

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



Le croisement des banques centrales

Points clé

- La Fed devrait se montrer plus prudente quant au rythme de désengagement de sa politique restrictive.
- Symétriquement, la BCE se prépare à agir de manière plus décisive pour éviter que l'inflation ne soit inférieure à son objectif.
- Cette combinaison a soutenu le dollar américain face à l'euro. Le dollar s'est également apprécié par rapport au yen, les perspectives de resserrement de la politique de la BoJ s'éloignant. L'évolution du sentiment électoral aux Etats-Unis a donné un coup de pouce supplémentaire.
- La politique budgétaire américaine semble également devoir rester plus expansive, en particulier comparée aux politiques menées en Europe où des mesures sont prises pour limiter les déficits excessifs.
- Aux Etats-Unis, les questions budgétaires sont pour l'instant négligées par les marchés, à l'exception des spreads des swaps à long terme qui se sont élargis.

La BCE s'inquiète (enfin)

Le mois dernier, nous évoquions le risque que la Réserve fédérale (Fed) finisse par « en faire trop », en déployant trop de soutien trop rapidement à une économie américaine encore très résiliente, tandis que la Banque centrale européenne (BCE) risquait de maintenir trop longtemps sa position restrictive, sans percevoir que la rapidité et l'ampleur de la détérioration de l'économie réelle pourraient conduire l'inflation à un atterrissage sous la cible de 2%. Les données récentes pourraient avoir poussé les deux banques centrales à reconsidérer leur position, et elles pourraient « se rejoindre à mi-chemin », avec une Fed devenant plus prudente, s'abstenant de recourir de nouveau à des réductions de taux d'intérêt par pas de 50 points de base (pdb), tandis que la BCE semble plus consciente de la nécessité d'accélérer la levée de sa politique restrictive car l'inflation baisse plus rapidement que dans ses prévisions récentes.

Le rapport de l'emploi de septembre aux Etats-Unis a été bien meilleur que prévu et suggère que la Fed a peut-être réagi de manière excessive à la hausse du taux de chômage au début de l'été. L'indice des prix à la consommation pour le mois de septembre, publié la semaine dernière, n'a pas apporté beaucoup de répit aux colombes de la Fed. L'indice des prix sous-jacents à la consommation (IPC) a en effet légèrement rebondi en glissement annuel, passant de 3,2% à 3,3%, alors que le marché s'attendait à une lecture inchangée. Au-delà de la volatilité mensuelle, ce qui émerge est une stabilisation générale – ou, de manière plus pessimiste, l'émergence d'une « ligne de résistance » – de l'inflation sous-jacente au-dessus de 3% depuis la fin du printemps, un rythme toujours inconfortable par rapport à l'objectif de la Fed. Étant donné l'écart habituel entre l'IPC et le déflateur de la consommation des ménages (PCE), la mesure cible de l'inflation de la Fed,

un IPC sous-jacent à 2,5% serait cohérent avec l'objectif. La dynamique de court terme n'est pas très rassurante non plus, avec une deuxième accélération consécutive du taux annualisé sur trois mois.

La Fed avait indiqué tolérer les hausses encore soutenues des loyers, qui représentent plus de 40% de l'IPC sous-jacents, en raison de la tendance favorable des indicateurs en temps réel sur les nouveaux baux. Cependant, l'accélération des prix « services hors logement » a été forte en septembre, passant de 0,7% en août à 3,0% sur une base annualisée de trois mois.

Les membres du comité de politique monétaire américain (FOMC) qui se sont exprimés récemment ont pris en compte les données récentes et ont exprimé leur préférence pour une approche mesurée dans la poursuite de l'assouplissement monétaire. Pour 2025, nous anticipons de nouvelles baisses de taux, qui devraient s'arrêter bien au-dessus de l'estimation du taux neutre par la Fed, soit environ 2,9% selon ses prévisions à long terme des taux des Fed Funds. Toutefois, un haut degré d'incertitude subsiste, comme nous l'affirmons depuis plusieurs mois, en raison de l'impact potentiel des élections américaines sur les politiques budgétaires et commerciales.

Alors que la Fed adopte un ton plus prudent, la BCE se montre déjà plus déterminée. « Nous ne sommes pas aveugles ». Cette déclaration clé de Christine Lagarde lors de la réunion d'octobre résume bien la situation. Il n'y avait d'ailleurs que peu de suspense quant à la décision lors de son meeting d'octobre — le marché prévoyait avec 99% de probabilité une baisse de taux de 25pdb, après son discours accommodant au Parlement européen. En septembre, nous avons été surpris de voir que la BCE, en publiant de nouvelles prévisions, avait à peine révisé à la baisse ses perspectives de croissance pour la zone euro, tout en conservant la même liste des risques à la baisse. Christine Lagarde a été claire lors de la réunion d'octobre : la banque centrale est prête à réagir rapidement si une déviation visible par rapport à leur scénario central se manifeste.

Christine Lagarde n'a pas caché les inquiétudes de la BCE concernant l'économie réelle lors de la session de questions-réponses lors de son meeting d'octobre, et la déclaration préparée a ajouté un nouvel élément à la liste des risques à la baisse sur la croissance : la possibilité qu'un manque de confiance des consommateurs et/ou des entreprises mette des bâtons dans les roues de la reprise à laquelle la banque centrale continue de s'attendre, du moins officiellement. Il s'agissait clairement d'une prise en compte de certaines évolutions comportementales récentes. Bien qu'une légère reprise du pouvoir d'achat soit en cours, avec une croissance des salaires qui, même en ralentissant, reste supérieure à la baisse de l'inflation, la hausse du taux d'épargne en éteint l'effet sur la consommation des ménages. Du côté des entreprises, la baisse des marges bénéficiaires — tout en favorisant une désinflation plus rapide — continue de peser sur les investissements.

Comme prévu, il n'y a pas eu de retour aux « indications prospectives », la fameuse « forward guidance ». Les propos de Christine Lagarde sont restés cohérents avec une prise de décision basée sur les données, « une seule réunion à la fois ». Toutefois, on peut s'attendre à une révision significative des prévisions pour décembre, et cela pourrait être l'occasion d'envoyer un message plus décisif sur la trajectoire future des taux directeurs. Nous partageons l'avis du marché qui anticipe une baisse de 25pdb à chaque réunion jusqu'en juin 2025, avec un taux de dépôt atteignant 2%, soit le haut de la fourchette communément considérée comme le niveau neutre dans la zone euro. Nous n'excluons pas la possibilité que, sur cette trajectoire, la BCE opte pour une réduction de 50pdb si les données se détériorent plus rapidement.

Le puissant billet vert

Les marchés obligataires se sont ajustés à la trajectoire attendue des taux directeurs de la Fed depuis la publication du rapport sur l'emploi de septembre. Dans le même temps, la BCE a de nouveau réduit son taux de dépôt. Le marché anticipe que l'écart entre le taux des fonds fédéraux et le taux de dépôt de la BCE devrait rester compris entre 150 et 175pdb tout au long de l'année prochaine. Si le marché se montre plus prudent quant à l'évolution des taux américains — en raison de la persistance de l'inflation dans le secteur des services, d'un marché du travail qui n'est peut-être pas si faible que cela et de l'incertitude liée à l'élection en matière de politique budgétaire — le dollar pourrait continuer à se raffermir.

En effet, il est difficile de voir quelles monnaies pourraient contester l'hégémonie du dollar dans un avenir prévisible. Le yen japonais s'est renforcé au cours de l'été, la Banque du Japon (BoJ) ayant annoncé son deuxième relèvement des taux directeurs à la fin du mois de juillet. Toutefois, il n'y a pas eu de nouveau resserrement de la politique monétaire. Les marchés tablent actuellement sur un relèvement de 25psb environ pour la BoJ au cours de l'année à venir — un profil de taux qui ne rend pas la détention de yens si intéressante. Les taux d'intérêt aux Etats-Unis seront encore bien supérieurs de 300pdb à ceux du Japon l'été

prochain, sur la base des prix à terme actuellement pratiqués sur le marché. En termes réels, les taux américains à court terme devraient encore se situer autour de 1%, tandis que les taux japonais à court terme resteront négatifs dans les mêmes proportions.

Du point de vue des différentiels de taux d'intérêt, en termes relatifs, seule la livre sterling semble pouvoir se maintenir par rapport au dollar. La Banque d'Angleterre (BoE) a été la plus stricte parmi les grandes banques centrales. Nous prévoyons une baisse des taux au Royaume-Uni, notamment parce que le gouvernement travailliste devrait se montrer plus restrictif dans son budget d'octobre. Toutefois, l'inflation de base se maintient à 3,2% (l'inflation globale est tombée à 1,7% en septembre) et il est peu probable que la BoE réduise ses taux de manière plus agressive que la Fed. La livre sterling ne pourra peut-être pas suivre le rythme du dollar, mais elle pourrait surperformer l'euro et le yen, surtout si le gouvernement est en mesure de mettre l'accent sur les plans de croissance à long terme dans sa politique budgétaire.

Une force généralisée du dollar

Les Etats-Unis ont des problèmes budgétaires à long terme bien identifiés. Le Bureau du budget du Congrès américain (CBO) prévoit que le déficit fédéral restera supérieur à 6% du PIB dans les années à venir et que le ratio dette/PIB dépassera 120%. La différence entre les Etats-Unis et l'Europe réside dans la manière dont cela se traduit sur le plan politique. Au cours de la campagne électorale actuelle, il n'a guère été question de la manière de freiner les dépenses fédérales et d'améliorer le profil budgétaire à long terme. En effet, à première vue, bon nombre des politiques défendues par les deux candidats à l'élection présidentielle sont susceptibles d'entraîner une augmentation des emprunts plutôt qu'une diminution. Cela est encore plus probable sous une présidence de Donald Trump. Son parti pris est de réduire les impôts et la réglementation. Pendant ce temps, en Europe, comme le montre la proposition de resserrement budgétaire en France, la maîtrise des emprunts est davantage une priorité politique immédiate. Le cadre politique de l'Union européenne exige que les gouvernements présentent des plans crédibles pour maintenir les déficits budgétaires à des niveaux convenus. Cela signifie que la politique budgétaire américaine devrait rester plus expansionniste que celle de l'Europe. Si l'on ajoute à cela un resserrement probable de la politique monétaire, il s'agit là d'une recette classique pour une monnaie plus forte.

À un moment donné, les largesses budgétaires pourraient devenir un problème pour les marchés. Les courbes de rendement des obligations d'État montrent une augmentation de la prime de risque à long terme. Mesurées par la différence entre les rendements des liquidités et des obligations d'État et les niveaux des swaps de taux d'intérêt, les obligations se sont dépréciées aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en France cette année. En revanche, selon la même mesure, les écarts de taux des entreprises sont proches de leur niveau le plus bas, ce qui suggère que les marchés n'exigent pas une prime de risque de crédit particulièrement élevée pour la dette des entreprises, en particulier celles de haute qualité. À terme, une prime de risque budgétaire plus élevée aura des implications systémiques, mais pas encore – et les marchés se concentrent davantage sur le lien entre le budget et la croissance que sur la solvabilité souveraine. Sur cette base, le dollar reste gagnant.

La politique commerciale sera également importante

Avant l'élection, le marché s'est positionné en faveur d'une victoire de Trump en pariant sur un dollar fort. Les attentes d'un programme commercial agressivement protectionniste sont l'un des facteurs à l'origine de cette tendance. Si les Etats-Unis imposent des droits de douane supplémentaires et importants sur les importations chinoises et européennes, les devises pourraient s'affaiblir par rapport au dollar afin de compenser l'impact des droits de douane. Il est également probable que les pays qui exportent vers les Etats-Unis subissent un choc de croissance négatif en raison de l'impact de la politique américaine sur le volume de leurs échanges. Le dollar pourrait donc se renforcer par rapport à des monnaies comme le renminbi chinois et le peso mexicain. S'il est difficile de déterminer les gagnants et les perdants de la montée progressive du protectionnisme – on peut dire que tout le monde est perdant au bout du compte – il est assez clair que le dollar américain en bénéficierait dans un premier temps.

La domination des Etats-Unis

Nous nous dirigeons potentiellement vers une période plus volatile pour les marchés, compte tenu des incertitudes liées à l'élection américaine. Toutefois, en toile de fond, les Etats-Unis restent l'économie la plus forte du monde avec des marchés financiers les plus dynamiques. Les premières indications concernant les bénéfices du troisième trimestre sont positives, les banques et les entreprises technologiques étant les plus susceptibles de réserver des surprises. Les données économiques les plus récentes ont jeté le doute sur l'idée que la faiblesse du marché du travail réduirait les dépenses de consommation. Les entreprises

et les ménages ont des bilans solides, protégés par d'importantes liquidités, et les entreprises qui ont besoin d'emprunter peuvent le faire à des coûts inférieurs à ceux connus pendant la majeure partie de ces deux dernières années. Les obligations et les actions sont chères – sur la base des spreads de crédit actuels et des multiples cours-bénéfices par rapport à l'histoire des 10 à 20 dernières années – mais c'est un signe de force plus qu'un risque potentiel à ce stade. La situation des autres économies n'est pas aussi optimiste. La Chine tente de mettre en place un ensemble de mesures suffisamment important pour stimuler la croissance, mais cela reste pour l'instant assez vague et peu convaincant. L'Europe est confrontée à une faible productivité et à un défi concurrentiel dans des secteurs clés, tels que l'automobile, auxquels elle répond par des restrictions commerciales plutôt que par des réformes structurelles visant à stimuler la productivité. Les devises sont comme les cours des actions d'un pays, et il est difficile de trouver des arguments contre le fait que la devise américaine est plus demandée que ses concurrentes dans le contexte macroéconomique actuel.

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

Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2023	2024*		2025*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Monde	3.1	3.2		3.1	
Economies avancées	1.7	1.6		1.5	
Etats-Unis	2.5	2.7	2.6	2.0	1.7
Zone euro	0.5	0.7	0.7	0.9	1.3
Allemagne	-0.1	-0.1	0.0	0.5	0.8
France	1.1	1.1	1.1	0.6	1.1
Italie	1.0	0.8	0.8	0.8	0.9
Espagne	2.7	2.9	2.5	2.1	2.0
Japon	1.9	0.0	0.0	1.1	1.2
Royaume-Uni	0.1	1.1	1.0	1.4	1.2
Suisse	0.8	1.2	1.4	1.3	1.5
Canada	1.2	1.1	1.1	1.7	1.8
Economies émergentes	4.0	4.2		4.1	
Chine	5.2	4.8	4.8	4.4	4.4
Asie (à l'exclusion de la Chine)	4.7	5.4		5.2	
Inde	6.5	6.9	6.9	6.5	6.7
Corée du Sud	1.4	2.5	2.5	2.4	2.1
Indonésie	5.0	5.1	5.1	5.1	5.1
LatAm	2.3	2.0		2.5	
Brésil	2.9	3.0	2.7	2.0	2.0
Mexique	3.2	1.1	1.6	1.2	1.5
Europe émergente	3.1	3.1		2.5	
Russie	3.6	3.2	3.6	1.5	1.7
Pologne	0.2	3.1	3.0	3.7	3.8
Turquie	4.5	3.1	3.2	2.8	2.8
Autre EMs	2.5	3.1		3.4	

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 22 octobre 2024

* Prévisions

Inflation IPC (%)	2023	2024*		2025*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Economies avancées	4.7	2.6		2.2	
Etats-Unis	4.1	2.9	3.0	2.6	2.2
EMU	5.5	2.4	2.4	1.9	2.0
Chine	0.2	0.5	0.5	1.6	1.3
Japon	3.3	2.5	2.5	1.8	2.1
Royaume-Uni	7.3	2.5	2.6	2.1	2.4
Suisse	2.1	1.3	1.2	1.3	1.0
Canada	3.9	2.4	2.6	1.8	2.1

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 22 octobre 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	4T-24	1T-25	2T-25	3T-25	4T-25
Etats-Unis - Fed	Dates	5,00	6-7 nov	28-29 janv	6-7 mai	29-30 juil	28-29 oct
	Taux		17-18 déc	18-19 mars	17-18 juin	16-17 sept	9-10 déc
Zone euro - BCE	Dates	3,50	17 oct	30 janv	17 avr	24 juil	30 oct
	Taux		12 déc	6 mars	5 juin	11 sept	18 sep
Japon - BoJ	Dates	0,25	30-31 oct	23-24 janv	30 avr - 1 mai	30-31 juil	29-30 oct
	Taux		18-19 déc	18-19 mars	16-17 juin	18-19 sept	18-19 déc
Royaume-Uni - BoE	Dates	5,00	7 nov	6 fév	8 mai	7 août	6 nov
	Taux		19 déc	20 mars	19 juin	18 sept	18 déc
Canada - BoC	Dates	4,25	23 oct	29 janv	16 avr	30 juil	29 oct
	Taux		11 déc	12 mars	4 juin	17 sept	10 déc
			-0,50 (3,75)	-0,50 (3,25)	-0,25 (3,00)	+0,00 (3,00)	+0,00 (3,00)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 22 octobre 2024

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

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



À propos d'AXA Investment Managers

AXA Investment Managers (AXA IM) est un gestionnaire d'actifs de premier plan proposant une gamme d'opportunités d'investissement diversifiée dans les classes d'actifs traditionnelles et alternatives. Nous cherchons à diversifier et à faire fructifier nos portefeuilles, tout en offrant à nos clients de la valeur et des performances d'investissement sur le long terme.

AXA IM gère environ 859 milliards d'euros d'actifs*, dont 480 milliards d'euros intégrant des critères ESG, durables ou à impact**. Notre raison d'être est d'agir en faveur du progrès humain en investissant dans ce qui compte. En tant que gestionnaire d'actifs responsable, nous nous sommes engagés à intégrer les considérations ESG dans nos activités, de la sélection des titres à nos actions et notre culture d'entreprise.

AXA IM emploie plus de 2 800 collaborateurs répartis dans 23 bureaux et 18 pays**. AXA IM fait partie du Groupe AXA, un leader mondial de l'assurance et de la gestion d'actifs.

*à fin juin 2024, incluant les entités non consolidées.

** à fin décembre 2023.

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