

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



Les banques centrales vous ennuient ? Regardez la tech

Points clé

- Les données les plus récentes rendent plus plausible le scénario dans lequel la Fed commencerait à assouplir sa politique en septembre, soit trois mois après la BCE
- Nous ne pensons pas qu'il faille un atterrissage brutal de l'économie pour que l'inflation revienne à son niveau cible aux Etats-Unis, ce qui serait bien sûr une bonne nouvelle pour les marchés
- La toile de fond macroéconomique est favorable aux actifs à risque
- Le thème de la technologie reste fort après les résultats du premier trimestre
- Comprendre les changements sociaux est important pour la sélection des actions

Il ne suffirait pas de grand'chose...

La Réserve fédérale (Fed) étant explicitement en mode « dépendante des données », il n'est pas surprenant de voir les attentes du marché pour la trajectoire de la politique monétaire varier considérablement d'un jour à l'autre. Au cours de ce mois, le marché a commencé avec une probabilité proche de 50% que la Fed procède à une première baisse en septembre, pour passer à près de 100% le 15 du mois avant de revenir à seulement 50%.

Parmi les développements qui ont façonné le changement de perception, on retrouve l'indice inflation sous-jacente des prix à la consommation en avril, publié le 15 mai, qui est ressorti conformément aux attentes du marché (pour une fois). Ce dernier a ralenti en glissement annuel à 3,6% contre 3,8% en mars, reprenant la décélération qui s'était arrêtée en février, et revenant au niveau le plus bas depuis avril 2021.

Il serait évidemment erroné de se défaire de toutes les inquiétudes concernant le rythme de l'atterrissage de l'inflation aux Etats-Unis simplement parce que nous venons d'avoir de bonnes nouvelles sur un seul mois. On avait déjà eu des meilleures données très temporairement en décembre, qui s'était avérées. Des appels à la prudence de différents membres de la Fed sont venus doucher l'enthousiasme du marché.

Pourtant, il est tentant de lire l'amélioration de l'inflation en avril dans le contexte d'une accumulation de signaux d'un ralentissement général de l'économie réelle américaine.

Les ventes au détail ont déçu en avril. Le « groupe de contrôle » – la version des ventes au détail qui est la plus proche du concept de consommation privée des comptes nationaux – a diminué de 0,1% en avril, alors que le consensus s'attendait à une hausse de 0,2%. Cela semble confirmer le malaise croissant des ménages, reflété par le très faible indice de confiance des consommateurs

publié le 10 mai. Même l'investissement résidentiel – un élément de soutien puissant et contre-intuitif de l'économie américaine ces derniers temps – montre des signes de faiblesse. Les permis de construire ont chuté de 3% en avril sur un mois, après avoir déjà perdu 5% en mars, et l'indice de confiance des constructeurs de logements a baissé en mai pour la première fois en six mois. Jusqu'à présent, le manque de rotation sur le marché des logements existants, les ménages étant réticents à perdre le bénéfice des prêts immobiliers contractés avec des faibles taux d'intérêt il y a plusieurs années, a poussé ceux qui étaient contraints à la mobilité à se tourner vers le marché de la construction neuve, mais même sur ce segment, les taux d'emprunts supérieurs à 7% ont peut-être fini par faire sentir leurs effets.

Cela ne signifie pas que les Etats-Unis sont au bord d'un retournement dramatique. L'investissement non résidentiel continue d'être très résistant – comme le prouve une fois de plus le niveau élevé des commandes de biens durables en avril – tandis que la politique industrielle, notamment le *Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors* (CHIPS) act et l'*Inflation Reduction Act* (IRA), continue de stimuler les programmes d'investissement des entreprises américaines, mais à un rythme de croissance plus faible, ce qui contribuerait à couvrir la « dernière ligne droite » de la désinflation.

Nous avons développé un cadre simple basé sur un modèle, utilisant la courbe de Phillips augmentée pour explorer de combien le marché du travail devrait se détériorer à partir d'aujourd'hui pour ramener l'inflation à 2%. Nous estimons qu'une augmentation de 3 points du « taux de sous-emploi », qui ajoute au taux de chômage les personnes qui n'ont qu'un lien fragile avec le marché du travail, suffirait. Cela correspondrait à ce qui a été observé lors de la très faible récession de 2001, lorsque le PIB américain n'avait même pas chuté pendant deux trimestres consécutifs (la définition européenne d'une récession). En outre, nous pensons que ce modèle surestimerait l'ampleur du ralentissement nécessaire de l'économie. En effet, les attentes des consommateurs en matière de prix diminueraient probablement à mesure que le marché du travail se détériorerait. En outre, certains facteurs idiosyncratiques poussant l'inflation à la hausse – par exemple l'assurance automobile et les loyers – devraient s'estomper indépendamment de l'état de l'économie réelle cette année. Nous sommes donc confiants dans notre scénario central : la Fed sera en mesure d'abaisser son taux directeur d'ici septembre, sans qu'un « atterrissage brutal » n'ait besoin de se matérialiser.

Alors que la Fed refuse toujours de s'engager dans une conversation précise sur le calendrier, la baisse des taux de la Banque centrale européenne (BCE) en juin est de plus en plus présentée comme une « affaire réglée » par les membres du Conseil des gouverneurs, même par les membres les plus conservateurs. Le débat s'est déplacé sur le rythme de l'assouplissement après juin. Même si l'économie de la zone euro s'améliore progressivement, elle reste affectée par plusieurs trimestres de croissance atones, et trois baisses de 25 points de base cette année restent notre scénario central.

Un peu plus de la même chose

L'évolution des anticipations sur les politiques monétaires a largement déterminé la performance des actifs les plus sensibles aux taux d'intérêt en 2024. Les baisses de taux d'intérêt prévues aujourd'hui sont bien moins nombreuses qu'au début de l'année, ce qui s'est traduit par une sous-performance des actifs de plus longue durée, aux valorisations plus sensibles aux variations de taux. Dans le même temps, la résistance de la croissance et des résultats des entreprises a permis aux actifs sensibles aux bénéfices d'enregistrer de meilleures performances. Si l'on examine les performances de l'obligataire à revenu fixe, les classes d'actifs les plus performantes – celles qui ont réussi à battre des records de rendement – sont les obligations asiatiques à haut rendement, les prêts à effet de levier (*leveraged loans*) et la dette des marchés émergents. Sur les marchés des actions, valeurs de croissance et haut bêta sont en tête du classement des performances.

Les perspectives macroéconomiques pour le reste de l'année 2024 laissent présager la même chose. Nous pensons essentiellement que nous sommes au sommet du cycle des taux d'intérêt et qu'une certaine détente devrait être observée au second semestre. La croissance est modérée, mais les signes de récession sont difficiles à trouver dans les économies développées. Il existe des risques d'inflation, mais la valorisation de cette inflation par le marché est actuellement modérée. Bien sûr, dans les détails des rapports sur les prix, nous pouvons détecter des tendances indésirables dans certaines parties du secteur des services, la croissance des salaires est toujours soutenue et les prix des matières premières peuvent provoquer des chocs inflationnistes. Mais une résurgence d'une inflation semblable à celle de 2022-2023 nécessiterait probablement un choc du côté de l'offre et une erreur majeure de calibrage de la gestion de la demande globale par les banques centrales et les responsables de la politique budgétaire. La vigilance des investisseurs obligataires offre aussi un garde-fou à ce scénario.

La technologie est un véritable thème, qui génère des bénéfices et motive les dépenses d'investissement

La vue macroéconomique est favorable à des rendements corrects sur les marchés financiers, avec une préférence pour les actions et le crédit, en particulier à durée courte. Les rapports sur les bénéfices des entreprises technologiques américaines pour le premier trimestre ont mis en évidence le fait que l'intelligence artificielle (IA) reste un puissant moteur de dépenses en capital pour la recherche et le développement. Et elle devrait continuer à être un moteur des stratégies d'investissement en actions pendant un certain temps. Bien entendu, les cas d'utilisation des applications de l'IA dans les secteurs autres que la technologie sont moins évidents. Cependant, toute personne proche d'une entreprise ne peut qu'avoir remarqué au cours de l'année écoulée que des gains d'efficacité opérationnelle sont recherchés par l'introduction de techniques d'IA dans toute une série d'activités. À long terme, l'IA améliore la productivité. Reste à savoir où l'on pourra en récolter les fruits.

Ceux qui détiennent le capital et bénéficient de hauts revenus s'en sortent très bien. Leurs bilans sont solides, leurs revenus réels augmentent et ils sont moins sensibles aux taux d'intérêt. Les exemples de gonflement de l'activité économique sont nombreux : prix de l'immobilier en Méditerranée, notes de restaurant exorbitantes à New York, prix d'un billet de concert de Taylor Swift. Le nombre de passagers des compagnies aériennes est très élevé. Pendant ce temps, les personnes à faibles revenus, qui doivent payer un loyer pour se loger et qui sont susceptibles d'être des débiteurs nets, souffrent. Les revenus réels ont été comprimés, les impayés sur les dettes renouvelables augmentent avec la hausse des taux d'intérêt, et lorsque les masses salariales commenceront à être réduites, les emplois marginaux seront les premiers à en souffrir. Il convient de noter le récent déclin de l'emploi à temps plein dans les données sur l'emploi aux États-Unis. Jusqu'à présent, les problèmes de solvabilité n'ont pas infecté le cœur des marchés du crédit, mais c'est quelque chose à surveiller, surtout si l'on considère l'étroitesse des spreads des marchés du crédit listé aujourd'hui.

Se plonger dans la « micro » pour trouver des thèmes à long terme

La pandémie a incité les économistes à accorder plus d'attention aux chaînes d'approvisionnement des entreprises et aux effets de réseau sur les macro-agrégats tels que l'inflation. Peut-être faudrait-il également prêter attention aux réseaux d'emploi, en particulier avec la croissance de l'immigration et de ce que l'on appelle l'économie des « petits boulots ». L'inégalité croissante des revenus est une préoccupation majeure. Les entreprises peuvent tirer profit de l'automatisation de tâches auparavant effectuées par des travailleurs, mais elles peuvent aussi souffrir de l'augmentation d'activités telles que le vol à l'étalage et, à un niveau plus avancé, la cyberfraude. L'inégalité croissante des revenus et la manière dont elle se manifeste dans l'attitude du public à l'égard des entreprises devraient constituer une préoccupation majeure pour les investisseurs axés sur les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), car elle peut avoir un impact sur le chiffre d'affaires dans certains cas – par exemple, dans le commerce de détail.

L'interaction entre l'évolution des structures sociales et les entreprises s'étend aux considérations générationnelles. Les jeunes sont moins susceptibles d'être propriétaires et d'obtenir des prêts immobiliers. Si l'accession à la propriété est perçue comme impossible, les modèles de dépenses au cours du cycle de vie pourraient être différents de ce que l'on pense établi. Cela signifie que le revenu disponible est plus important et que les dépenses liées à « l'expérience » sont peut-être plus nombreuses que les dépenses matérielles. Les entreprises qui observent et s'adaptent à une numérisation accrue, à des influences sociales et environnementales plus marquées sur les dépenses et à une base de consommateurs légèrement plus mouvante seront en mesure de tirer parti de ces tendances. Pour les fournisseurs de technologies de base, les jeunes auront tendance à constituer une clientèle fidèle, mais pour d'autres biens et services, les petites et moyennes entreprises d'avenir pourraient être celles qui s'adaptent et innovent suffisamment pour répondre à la demande d'une génération dont les habitudes de consommation sont très différentes de celles de leurs prédécesseurs.

L'inégalité des revenus doit être considérée comme un facteur économique négatif. À l'extrême, elle nécessite la prise de décisions politiques et, à l'approche des élections au Royaume-Uni, en Europe et aux États-Unis, les facteurs sociaux seront au cœur du débat politique. La tentation est forte d'utiliser les grands leviers macroéconomiques pour y remédier – impôts, dépenses et politiques commerciales, qui sont souvent sous-optimaux pour le bien-être économique et nuisent aux personnes qu'ils tentent en fait d'aider le plus. Ces choix politiques peuvent avoir des répercussions sur l'investissement – l'augmentation des emprunts publics aura un impact sur les taux d'intérêt réels, les modifications des taxes produiront des gagnants et des perdants, la politique commerciale peut modifier l'économie des entreprises engagées dans des activités d'exportation et d'importation. Sans oublier que la polémique peut avoir un impact sur le sentiment des investisseurs.

La question de la génération a des implications économiques et d'investissement plus positives. Les médias sociaux ont déjà engendré des opportunités d'activités et la création de richesses ; les natifs du numérique parmi les jeunes générations

consommeront et se distrairont par le biais des canaux en ligne autant que par les canaux physiques. Bien sûr, cela se produit depuis des années, mais il est peu probable que nous ayons encore vu tout l'impact de l'évolution des modes de consommation sur des activités telles que la banque, la gestion d'actifs, la fourniture de soins de santé et les transports.

La macroéconomie pourrait être ennuyeuse pendant un certain temps, avec le revenu pour l'obligataire et la croissance du côté des actions comme simples mantras des investisseurs. Le rendement des liquidités s'érodera lentement, pas assez rapidement pour générer une importante vague d'investissement du marché monétaire et des comptes bancaires vers les fonds d'obligations et d'actions. Il devrait en résulter des rendements stables pour ceux-ci. Mais au niveau microéconomique, les investisseurs devraient essayer de comprendre les effets de réseau et les interactions entre les aspects sociaux et sociétaux avec les activités des entreprises, car c'est là que les thèmes économiques futurs sont en gestation.

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

Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2023		2024*		2025*	
	AXA IM		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Monde	3.2		3.2		3.2	
Economies avancées	1.7		1.5		1.4	
Etats-Unis	2.5		2.4	2.3	1.6	1.8
Zone euro	0.5		0.6	0.5	1.1	1.5
Allemagne	0.0		0.0	0.1	0.9	1.5
France	0.9		0.8	0.7	1.0	1.3
Italie	1.0		0.7	0.7	0.7	1.2
Espagne	2.5		2.4	1.7	2.1	1.9
Japon	1.9		1.2	0.6	1.0	1.0
Royaume-Uni	0.3		0.7	0.3	1.2	1.2
Suisse	0.8		0.8	1.2	1.3	1.5
Canada	1.1		1.2	0.9	1.7	1.9
Economies émergentes	4.2		4.1		4.2	
Asie	5.3		5.2	4.0	4.7	0.0
Chine	5.2		5.0	4.7	4.2	4.4
Corée du Sud	1.3		2.3	2.1	2.3	2.2
Reste de l'Asie émergente	5.9		5.6		5.6	
LatAm	2.3		1.8		2.6	
Brésil	2.9		1.6	1.8	2.0	2.0
Mexique	3.3		2.2	2.2	2.1	2.2
Europe émergente	3.0		3.0		2.9	
Russie	3.6		3.2	2.3	1.8	1.1
Pologne	0.2		2.8	2.9	3.5	3.4
Turquie	4.3		3.0	2.5	3.6	3.2
Autre EMs	2.2		2.9		4.2	

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 30 mai 2024

* Prévisions

Inflation IPC (%)	2023		2024*		2025*	
	AXA IM		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Economies avancées	4.7		2.8		2.3	
Etats-Unis	4.1		3.3	2.9	2.5	2.3
EMU	5.5		2.5	2.3	2.2	2.1
Chine	0.2		0.6	0.8	1.6	1.9
Japon	3.3		2.2	2.4	1.6	1.5
Royaume-Uni	7.3		2.4	2.5	1.8	2.0
Suisse	2.1		1.6	1.3	1.3	1.3
Canada	3.9		2.6	2.5	2.6	2.0

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 30 mai 2024

* 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-24	3T-24	4T-24
Etats-Unis - Fed	Dates	5,50	12 juin	30-31 juil 17-18 sep	6-7 nov 17-18 déc
	Taux		inch (5,50)	-0,25 (5,25)	-0,25 (5,00)
Zone euro - BCE	Dates	4,00	6 juin	18 juil 12 sep	17 oct 12 déc
	Taux		-0,25 (3,75)	-0,25 (3,50)	-0,25 (3,25)
Japon - BoJ	Dates	0 - 0,1	13-14 juin	30-31 juil 19-20 sep	30-31 oct 18-19 déc
	Taux		inch (0-0,1)	+0,10 (0,1-0,2)	+0,10 (0,2-0,3)
Royaume-Uni - BoE	Dates	5,25	20 juin	1 août 19 sep	7 nov 19 déc
	Taux		inch (5,25)	-0,25 (5,00)	-0,25 (4,75)
Canada - BoC	Dates	5,00	5 juin	24 juil 4 sep	23 oct 11 déc
	Taux		inch (5,00)	-0,25 (4,75)	-0,50 (4,25)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 30 mai 2024

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

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



Investment Institute

Visit the Investment Institute

For more insights from our experts across our research and investment teams to help you make more informed investment decisions.

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.

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 2024. 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