

# 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 risques politiques assombrissent un contexte macro décent

### Key points

- Aux Etats-Unis, l'hypothèse d'un « atterrissage en douceur » qui autorise des baisses de taux de la Fed sans dégradation massive de l'économie réelle semble se réaliser.
- En Europe – où la baisse des taux a commencé – la bonne tenue des salaires réels préserve d'un risque de récession.
- Les risques politiques viennent toutefois assombrir cet environnement porteur pour les marchés, entre le programme potentiellement inflationniste de Donald Trump et l'incertitude née des élections anticipées en France.
- Les revenus sont en hausse dans l'obligataire et un cycle de bénéfices solides soutient les actions.

### Une situation macroéconomique décente, une politique compliquée

Sans la dégradation du contexte politique, la situation macroéconomique globale serait plus que décente. En effet, aux Etats-Unis, un atterrissage en douceur semble enfin se dessiner, ce qui devrait permettre à la Réserve fédérale (Fed) de commencer à réduire les taux en septembre tout en préservant une dynamique suffisante dans l'économie réelle pour éviter d'augmenter les taux de défaillance et de trop endommager les bénéficiaires des entreprises.

Il est vrai que le flux de données reste souvent difficile à lire – voir par exemple les fluctuations de l'enquête ISM, normalement fiable, où la divergence des signaux sur l'emploi entre une enquête auprès des entreprises sur les créations d'emploi dans le privé toujours robuste et une enquête auprès des ménages plutôt déprimée. Mais la faiblesse des ventes au détail suggère que la médiocrité de la consommation privée, déjà matérialisée par un PIB médiocre au premier trimestre, pourrait s'être poursuivie au deuxième trimestre. Une correction des permis de construire suggère également que l'investissement résidentiel, dans un contexte de taux immobiliers élevés, est en train de caler après avoir longtemps résisté. Les offres d'emploi et les démissions sont revenues à leur niveau d'avant la pandémie, ce qui devrait contribuer à freiner les salaires et à prolonger la décélération actuelle des prix des services.

En effet, en mai, pour le deuxième mois consécutif, la dynamique des prix des services s'est ralentie si l'on considère la variation annualisée sur trois mois, ce qui contraste avec la réaccélération observée au début de 2024. La Fed avait réagi en durcissant son message. Nous continuons de penser que la banque centrale aura besoin de quelques données supplémentaires cet été pour confirmer la tendance mais cela reste compatible avec une baisse des taux en septembre.

Dans la zone euro, au premier trimestre, le PIB a augmenté conformément à son rythme potentiel pour la première fois depuis le début de l'année 2022. Bien que la performance globale ait été stimulée par les résultats remarquables de l'Espagne ou le Portugal entre autres, il est rassurant de constater que les quatre plus grandes économies de la zone euro ont toutes enregistré des hausses de PIB. Alors que la politique budgétaire devient restrictive et constitue un obstacle grandissant, l'écart positif (mais temporaire) entre la croissance des salaires et l'inflation totale protège les dépenses de consommation à moyen terme et devrait ainsi maintenir le PIB en territoire positif au cours des trimestres à venir.

Néanmoins, alors que les investisseurs commencent à envisager la seconde moitié de l'année, les élections américaines se profilent évidemment à l'horizon. L'une des principales préoccupations est que certaines caractéristiques essentielles du programme de Donald Trump (qui est pour l'instant en tête, à la fois dans les sondages nationaux et dans les Etats clés) pourraient rendre plus difficile la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire de la Fed en 2025. En effet, la combinaison d'une politique d'immigration restrictive, d'une politique budgétaire plus souple et de droits de douane plus élevés serait clairement inflationniste. Cela pourrait freiner la baisse des taux d'intérêt à long terme, même si la Fed réussit à implémenter quelques baisses de taux avant.

La zone euro est également confrontée, de manière assez inattendue, à son propre risque politique, avec la décision du président français de convoquer des élections législatives anticipées. Cette décision a fait grimper les primes de risque obligataires, non seulement en France, mais aussi dans toute la périphérie de la zone euro, tandis que l'incertitude semble avoir un effet visible sur la confiance des entreprises, comme le montre l'enquête des directeurs d'achats (PMI) décevante du mois de juin. L'union monétaire n'est guère menacée puisque le Rassemblement National (RN) – le plus proche d'obtenir une majorité selon les sondages – n'appelle plus au "Frexit", mais les inquiétudes pourraient persister car il est possible qu'aucune clarification de l'orientation de politique économique de la France ne puisse émerger rapidement, soit parce qu'aucune majorité ne se dégage – une issue très plausible – soit parce qu'on ne sait pas exactement quelle part de son programme dépensier de 2022 un gouvernement dirigé par le Rassemblement National essaierait de mettre en œuvre.

À l'inverse, le Royaume-Uni apparaît comme une source de stabilité : les élections générales opposent, dans le domaine économique, deux versions assez proches d'un programme « centriste ». Il se peut que le contact du pays avec le populisme issu du débat sur le Brexit produise aujourd'hui un vaccin puissant contre les choix aventureux.

## **Des conditions macroéconomiques favorables à la bonne tenue des marchés**

Malgré certains risques évidents qui pourraient affecter l'optimisme des investisseurs et la possibilité que des événements politiques viennent gâcher la toile de fond, l'environnement actuel reste favorable à la poursuite de performances positives dans toutes les catégories d'actifs. À la suite de l'ajustement des anticipations des politiques de taux d'intérêt des banques centrales au premier trimestre, les performances obligataires ont progressivement été dominées par la composante du revenu, à tel point que les performances de la plupart des secteurs du crédit sont positives au premier semestre 2024. Même les actifs de plus longue durée, plus sensibles aux variations de taux, ont dégagé des performances positives en juin, les rendements actuariels des obligations d'Etat à long terme s'étant rapprochés de la limite inférieure de la fourchette dans laquelle ils ont évolué ces derniers mois. Les bonnes surprises en matière d'inflation aux Etats-Unis et le sentiment que le marché du travail américain est en train de sortir de l'impasse ont également renforcé la confiance des investisseurs dans les perspectives de baisse des taux d'intérêt. La décision de la Banque Centrale Européenne (BCE) et la deuxième réduction des taux par la Banque Nationale Suisse ont renforcé cette confiance.

Le message d'AXA Investment Managers a toujours été le même : l'environnement de rendements plus élevés offre un régime de performance obligataire différent de celui de la période où le niveau des rendements était dominé par les achats massifs d'obligations d'Etat par les banques centrales. Entre mai 2023 et mai 2024, la performance d'un indice d'obligations d'entreprises en dollars américains a été d'environ 4,5%. Pour un indice équivalent en euros, la performance a été de 2,3%. Comme les coupons moyens des obligations augmentent avec le refinancement des titres à faible coupon qui arrivent à échéance, cette composante revenu du rendement total augmentera encore. Le coupon moyen sur le marché des obligations d'entreprise en dollars américains est passé de 3,9% en juin 2023 à 4,3% aujourd'hui, tandis que le coupon moyen sur le marché en euros est passé de 1,95% à 2,3%. Ces perspectives de revenus, associées au fait que de nombreuses obligations se négocient encore à des prix inférieurs à la valeur nominale, sont les deux principaux moteurs de l'opinion positive sur le crédit.

Il en va de même pour les obligations à haut rendement. Sur le marché américain, le coupon moyen est passé de 5,9% à 6,4% et le rendement courant de l'année dernière a été de près de 7% (près de 5% pour les obligations à haut rendement libellées en euros).

Les valorisations suscitent des inquiétudes. Les spreads de crédit sont proches de leur niveau le plus bas dans le cycle actuel et leur vulnérabilité a été mise en évidence par la réaction des spreads européens à l'annonce des élections anticipées en France. Les spreads des émetteurs français ont réagi à l'élargissement de l'écart entre les obligations d'Etat françaises et allemandes et les valeurs financières ont été particulièrement touchées. Toutefois, une contagion plus large a été limitée et, la BCE étant désormais en mode d'assouplissement de sa politique, tout élargissement des spreads de crédit européens devrait être considéré comme une opportunité d'investissement.

## Les fondamentaux générant des flux de revenus et de bénéfices

La toile de fond reste également positive pour les investisseurs en actions. Les prévisions de croissance des bénéfices et les révisions du consensus ont été revus à la hausse et plusieurs analystes ont relevé leurs objectifs de fin d'année pour un certain nombre d'indices boursiers. Comme c'est le cas pour les revenus du crédit, il semble y avoir plus de visibilité sur le cycle des bénéfices pour les actions, étant donné les perspectives de croissance favorables. Toutefois, il existe de grandes différences entre les secteurs, tant en termes de perspectives que de performances. Sur le marché américain, le secteur technologique a contribué de manière significative à la croissance des bénéfices et aux performances. Les prévisions actuelles montrent la divergence de la croissance attendue des bénéfices aux Etats-Unis, allant de 20% de croissance attendue des bénéfices sur douze mois pour le secteur des technologies de l'information à seulement 2,2% pour les actions du secteur de l'énergie. Les prévisions sont moins élevées en Europe, en raison du taux de croissance plus faible du PIB nominal. Mais l'Europe a l'avantage d'avoir des valorisations plus attrayantes, une base plus large pour la reprise des actions et une banque centrale qui est moins paralysée en termes de réductions de taux à court terme.

Cette toile de fond positive des marchés a permis d'obtenir de bonnes performances corrigées du risque au cours de l'année écoulée. Un portefeuille classique d'actions et d'obligations (60/40) aurait généré des rendements de l'ordre de 10 à 20% en fonction du marché et de son allocation précise (croissance par rapport « value » pour les actions et crédit par rapport aux dettes souveraines pour l'obligataire). Le scénario de base d'atterrissage en douceur, avec un certain assouplissement des paramètres monétaires mondiaux et la prévention d'une récession, devrait contribuer à maintenir les perspectives haussières pendant un certain temps, sous réserve de ce qui se passera lors des élections en Europe et aux Etats-Unis.

## La croissance séculaire du secteur de la technologie restera un thème clé

L'histoire séculaire est également solide. La révolution de l'intelligence artificielle (IA) est à l'origine de la multiplication par plus de deux – depuis que la Fed a commencé à relever les taux d'intérêt – de la capitalisation boursière des trois méga-capitalisations américaines, qui sont toutes évaluées individuellement à plus de 3 mille milliards de dollars. Dans l'ensemble, les économistes, et d'autres, pensent que l'IA améliorera la productivité et que les dépenses d'investissement seront donc affectées à l'utilisation des technologies d'IA dans toute une série de secteurs. Cette évolution, ainsi que la numérisation plus large et l'investissement dans les technologies vertes, sont les moteurs des dépenses d'investissement des entreprises aux Etats-Unis et en Europe, une fois que les fonds de NextGenerationEU sont utilisés. Le secteur des semi-conducteurs a ouvert la voie en termes de performance du marché boursier américain, mais l'élargissement de l'infrastructure de l'IA créera de nombreuses opportunités liées aux centres de données, à l'informatique en nuage et à la cybersécurité. À terme, les entreprises qui utilisent l'IA plutôt que de développer une technologie à l'ancienne devraient également voir leurs valeurs boursières récompensées. Il s'agit d'un thème qui est appelé à durer, quel que soit le rythme des baisses de taux ou la composition politique des gouvernements des démocraties occidentales.

Sur ce point, il convient de mentionner le Royaume-Uni, où le parti travailliste semble en passe de remporter une large majorité lors des élections générales du 4 juillet. Si son programme n'est pas nécessairement favorable aux marchés, il a pris soin de ne pas apparaître comme budgétairement imprudent, affirmant que toute proposition politique serait entièrement financée et ne conduirait pas à une aggravation du déficit. Les marchés domestiques sont optimistes quant aux perspectives, les rendements des obligations d'Etat à 10 ans étant stables autour de 4%. Si les attentes sont satisfaites, les actions britanniques devraient en bénéficier. Elles ont sous-performé depuis le vote du Brexit en 2016 et sont bon marché en valeur relative. Au niveau des moyennes capitalisations, les prévisions de bénéfices sont solides et l'on observe déjà une augmentation des activités de fusion et d'acquisition. Un rebond électoral des actions britanniques serait l'un des points forts des mois d'été.

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

## Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2023		2024*		2025*	
	AXA IM		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Monde</b>	<b>3.2</b>		<b>3.2</b>		<b>3.1</b>	
<b>Economies avancées</b>	<b>1.7</b>		<b>1.5</b>		<b>1.4</b>	
Etats-Unis	2.5		2.4	2.4	1.6	1.8
Zone euro	0.5		0.6	0.6	1.1	1.5
Allemagne	0.0		0.1	0.2	0.9	1.5
France	0.9		0.8	0.8	1.0	1.3
Italie	1.0		0.7	0.8	0.7	1.2
Espagne	2.5		2.4	2.0	2.1	1.9
Japon	1.9		0.6	0.5	1.1	1.0
Royaume-Uni	0.3		0.7	0.5	1.1	1.2
Suisse	0.8		1.2	1.2	1.3	1.5
Canada	1.1		1.3	1.1	1.8	1.9
<b>Economies émergentes</b>	<b>4.1</b>		<b>4.2</b>		<b>4.2</b>	
Chine	5.2		5.0	4.9	4.2	4.4
<b>Asie (à l'exclusion Chine)</b>	<b>5.3</b>		<b>5.4</b>		<b>5.3</b>	
Inde	7.7		6.8	6.8	6.5	6.6
Corée du Sud	1.4		2.5	2.5	2.6	2.2
Indonésie	5.0		5.1	4.9	5.1	5.1
<b>LatAm</b>	<b>2.3</b>		<b>2.0</b>		<b>2.4</b>	
Brésil	2.9		2.2	1.9	1.9	2.0
Mexique	3.2		2.2	2.2	1.4	2.2
<b>Europe émergente</b>	<b>3.0</b>		<b>3.0</b>		<b>2.9</b>	
Russie	3.6		3.2	2.6	1.8	1.1
Pologne	0.2		2.8	2.9	3.5	3.4
Turquie	4.3		3.0	2.6	3.6	3.2
<b>Autre EMs</b>	<b>2.2</b>		<b>2.9</b>		<b>4.2</b>	

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 25 juin 2024

\* Prévisions

Inflation IPC (%)	2023		2024*		2025*	
	AXA IM		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Economies avancées</b>	<b>4.7</b>		<b>2.8</b>		<b>2.3</b>	
Etats-Unis	4.1		3.3	3.2	2.5	2.3
EMU	5.5		2.5	2.3	2.2	2.1
Chine	0.2		0.6	0.7	1.6	1.9
Japon	3.3		2.5	2.5	1.9	1.5
Royaume-Uni	7.3		2.4	2.5	1.8	2.0
Suisse	2.1		1.4	1.3	1.4	1.3
Canada	3.9		2.5	2.5	2.6	2.0

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 25 juin 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	3T-24	4T-24
Etats-Unis - Fed	Dates	5,50	30-31 juil	6-7 nov
	Taux		17-18 sept	17-18 déc
Zone euro - BCE	Dates	3,75	18 juil	17 oct
	Taux		12 sept	12 déc
Japon - BoJ	Dates	0 - 0,1	30-31 juil	30-31 oct
	Taux		19-20 sept	18-19 déc
Royaume-Uni - BoE	Dates	5,25	1 août	7 nov
	Taux		19 sept	19 déc
Canada - BoC	Dates	4,75	24 juil	23 oct
	Taux		4 sept	11 déc
			-0,25 (4,50)	-0,25 (4,25)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 25 juin 2024

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

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