Si cette tendance se poursuit grâce à des perspectives plus équilibrées de la part des principales banques centrales, les investisseurs obligataires continueront d'en bénéficier. Les prix des obligations restent très bas par rapport à l'année dernière, tandis que les nouvelles émissions sont assorties de coupons plus attrayants. Cette tendance favorise un rôle plus important des obligations dans un portefeuille diversifié, mais devrait également soutenir la confiance dans les marchés d'actions. Ce qui compte, cependant, ce sont les bénéfices. Pour l'instant, en attendant d'autres nouvelles des entreprises, nous pensons que les marchés d'actions devraient se maintenir généralement au-dessus des planchers de 2022, mais qu'ils n'ont pas assez de force fondamentale pour atteindre de nouveaux sommets.

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

Allocation d'actifs recommandée



Source : Recherche AXA IM – Au 25 janvier 2023

Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2022*		2023*		2024*	
	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Monde	3.2		2.3		2.8	
Economies avancées	2.6		0.3		1.0	
Etats-Unis	2.1	1.9	0.1	0.2	0.8	
Zone euro	3.2	3.2	-0.2	-0.1	0.9	
Allemagne	1.7	1.7	-0.6	-0.7	0.8	
France	2.4	2.5	0.0	0.1	0.8	
Italie	3.6	3.7	0.0	-0.1	0.6	
Espagne	4.5	4.5	0.3	0.8	1.3	
Japon	1.6	1.5	1.7	1.3	1.3	
Royaume-Uni	4.1	4.4	-0.7	-1.0	0.8	
Suisse	2.3	2.1	0.6	0.5	1.3	
Canada	3.5	3.4	1.0	0.4	1.0	
Economies émergentes	3.6		3.5		3.8	
Asie	4.1		4.8		4.5	
Chine	3.0	3.1	5.0	4.5	4.8	
Corée du Sud	2.3	2.6	1.5	1.3	2.0	
Reste de l'Asie émergente	5.5		4.9		4.4	
LatAm	3.5		1.7		2.4	
Brésil	2.7	2.9	1.0	1.0	2.0	
Mexique	2.2	2.8	1.0	1.1	2.0	
Europe émergente	0.5		-0.9		2.1	
Russie	-3.0		-3.8		2.0	
Pologne	4.4	4.8	0.1	0.8	2.4	
Turquie	5.9	5.2	0.5	2.2	1.4	
Autre EMs	4.5		3.6		3.6	

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 23 janvier 2023

*Prévisions

Inflation IPC (%)	2022*		2023*		2024*	
	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Economies avancées	7.4		5.0		2.8	
Etats-Unis	8.0	8.1	4.9	4.1	3.2	
EMU	8.4	8.5	5.8	6.3	2.8	
Chine	2.1	2.1	2.3	2.4	2.5	
Japon	2.5	2.4	2.7	1.8	1.5	
Royaume-Uni	9.1	9.0	7.2	7.3	2.3	
Suisse	2.8	2.9	2.0	2.3	1.3	
Canada	6.8	6.8	4.3	3.8	2.4	

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 23 janvier 2023

*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 -23	2T -23	3T -23	4T-23
Etats-Unis - Fed	Dates	4.5	31-1 janv/fev	2-3 mai	25-26 juil	31-1 oct/nov
	Taux		21-22 mars	13-14 juin	19-20 sept	12-13 déc
Zone euro - BCE	Dates	2,00	2 fev	4 mai	27 juil	26 oct
	Taux		+0,5 (4,75-5,00)	inch (5,00)	inch (5,00)	inch (5,00)
Japon - BoJ	Dates	-0,10	9-10 mars	27-28 avril	27-28 juil	30-31 oct
	Taux		inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)
Royaume-Uni - BoE	Dates	3.50	2 fev	11 mai	3 août	2 nov
	Taux		+0.75 (4,25)	inch (4,25)	inch (4,25)	inch (4,25)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 23 janvier 2023

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

Notre Recherche est disponible sur internet : www.axa-im.com/investment-institute



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 2023. Tous droits réservés.

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