

# Normalisation et correction

## Edito Stratégie d'Investissement Mensuelle



**Gilles Moëc,**  
AXA Group Chief Economist,  
Head of AXA IM Research



**Chris Iggo,**  
AXA IM Chief Investment Officer,  
Core Investments

### Points clés

- L'incessant message *hawkish* de la Réserve fédérale change la donne pour 2022.
- La Fed a probablement été frustrée par la réponse du marché à ses allusions à la normalisation de sa politique.
- Corrections du marché des actions en prévision d'une hausse des taux
- Surveiller les prévisions de croissance des bénéfices
- Possibilité d'un retour de l'exubérance sur certaines parties du marché des actions.

### La Fed et le marché jouent au chat et à la souris

Avec l'accumulation de signes que la vague Omicron a un impact plus faible sur l'activité économique que les épisodes pandémiques précédents, on aurait pu s'attendre à un "bon début" pour 2022 sur le marché. Cette source de confiance est toutefois compensée par une Réserve Fédérale (Fed) qui a clairement décidé de ne pas prendre de risque avec l'inflation, probablement inquiète de l'accélération des salaires et la faiblesse tenace du taux de participation au marché du travail. Le changement de ton au cours des derniers mois a été frappant, et les investisseurs doivent faire face à un flux hebdomadaire (et parfois quotidien) de commentaires « *hawkish* » d'intervenants de la Fed. Ce flux de messages incessant peut être lié à une certaine frustration de la banque centrale face au manque de réaction des conditions financières générales. À la fin de l'année dernière, alors que les investisseurs avaient parfaitement compris les allusions de la Fed à une accélération des hausses de taux, reflétée par la hausse des rendements à deux ans, les taux d'intérêt à long terme n'ont pas bougé. Si cet aplatissement de la courbe se prolongeait, cela atténuerait l'impact du resserrement d'abord rhétorique puis effectif de la Fed. La banque centrale a finalement réussi à faire bouger la partie longue de la courbe des obligations du Trésor en laissant entendre dans le compte-rendu de la réunion de décembre qu'elle pourrait réduire la taille de son bilan plus rapidement que lors de la dernière phase de normalisation monétaire. Les taux relatifs au marché immobilier ont emboîté le pas, mais au 24 janvier, les obligations d'entreprise refusaient toujours étonnamment d'évoluer en synchronisation avec

les obligations du Trésor. Cela pourrait susciter de nouveaux commentaires *hawkish* de la part de la Fed, clairement résolue à augmenter les coûts de financement des agents privés pour réduire rapidement la demande excédentaire.

Un problème clé est cependant de comprendre les raisons de la première réaction du marché au virage *hawkish* de la Fed. On peut privilégier une explication « technique » : la quantité de liquidité créée par l'assouplissement quantitatif est si importante que les messages sur les hausses de taux directeurs a peu d'impact sur le marché dans son ensemble. Cela peut être atténué précisément en réduisant le bilan de la banque centrale. Malheureusement, il y a aussi une explication plus sombre sur le plan macroéconomique. Les investisseurs peuvent être réticents à relever la partie longue de la courbe parce qu'ils pensent que la Fed risque d'en « faire trop » et de déclencher un ralentissement économique important lequel, en fin de compte, ramènera

l'inflation au rythme inférieur de 2% prévalant entre la fin de la Grande Crise Financière de 2008-2009 et le début de la pandémie. C'est l'une des raisons pour lesquelles il est difficile de caractériser la Fed comme étant « à contretemps » : les anticipations d'inflation à long terme basées sur les données de marché n'étaient pas (et ne sont toujours pas) particulièrement élevées lorsque la banque centrale a commencé à signaler qu'elle était prête à resserrer sa politique.

Une grande partie de la surchauffe actuelle aux Etats-Unis est toujours le produit de la relance budgétaire massive de 2020 et 2021. Avec des signes croissants de paralysie politique à Washington D.C. alors qu'il devient plus difficile pour Joe Biden de faire adopter ses nouveaux programmes fiscaux, l'orientation de la politique budgétaire deviendra moins favorable. Certes, une grande partie des mesures de relance passées est encore stockée dans l'excédent d'épargne des ménages, mais cela doit être mesuré à l'aune de l'érosion du pouvoir d'achat provoquée par la flambée de l'inflation (malgré l'accélération récente, la croissance des salaires est plus lente que celle des prix à la consommation). Pourtant, alors que dans notre scénario de référence, un resserrement modéré de la Fed serait toujours compatible avec une croissance robuste en 2022, le jeu du chat et de la souris entre les marchés et la Fed a cependant déjà une victime évidente : les marchés actions.

## Déclassement

Le contexte qui explique la volatilité actuelle des marchés financiers est en place depuis un certain temps. L'inflation est en hausse depuis un an. Les banques centrales réagissent en adoptant des politiques plus strictes. Les perspectives de croissance et d'inflation se sont détériorées, et la COVID-19 continue d'agir comme une force disruptive. Pour couronner le tout, la situation géopolitique en Europe de l'Est représente un risque pour la stabilité de la région.

La pandémie est en grande partie responsable de l'augmentation de l'inflation depuis le printemps 2021. Cependant, les investisseurs ne sont pas sûrs que la dynamique inflationniste ait dépassé celle générée par les ruptures d'approvisionnement et les retards. La croissance des salaires a accéléré et la situation des prix énergétiques crée une complexité supplémentaire. Avec des taux de chômage dans les principales économies à quelques dixièmes de point de pourcentage de leur plancher pré-pandémie et une inflation qui devrait rester élevée pour le reste de l'année, le resserrement monétaire est justifié et inévitable. Après deux années d'abondance de liquidités générées par les banques centrales et des mesures de relance budgétaire, les marchés sont devenus chers. Les rendements obligataires ont chuté en 2020 et ne s'approchent que maintenant des niveaux pré-pandémie. Les rendements des actions ont bénéficié d'une forte croissance des bénéfices et de meilleures perspectives. Etant donné qu'il est admis que la Fed et les autres banques centrales vont augmenter les taux sans risques de court terme, un ajustement des valorisations est en train de se produire.

Pour les marchés d'actions, la baisse des multiples cours/bénéfices résulte généralement de la hausse des taux. Dans tous les cycles récents de resserrement monétaire aux Etats-Unis, le multiple du marché est tombé en dessous du niveau auquel il se trouvait avant que la Fed ne commence à relever les taux. Si ce cycle devait se répéter – et cela semble être le cas – nous parlons d'une baisse potentielle du ratio cours/bénéfices du S&P500 de 2 à 3 points de pourcentage par rapport aux niveaux actuels. En supposant que les bénéfices soient stables, cela suggère une baisse du ratio à terme entre 18x et 19x, ce qui donne un niveau de marché compris entre 4100 et 4300. Selon cette logique simplifiée, il y a peut-être encore un risque de baisse de 5 à 7% pour l'indice, qui a déjà perdu plus de 8% par rapport au sommet historique atteint en décembre 2021.

Une telle correction serait cohérente dans un contexte qui reste relativement favorable. L'économie mondiale est en croissance, et le resserrement prévu est relativement modeste. N'oubliez pas que la Fed a réduit son taux directeur de 150 points de base (pdb) en moins de deux semaines en mars 2020. Selon les prix actuels du marché, il faudra à la Fed près de deux ans pour procéder à une telle augmentation. Si l'inflation atteint un pic au premier trimestre (Q1), comme nous le prévoyons, et que la Fed ne donne aucune raison aux marchés de prévoir un resserrement encore plus important, alors une certaine stabilisation des marchés devrait être observée dans les mois à venir.

Bien entendu, lorsque la Fed augmentera ses taux et que sa stratégie de réduction de bilan deviendra plus perceptible, les perspectives de croissance et la progression des bénéfices des entreprises susciteront des inquiétudes. La saison des résultats du quatrième trimestre aux Etats-Unis a déjà donné lieu à quelques déceptions et les prévisions des analystes boursiers concernant les niveaux de bénéfices par action en 2022 et 2023 ont commencé à être légèrement revues à la baisse. Ce phénomène a été le plus marqué pour les valeurs de croissance, l'indice composite Nasdaq ayant perdu plus de 14% par rapport à ses sommets. Au fur et à mesure que la pandémie recule et que l'économie mondiale se normalise, les habitudes de consommation vont changer à nouveau parmi les consommateurs, au détriment relatif des entreprises qui ont bénéficié du confinement et des restrictions de la mobilité. Pourtant, les bénéfices globaux ne doivent pas nécessairement baisser de manière significative étant donné la hausse des dépenses liées à l'élimination des retards de production, à l'augmentation de la production dans des secteurs tels que les véhicules électroniques et les semi-conducteurs, et à l'accélération des

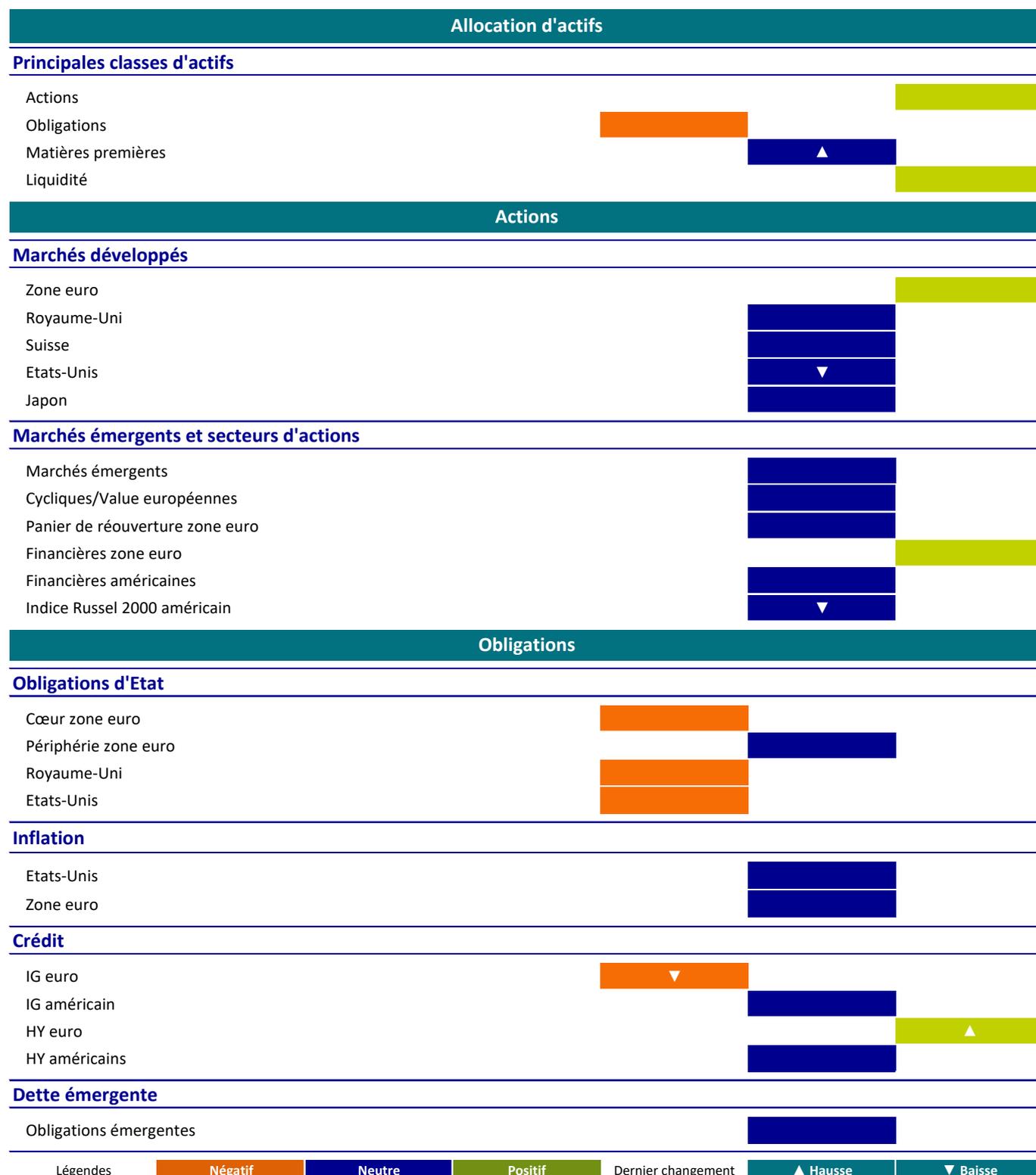
investissements verts. Pour plusieurs raisons, l'exubérance extrême de la croissance que l'on observe dans certaines parties du marché ne devrait pas se reproduire. Toutefois, ailleurs, une dynamique différente peut devenir le moteur des rendements.

Les marchés hors des Etats-Unis sont moins exposés à la baisse, car les valorisations ne sont pas aussi tendues. L'indice Euro Stoxx, par exemple, affichait récemment un multiple de 15x les bénéfices à 2022, contre 30x pour le Nasdaq composite. Les hausses de taux d'intérêt en Europe seront plus tardives qu'aux Etats-Unis, tandis que la croissance économique semble solide. Jusqu'à présent, les indices boursiers européens ont surperformé les Etats-Unis et il y a des raisons de penser que cela continuera jusqu'à ce que la situation des taux et des bénéfices aux Etats-Unis se stabilise. Il est probable que l'Europe sorte de la vague Omicron plus tôt que les Etats-Unis et d'autres pays, ce qui devrait donner un élan supplémentaire aux dépenses de consommation et aux investissements.

Une baisse des taux d'inflation mondiaux et un pic de l'inflation au premier trimestre laissent entrevoir des perspectives plus positives pour les marchés obligataires et boursiers. Certains commentateurs s'interrogent déjà sur la nécessité pour la Fed de relever les taux autant qu'elle le prévoit, mais même si le marché a raison, il est peu probable que le resserrement soit un détail pour l'économie mondiale. Ce que les investisseurs doivent accepter, c'est un ajustement des valorisations sur les marchés mondiaux. Cet ajustement est de toute évidence nécessaire dans les parties les plus sensibles du marché boursier et semble être en cours alors que nous attendons la première hausse des taux depuis 2018. Il y aura des pertes importantes sur certains titres et des revirements sur les thèmes d'investissement plus exubérants qui ont marqué l'année dernière. Toutefois, la bonne nouvelle est que les bénéfices dans leur ensemble peuvent compenser la baisse des notes et que notre prévision antérieure de rendements des actions mondiales dans la fourchette haute à un chiffre reste réalisable, même après un mauvais début d'année.

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

# Allocation d'actifs recommandée



Légendes Négatif Neutre Positif Dernier changement ▲ Hausse ▼ Baisse

Source : Recherche AXA IM – au 26 janvier 2022

## Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2020	2021*		2022*		2023*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Monde</b>	<b>-3.2</b>	<b>5.7</b>		<b>4.1</b>		<b>3.6</b>	
<b>Economies avancées</b>	<b>-5.0</b>	<b>4.9</b>		<b>3.6</b>		<b>2.4</b>	
Etats-Unis	-3.4	5.5	5.6	3.3	4.0	2.5	0.0
Zone euro	-6.7	5.0	5.1	3.9	4.2	2.1	0.0
Allemagne	-4.9	2.6	2.7	3.5	4.0	1.9	0.0
France	-8.0	6.7	6.6	3.6	3.8	2.0	0.0
Italie	-8.9	6.2	6.3	3.7	4.3	1.9	0.0
Espagne	-10.8	4.3	4.7	5.5	5.8	3.0	0.0
Japon	-4.9	1.5	1.8	2.9	3.2	2.2	0.0
Royaume-Uni	-10.0	7.2	7.0	4.9	4.7	2.5	0.0
Suisse	-2.5	3.5	3.5	3.0	3.0	1.6	0.0
Canada	-5.3	4.4	4.7	3.7	4.0	2.6	0.0
<b>Economies émergentes</b>	<b>-2.0</b>	<b>6.2</b>		<b>4.4</b>		<b>4.3</b>	
<b>Asie</b>	<b>-0.8</b>	<b>6.8</b>		<b>5.1</b>		<b>5.1</b>	
Chine	2.3	7.9	8.0	5.0	5.1	5.3	0.0
Corée du Sud	-0.9	4.0	4.0	2.6	3.1	2.1	0.0
Reste de l'Asie émergente	-4.6	5.8		5.5		5.3	
<b>Amérique Latine</b>	<b>-7.1</b>	<b>6.2</b>		<b>2.6</b>		<b>2.5</b>	
Brésil	-4.1	5.1	4.7	1.2	0.9	2.0	0.0
Mexique	-8.5	6.0	5.6	2.6	2.8	2.2	0.0
<b>Europe émergente</b>	<b>-2.1</b>	<b>5.9</b>		<b>3.8</b>		<b>2.8</b>	
Russie	-3.0	4.5	4.2	3.2	2.6	2.0	0.0
Pologne	-2.7	5.1	5.3	5.0	4.8	3.6	0.0
Turquie	1.8	9.5	9.9	3.6	3.1	3.0	0.0
<b>Autre EMs</b>	<b>-2.4</b>	<b>4.2</b>		<b>4.1</b>		<b>3.9</b>	

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 24 janvier 2021

\* Prévisions

Inflation IPC (%)	2020	2021*		2022*		2023*	
		AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM
<b>Economies avancées</b>	<b>0.7</b>	<b>3.2</b>		<b>3.1</b>		<b>2.1</b>	
Etats-Unis	1.2	4.7	4.6	4.0	4.2	2.7	0.0
Zone euro	0.3	2.6	2.5	2.7	2.6	1.8	0.0
Japon	0.0	-0.2	-0.2	0.9	0.7	0.7	0.0
Royaume-Uni	0.9	2.6	2.5	4.5	4.1	2.0	0.0
Suisse	-0.7	0.5	0.5	0.6	0.8	0.7	0.0
Canada	0.7	3.4	3.4	3.1	3.3	2.3	0.0

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 24 janvier 2021

\* Prévisions

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

## Résumé des prévisions

<b>Politique des banques centrales</b>						
<b>Dates de réunions et prévisions de révisions (taux en % / QE en Mds)</b>						
		<b>Actuel</b>	<b>1T -22</b>	<b>2T -22</b>	<b>3T -22</b>	<b>4T -22</b>
<b>Etats-Unis - Fed</b>	Dates		25-26 janv 15-16 mars	3-4 mai 14-15 juin	26-27 juil 20-21 sept	1-2 nov 13-14 déc
	Taux	0-0,25	+0,25 (0,25-0,5)	+0,25 (0,5-0,75)	+0,25 (0,75-1)	+0,25 (1-1,25)
<b>Zone euro - BCE</b>	Dates		20 janv 10 mars	14 avril 9 juin	21 juil 8 sept	27 oct 15 déc
	Taux	-0,50	inch (-0,50)	inch (-0,50)	inch (-0,50)	inch (-0,50)
<b>Japon - BoJ</b>	Dates		17-18 janv 17-18 mars	27-28 avril 16-17 juin	20-21 juil 21-22 sept	27-28 nov 19-20 déc
	Taux	-0,10	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)
<b>Royaume-Uni - BoE</b>	Dates		3 fév 7 mars	5 mai 16 juin	4 août 15 sept	3 nov 15 déc
	Taux	0,25	inch (0,25)	+0,25 (0,50)	inch (0,50)	+0,25 (0,75)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 24 janvier 2022

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

Notre recherche est disponible sur internet: <http://www.axa-im.com/en/insights>



## Insights Hub

The latest market and investment insights, research and expert views at your fingertips

[www.axa-im.com/insights](http://www.axa-im.com/insights)

### 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 2022

### 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