

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



La direction du voyage se précise

Points clés

- Le dernier message de la Fed révèle une marge de tolérance assez élevée pour des « accidents » dans le processus de désinflation, alors que les conditions d'offre s'améliorent
- Nous pensons que les trois principales banques centrales occidentales commenceront (prudemment) leur cycle d'assouplissement de manière synchronisée en juin
- La baisse des taux d'intérêt entraînera une légère pentification de la courbe des rendements
- Soutien cyclique et séculaire à la performance des actions, dans un sens plus large

Le vent tourne

Depuis la fin de l'année dernière, le marché a progressivement révisé à la baisse ses attentes sur les baisses des taux d'intérêt par les principales banques centrales, à tel point qu'après les légères surprises haussières des deux derniers chiffres de l'inflation aux Etats-Unis, la possibilité de tout assouplissement de la part de la Réserve fédérale (Fed) cette année commençait à être remise en question. Toutefois, lors de la réunion de mars, Jay Powell et le Comité de politique monétaire américain (FOMC) sont restés sur leurs positions : les nouvelles prévisions conservent une médiane à trois baisses de taux en 2024, inchangé par rapport à décembre. Il est vrai que la résilience des données a probablement atténué l'enthousiasme des colombes pour un assouplissement significatif cette année – le nombre de participants au FOMC prévoyant plus de trois réductions cette année a chuté – mais la direction à suivre a été confirmée.

Il semble que la marge de tolérance de la Fed pour des « accidents » sur la route de la désinflation en cours soit assez large. Le FOMC souhaite encore obtenir davantage de données pour être « pleinement confiant dans le fait que l'inflation se rapproche durablement de 2% », mais J. Powell a déclaré que les fortes créations d'emplois ne constitueraient PAS en soi une raison suffisante pour ne pas baisser les taux, car une partie de la vigueur actuelle

de l'économie américaine peut provenir d'une amélioration de l'offre. L'immigration nette a été estimée en forte hausse en 2023, à près de +3,5 millions, soit environ 1% de la population américaine. Cela peut expliquer pourquoi la Fed se sent à l'aise de communiquer la même quantité de baisse de taux cette année tout en révisant à la hausse ses prévisions de croissance du PIB et de l'emploi. Nous continuons à penser que la première baisse de taux interviendra en juin.

Le compte à rebours des baisses de taux est également en cours en dehors des Etats-Unis. La Banque d'Angleterre (BoE) a surpris en mars – une fois de plus puisqu'aucun membre du comité ne préconise désormais de nouvelles hausses (contre deux lors de la réunion précédente), et les déclarations du gouverneur Bailey traduisent un biais accommodant. Il s'est explicitement lancé dans

une discussion des « différentes nuances de restriction », en soulignant que « l'orientation de la politique monétaire pourrait rester restrictive même si le taux à court terme était réduit, étant donné qu'il partait d'un niveau très restrictif ». Alors que la BoE reste préoccupée par la vigueur du marché du travail, la révision à la baisse de la trajectoire de l'inflation – désormais considérée comme tombant temporairement sous la barre des 2% au deuxième trimestre 2024 en raison du gel de la taxe sur les carburants – nous incite à prévoir la première baisse de la BoE en juin plutôt qu'en août.

Cela fait écho au message de la Banque centrale européenne (BCE), avec la révision à la baisse de ses prévisions d'inflation, désormais considérées comme légèrement inférieures à 2% en 2025. La banque centrale semble moins préoccupée par l'évolution des coûts de main-d'œuvre – les salaires négociés ont légèrement décéléré au quatrième trimestre 2023 après deux années de forte accélération – tandis que la faiblesse des conditions cycliques devrait entraîner une certaine compression des marges.

Ainsi, les trois principales banques centrales occidentales pourraient agir de manière synchronisée. La Banque nationale suisse (BNS) a choisi de ne pas attendre et a procédé à une baisse surprise la semaine dernière. Le taux d'inflation suisse diminuait rapidement (1,2% en glissement annuel pour l'inflation globale et 1,1% pour l'inflation sous-jacente en février, systématiquement inférieure à 2% pour cette dernière depuis mai 2023). Nous soupçonnons également la BNS de ne pas vouloir prendre le risque de déclencher de nouvelles pressions à la hausse sur le Franc si elle apparaissait comme un simple suiveur sur la voie de l'assouplissement monétaire. En valeurs pondérées par le commerce extérieur, le franc suisse s'est encore apprécié de plus de 7% le mois dernier en glissement annuel (et de 30% sur 10 ans). Même la Banque du Japon (BoJ), qui, à l'inverse a commencé à normaliser sa politique monétaire en abandonnant les taux d'intérêt négatifs en mars, s'est montrée très prudente quant à l'évolution future des hausses de taux. Bien qu'elle ait mis fin à sa politique de contrôle de la courbe des taux et qu'elle ne vise plus un niveau spécifique pour les taux à long terme, la BoJ restera active sur le marché obligataire, ce qui devrait contribuer à maintenir des conditions financières globalement favorables.

Pour autant, cela ne signifie pas que la voie de la baisse des taux est toute tracée. Même dans la zone euro, la résistance des prix des services doit être surveillée de près. En outre, les investisseurs ne doivent pas parier sur un retour au « statu quo ante ». La Fed a revu à la hausse ses prévisions concernant le taux directeur au-delà de 2024 (de 25 points de base). Powell a souligné que son « instinct lui dicte que les taux ne reviendront pas aux niveaux très bas que nous avons connus ». Même dans la zone euro, où l'hypothèse d'un potentiel de croissance plus fort – et donc d'un taux neutre plus élevé – est beaucoup moins probable qu'aux Etats-Unis, nous ne pensons pas que la BCE post-Draghi voudra aller trop vite. Toutefois, par rapport aux inquiétudes qui s'accumulaient sur le marché, les perspectives de réduction des taux se sont éclaircies à la fin du premier trimestre.

Les perspectives sur les taux sont positives pour les marchés

La perspective d'une baisse généralisée des taux d'intérêt dans les économies développées reste l'un des principaux moteurs des performances attendues sur les marchés. Les banques centrales ont stabilisé les attentes en matière de taux d'intérêt, ce qui devrait contribuer à contenir la volatilité. En l'absence de chocs économiques, cette toile de fond devrait soutenir les stratégies de portage et élargir la capacité de performance des marchés d'actions, qui a parfois été très concentrée sur le secteur technologique américain. À l'avenir, nous attendons des performances plus équilibrées sur les marchés d'actions, par région et par secteur.

La pentification de la courbe des taux devrait restée modeste

À mesure que les banques centrales réduisent leurs taux directeurs, la forme des courbes des taux devrait évoluer progressivement dans les principales monnaies. Toutefois, sur l'ensemble de l'année 2024, les changements de politique devraient être limités, ce qui laisse penser que les rendements obligataires à long terme resteront ancrés près des niveaux actuels. Si nous avons raison de penser que la Fed procédera à trois baisses de taux, pour un total de 75 points de base, les taux d'intérêt à court terme resteront supérieurs au niveau actuel des bons du Trésor à 10 ans d'ici à la fin de l'année. Bien entendu, les marchés anticiperont de nouvelles baisses en 2025 et au-delà, de sorte que l'écart entre les bons du Trésor à 10 ans et 2 ans pourrait juste progresser en territoire positif.

En Europe, les taux d'intérêt devraient rester bien supérieurs aux rendements des emprunts d'Etat les mieux notés, la BCE devant ramener son taux directeur de 4,0% à 3,25% cette année. Nous pourrions assister à une baisse des rendements sur les maturités les plus courtes de la courbe des taux, car un nouvel assouplissement monétaire est prévu pour 2025, mais comme les rendements des Bunds allemands à 10 ans se situent actuellement à 2,35%, il sera difficile pour la courbe de devenir très positive. Autrement dit, le type d'ajustement des taux directeurs attendu cette année, en ce milieu de cycle, ne devrait pas suffire à provoquer une forte pentification des courbes de rendement, ce qui devrait limiter les bénéfices de stratégies de durée agressives sur les marchés obligataires.

Le monétaire devrait devenir moins attrayant

La rémunération des placements monétaires devrait rester relativement élevée, même si les banques centrales confirment le cycle d'assouplissement. Toutefois, cette situation devrait être favorable aux marchés du crédit, car les taux d'intérêt baisseront en dessous des rendements des obligations d'entreprises de première qualité et encore plus en dessous des rendements courants sur le marché des obligations à haut rendement. La perspective de rendements composés potentiellement robustes sur le crédit devrait rendre la classe d'actifs plus favorable que les positions monétaires, dont la rémunération, en termes d'intérêts composés, diminuera. Du point de vue d'une performance globale, les investisseurs peuvent supposer que les marchés du crédit offrent des rendements à moyen terme proches des niveaux actuels des coupons – environ 5 à 6% sur les marchés du dollar américain et de la livre sterling et 3,5 à 4,5% sur le marché des obligations libellées en euros. Encore une fois, en supposant qu'il n'y ait pas de chocs en termes de données économiques, la catégorie du haut rendement fournira 250 à 350 points de base de rendement supplémentaires.

Ce qui est peut-être encore plus intéressant, c'est ce que le début du cycle d'assouplissement signifiera pour les marchés d'actions. Une pentification de la courbe des rendements, même modeste, est généralement associée à de meilleures performances des secteurs et marchés d'actions plus cycliques, ainsi qu'à un meilleur soutien des performances du secteur financier. De plus en plus d'éléments indiquent également que la croissance économique mondiale pourrait devenir plus équilibrée. Les données de l'enquête auprès des directeurs d'achat suggèrent que l'activité industrielle dans les principales économies est en train de toucher le fond. Le déclin rapide de l'inflation des prix à la production au cours de l'année dernière indique que les chaînes d'approvisionnement sont plus saines, et les données récentes en provenance d'Asie montrent une reprise marquée des exportations. Les commandes à l'exportation de Taïwan augmentent rapidement, grâce aux semi-conducteurs destinés aux Etats-Unis.

Ces tendances se reflètent déjà dans les performances des marchés d'actions en 2024. Depuis le début de l'année, certes, les valeurs technologiques et de croissance américaines dominent toujours les classements de performance, mais, au cours du mois dernier, une certaine rotation s'est opérée. Des marchés tels que Taïwan, l'Italie, l'Allemagne et le Royaume-Uni ont surpassé les actions américaines. L'écart entre les valeurs de croissance et les valeurs de rendement (« value ») s'est également réduit. L'évolution des taux et des courbes de rendement, combinée à des données économiques cycliques plus solides, devrait favoriser la performance des secteurs cycliques et des secteurs plus typés « value » au cours des prochains trimestres. Aux Etats-Unis, au cours du mois dernier, les banques et les valeurs énergétiques ont été les plus performantes, inversant partiellement la tendance observée depuis un an et demi. Les secteurs de l'industrie et des matériaux ont également enregistré de solides performances, ce qui conforte la thèse d'une reprise cyclique qui élargit la capacité de performance des marchés boursiers.

Des moteurs séculaires soutiennent un élargissement de la performance sur les marchés d'actions

Outre des perspectives cycliques plus positives, les performances des actions resteront tirées par des thèmes séculaires forts. L'automatisation, les énergies renouvelables, l'efficacité environnementale, la numérisation dans tous les secteurs, l'intelligence artificielle et le déploiement du développement de médicaments figurent parmi les principaux thèmes. L'impact continu de politiques telles que le CHIPS Act et la loi sur la réduction de l'inflation (IRA) aux Etats-Unis, et le cadre politique fourni par le NextGenEU en Europe, constituent un important moteur pour bon nombre de ces thèmes. Les investissements soutenus par ces politiques et l'évolution générale vers la décarbonisation ont de longs délais de mise en œuvre, mais il semble clair que des tendances positives en matière de dépenses d'investissement sont en cours. Et les marchés de capitaux y contribuent. Le volume d'émission d'obligations vertes continue d'augmenter régulièrement, tandis que la robustesse des marchés de la dette publique et privée en général soutient ces thèmes d'investissement.

La vision macro d'un atterrissage en douceur aux Etats-Unis, de meilleurs indicateurs cycliques à l'échelle mondiale et d'un environnement monétaire plus souple au cours des six à douze prochains mois est positive pour les investisseurs. Après les ajustements de valorisation liés au changement de régime des taux d'intérêt en 2022 et 2023, les performances des actions et des obligations pourraient redevenir proches des tendances de moyen terme. Certainement, la santé des secteurs d'activité suggère que les actifs à risque (crédit et actions) peuvent offrir des performances décentes aux investisseurs et qu'il est probable que les secteurs qui ont sous-performé au cours de l'année écoulée – les actions asiatiques, le Royaume-Uni, les petites et moyennes capitalisations et les secteurs plus typés « value » et le cyclique – soient plus prometteurs. Les écarts entre les valorisations des actions sont considérables, la prime de risque des actions américaines à forte capitalisation est pratiquement nulle, tandis que les actions européennes et des marchés émergents affichent de meilleures mesures.

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

Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2023	2024*		2025*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Monde	3.2	3.0		3.1	
Economies avancées	1.7	1.3		1.2	
Etats-Unis	2.5	2.1	2.1	1.5	1.8
Zone euro	0.5	0.3	0.5	0.8	1.5
Allemagne	-0.1	-0.1	0.3	0.7	1.5
France	0.9	0.4	0.7	0.7	1.3
Italie	1.0	0.3	0.5	0.6	1.2
Espagne	2.5	1.6	1.5	1.3	1.9
Japon	1.9	1.2	0.7	1.0	1.0
Royaume-Uni	0.3	0.4	0.3	0.8	1.2
Suisse	0.6	0.8	1.1	1.3	1.5
Canada	1.1	0.8	0.6	1.7	1.9
Economies émergentes	4.1	4.0		4.2	
Asie	5.3	5.0	4.0	4.7	0.0
Chine	5.2	4.6	4.6	4.2	4.4
Corée du Sud	1.3	2.2	2.1	2.3	2.2
Reste de l'Asie émergente	5.9	5.8		5.4	
LatAm	2.4	1.7		2.6	
Brésil	3.0	1.5	1.6	2.0	2.0
Mexique	3.2	2.2	2.2	2.1	2.2
Europe émergente	2.6	2.5		2.6	
Russie	3.0	2.6	1.7	1.1	1.1
Pologne	0.2	2.8	2.8	3.5	3.4
Turquie	4.3	2.0	2.2	3.6	3.2
Autre EMs	1.9	2.8		4.6	

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 26 mars 2024

* Prévisions

Inflation IPC (%)	2023	2024*		2025*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Economies avancées	4.7	2.7		2.2	
Etats-Unis	4.1	3.0	2.6	2.4	2.3
EMU	5.5	2.5	2.3	2.1	2.1
Chine	0.2	1.1	0.9	2.0	1.9
Japon	3.2	2.2	2.3	1.6	1.5
Royaume-Uni	7.7	2.7	2.6	1.6	2.0
Suisse	2.2	1.6	1.6	1.3	1.3
Canada	3.6	2.3	2.6	2.2	2.0

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 26 mars 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	1 mai	30-31 juil	6-7 nov
	Taux		12 juin	17-18 sept	17-18 déc
Zone euro - BCE	Dates	4,00	11 avril	18 juil	17 oct
	Taux		6 juin	12 sept	12 déc
Japon - BoJ	Dates	0 - 0,1	25-26 avril	30-31 juil	30-31 oct
	Taux		13-14 juin	19-20 sept	18-19 déc
Royaume-Uni - BoE	Dates	5,25	9 mai	1 août	7 nov
	Taux		20 juin	19 sept	19 déc
Canada - BoC	Dates	5,00	10 avril	24 juil	23 oct
	Taux		5 juin	4 sept	11 déc
			inch (5,00)	-0.25 (4,75)	-0.50 (4,25)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 26 mars 2024

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 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