

# Vol par faible visibilité

## 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

- Les décideurs politiques font face à deux incertitudes majeures : la mesure dans laquelle le choc d'inflation actuel peut disparaître spontanément et, pour l'Europe, le risque de confrontation militaire en Ukraine.
- Les orientations des banques centrales sont devenues beaucoup moins claires, augurant d'une volatilité accrue.
- Les marchés voient un resserrement limité au-delà des premières mesures, la géopolitique ayant également un impact sur les anticipations.
- Un nouveau décrochage des actions est possible, mais les rendements à long terme seront déterminés par des thèmes dont l'horizon dépasse le cycle actuel des taux d'intérêt.

### Manuels égarés ?

Le marché doit faire face à deux sources majeures d'incertitude macroéconomique. D'une part, le sort de l'inflation et la question de savoir si elle peut être ramenée à l'objectif sans trop de dommages pour l'économie réelle. D'autre part, l'exacerbation des tensions géopolitiques avec la crise ukrainienne. Les décideurs politiques marchent sur une corde raide et sont obligés d'improviser, avec un risque accru d'erreurs.

Mois après mois, l'inflation surprend à la hausse aux États-Unis et dans la zone euro. Il existe cependant une différence essentielle entre les deux régions : la pression sur les prix est clairement devenue endogène aux États-Unis, tandis qu'en Europe les facteurs exogènes continuent de dominer. Face à une inflation "endogène", lorsque l'économie est en plein essor, le manuel du banquier central est clair : les conditions financières doivent être resserrées jusqu'à ce que l'excès de demande soit maîtrisé. C'est ce que la Réserve Fédérale (Fed) a entrepris de faire, avec un relèvement probable des taux en mars et le début d'une réduction du bilan à un moment donné au troisième trimestre, mais le débat au sein du Comité de politique monétaire américain (FOMC) semble tendu sur le bon quantum et le bon rythme de ce resserrement. La Fed doit-elle commencer par un choc, opter pour une augmentation de 50 points de base pour sa première hausse et maintenir le cap d'une hausse à chaque réunion ? Ou doit-elle choisir la prudence (notre scénario de base) avec quatre hausses de 25 points de base (pdb) cette année ? En toute logique, la flambée d'inflation actuelle devrait se consumer d'elle-même dans une certaine mesure, car le pouvoir d'achat s'érode, ce qui freine la consommation, tandis que les contraintes d'offre s'atténuent et que la politique budgétaire est de plus en plus paralysée. Ce que les consommateurs feront de l'épargne excédentaire qu'ils ont accumulée pendant la pandémie pourrait toutefois faire dérailler ces mécanismes d'auto-stabilisation et les « faucons » pourraient se focaliser sur cet

aspect. L'économie américaine n'a jamais été confrontée à une telle situation auparavant. Si nous pensons qu'en fin de compte, la Fed optera pour une attitude d'apprentissage par la pratique, les investisseurs pourraient devoir faire face à une volatilité soutenue, alors que colombes et faucons débattront très publiquement.

Le choix devrait être plus facile pour la Banque centrale européenne (BCE), puisque, contrairement aux Etats-Unis, aucun signe flagrant de surchauffe n'est apparu. La patience – dont nous pensions qu'elle était la devise du Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de décembre 2021 – a toutefois cédé la place en février à une « préoccupation unanime concernant l'inflation » et au refus de Madame Lagarde de réitérer sa déclaration de décembre, selon laquelle une hausse des taux était peu probable en 2022. Il semble que la BCE s'éloigne du manuel de Draghi et soit prête à se baser sur la simple possibilité que les anticipations d'inflation commencent à se désancrer. La direction du voyage est désormais claire : la BCE veut commencer à normaliser sa politique, mais cela signifie également que les prévisions actuelles sont obsolètes, ce qui laisse le marché sans grande visibilité, d'où le « *pricing* » d'une probabilité trop forte d'un resserrement imminent.

Pour rendre les perspectives encore plus complexes, les tensions entre la Russie et l'Ouest au sujet de l'Ukraine ne s'apaisent pas. Une action militaire en Europe y affecterait la confiance générale et les effets directs sur les prix de l'énergie seraient importants. Le gaz naturel est devenu crucial pour la dynamique du pouvoir d'achat. L'effet direct de la hausse des prix du gaz a déjà amputé le revenu disponible réel dans la zone euro de 0,5% sur un an en décembre 2021. Plus important encore, l'impact indirect par le biais des prix de l'électricité est également devenu significatif puisque les centrales électriques au gaz sont désormais le « fournisseur marginal » sans lequel la demande d'électricité ne peut être satisfaite. La corrélation entre les prix du gaz et de l'électricité est donc devenue très étroite, et ce canal a encore réduit le pouvoir d'achat de 0,7% sur un an en décembre 2021.

A court terme, il n'existe pas d'alternative simple à l'approvisionnement russe. L'Europe a augmenté sa capacité à recevoir du gaz naturel liquéfié des Etats-Unis et du Qatar, mais ces deux principaux exportateurs n'ont pas beaucoup de marge de manœuvre pour augmenter encore leur production. L'augmentation de la contribution du charbon, comme cela a déjà été le cas l'année dernière en Allemagne, n'est pas acceptable compte tenu de son énorme empreinte carbone. Augmenter la part de l'énergie nucléaire fournie aux distributeurs à des prix inférieurs à ceux du marché n'est en général pas une option en dehors de la France. La solution réside probablement dans une accommodation budgétaire du choc des revenus – éventuellement compensée par une taxe exceptionnelle sur les producteurs d'électricité à faible coût – mais les pays où la hausse des prix de l'électricité a été la plus forte sont aussi ceux qui sont budgétairement les plus « fragiles », comme l'Italie et l'Espagne.

Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, a récemment beaucoup insisté sur l'impact que la hausse des prix de l'énergie aurait sur l'inflation tendancielle, en particulier par le canal des anticipations. Il était donc quelque peu rassurant que, dans son entretien avec le Financial Times la semaine dernière, elle déclare que « *compte tenu des effets négatifs probables d'une escalade de la crise sur la croissance et la confiance, y compris par le biais de sanctions potentielles, il est à mon avis peu probable que nous accélérions la normalisation de la politique dans de telles circonstances* ». Pourtant, les investisseurs les plus inquiets noteront qu'elle accepterait de « ne pas normaliser », éloignant les possibilités d'apporter un soutien supplémentaire dans le cadre d'une crise géopolitique. « L'esprit Draghi » a quitté la BCE, pour de bon.

## Taux et incertitudes

Si les investisseurs savaient précisément dans quelle mesure les taux d'intérêt évolueront au cours du prochain cycle monétaire, les stratégies de portefeuille pourraient être alignées sur les objectifs d'investissement à long terme avec plus de confiance que la situation actuelle. En réalité, les perspectives de taux sont incertaines en ce qui concerne la durée du cycle de resserrement, la mesure dans laquelle il sera synchronisé entre les économies, l'ampleur de la hausse éventuelle des taux et l'impact de tout cela sur la croissance économique et le rendement des investissements. Il y a des choix difficiles à faire en termes de gestion de portefeuille et d'opportunité de se couvrir contre des hausses de taux supplémentaires, des baisses de croissance et des ajustements de valorisation.

L'inflation et la réaction des banques centrales au cours des deux prochaines années sont au cœur de l'incertitude. En outre, la situation en Ukraine assombrit encore davantage les perspectives. Ce que nous savons, c'est que les prix de l'énergie ont encore augmenté et contribueront à une hausse de l'inflation et auront probablement un impact négatif sur la croissance mondiale. Les événements récents n'ont pas trop modifié les appréciations du marché concernant les banques centrales. Le message des marchés est que les taux vont augmenter assez rapidement au cours de l'année ou des deux années à venir dans la plupart des grandes régions économiques. Toutefois, les marchés à terme de taux d'intérêt suggèrent qu'après le mouvement initial de hausse, il ne se produira pas grand-chose par la suite. Les courbes de rendement des obligations sont plates sur les marchés au comptant et à terme et le niveau des rendements anticipés pour les périodes futures est cohérent avec les niveaux terminaux des taux directeurs qui sont extrêmement bas par rapport aux normes historiques. Pour illustrer ce point, le rendement des obligations souveraines à 10 ans, évalué à 5 ans, n'est actuellement supérieur que de 30 à 60 pdb au taux au comptant d'aujourd'hui pour la plupart des principales zones monétaires.

Le marché suggère que des hausses modestes des taux d'intérêt suffiront à confirmer l'un des deux scénarios suivants. Le premier est que la hausse actuelle de l'inflation s'inversera à mesure que les problèmes d'approvisionnement s'atténueront et que les prix de l'énergie finiront par retomber. Dans ce scénario – que les données doivent commencer à confirmer assez rapidement – les banques centrales n'auront pas besoin de se resserrer autant. Le second scénario, qui a des implications plus baissières pour les actifs à risque, est que ce qui est prévu est suffisant pour fragiliser la croissance mondiale, ce qui arrêtera les banques centrales dans leur élan. Bien entendu, nous ne saurons lequel de ces scénarios est correct qu'en temps voulu et avec davantage de données. La situation en Russie et en Ukraine doit également être prise en compte. Si le conflit persiste, les banques centrales pourraient se montrer moins agressives que ne le suggèrent certains observateurs et les récentes attentes du marché.

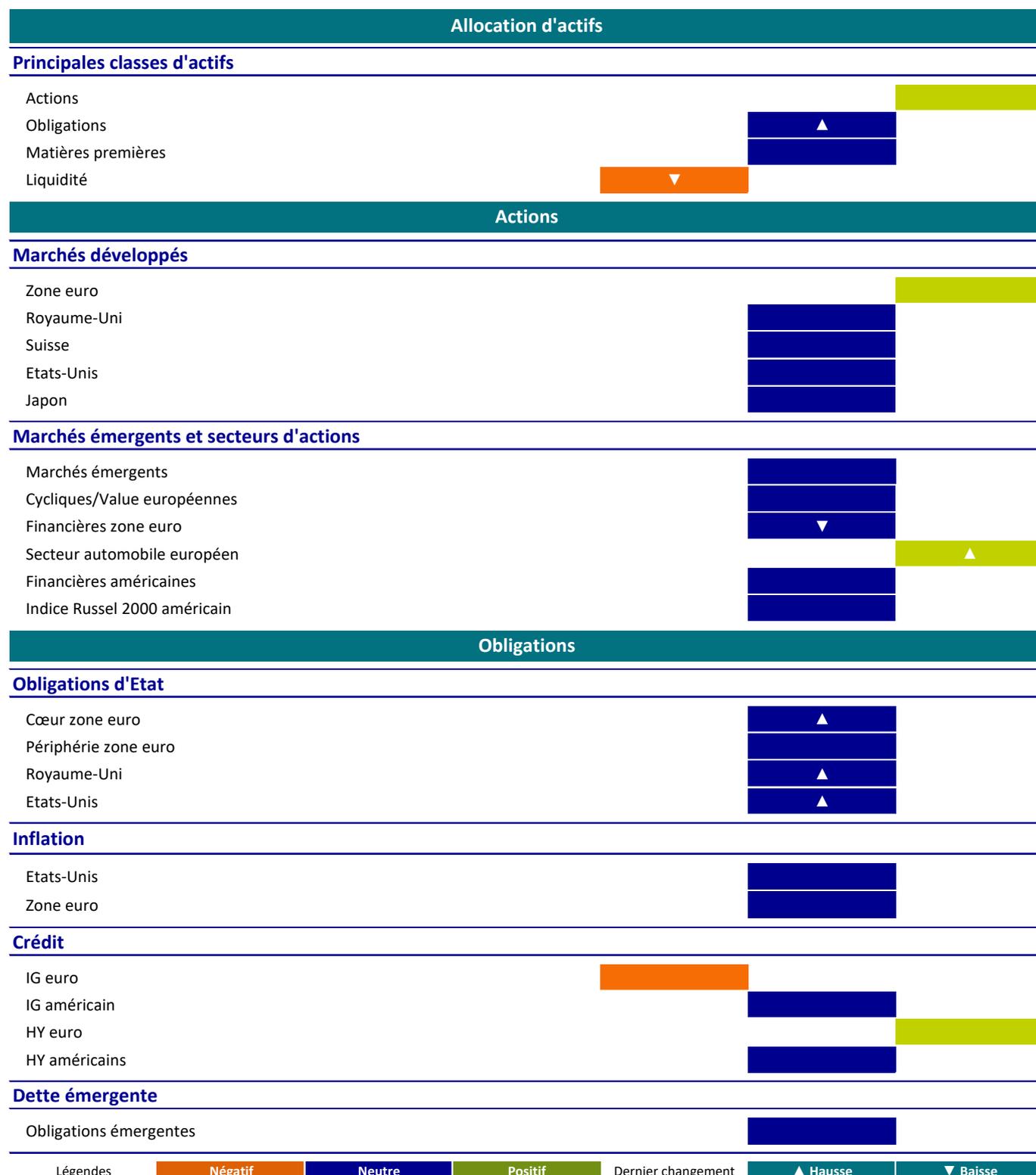
Hormis ce risque géopolitique, les perspectives à court terme suggèrent que l'essentiel de l'ajustement des anticipations d'inflation et de taux d'intérêt a été réalisé, de même que l'impact sur les valorisations des marchés du crédit et des actions. Les anticipations d'inflation à long terme se sont stabilisées, les anticipations de taux à terme sont réduites et la dévalorisation des multiples du marché des actions est bien avancée par rapport à ce qui est la norme dans les cycles de resserrement. En fonction de la situation politique, l'issue la plus optimiste pour les marchés à court terme est un certain relâchement des pressions inflationnistes au printemps, ce qui permettrait aux anticipations de taux d'intérêt de se stabiliser. La croissance étant toujours soutenue par des fondamentaux décents, les marchés pourraient réagir positivement à cette situation.

À un peu plus long terme, nous devons juger si les marchés sont encore faussés par la répression financière et si cela finit par s'estomper avec la normalisation des politiques. Des courbes de rendement plates, des taux terminaux bas et des ratios cours/bénéfices des actions qui restent plus élevés par rapport à l'inflation que par le passé. Les rendements réels restent également extrêmement bas. Il existe un risque que la réduction du bilan des banques centrales fasse augmenter les rendements réels et accentue les courbes de rendement. Cela pourrait finalement constituer un problème majeur pour la valorisation des valeurs à forte croissance sur le marché des actions – comme nous l'avons déjà constaté cette année. Il est certain que les politiques monétaires d'urgence mises en place au début de la pandémie ont poussé les notations de ces actifs à la hausse. Le résultat minimum de la reprise de cet assouplissement est un retour à des valorisations plus durables dans certaines parties des marchés des actions et du crédit. Plus la normalisation est rapide, que ce soit par la voie des taux ou du bilan, plus le risque d'un ajustement plus prononcé est grand. C'est peut-être une autre raison de s'attendre à ce que les banques centrales adoptent une approche prudente pour normaliser la taille de leurs bilans.

La bonne nouvelle est que même pour les parties du marché qui semblent être plus sensibles aux augmentations des rendements à long terme, les récents rapports sur les bénéfices ont montré que de nombreuses sociétés dans cet espace peuvent continuer à fournir une solide performance à long terme. Alors que nous sortons de la pandémie et que nous nous concentrons à nouveau sur la transition énergétique et le renforcement de la logistique et de la gestion de la chaîne d'approvisionnement, ce sont des tendances qui peuvent contribuer à soutenir ces trajectoires de croissance. Les vents arrière derrière des thèmes tels que les énergies renouvelables, la numérisation et l'automatisation souffleront plus longtemps que le cycle actuel des taux d'intérêt. Les multiples du marché des actions, en particulier pour les sociétés à forte croissance, pourraient diminuer avec la hausse des rendements obligataires, mais la croissance supérieure des bénéfices signifie qu'elles doivent toujours être considérées comme une partie essentielle d'un portefeuille d'investissement. Naturellement, à très court terme, ce qui se passe en Ukraine déterminera l'action des prix du marché et pourra offrir des niveaux d'entrée à long terme encore plus attractifs.

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

# Allocation d'actifs recommandée



Légendes

Négatif

Neutre

Positif

Dernier changement

▲ Hausse

▼ Baisse

Source : Recherche AXA IM – au 22 février 2022

## Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2020		2021*		2022*		2023*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
<b>Monde</b>	<b>-3.1</b>	<b>5.8</b>		<b>4.0</b>		<b>3.5</b>		
<b>Economies avancées</b>	<b>-5.0</b>	<b>5.0</b>		<b>3.4</b>		<b>2.1</b>		
Etats-Unis	-3.4	5.5	5.6	3.2	3.9	2.0	2.6	
Zone euro	-6.7	5.2	5.1	3.4	4.0	2.1	2.5	
Allemagne	-4.9	2.8	2.7	2.9	3.7	2.7	2.5	
France	-8.0	7.0	6.6	3.9	3.8	2.4	2.0	
Italie	-9.0	6.5	6.3	3.8	4.2	1.9	2.2	
Espagne	-10.8	5.0	4.7	5.9	5.6	3.0	3.6	
Japon	-4.9	1.7	1.8	2.9	3.1	2.2	1.5	
Royaume-Uni	-10.0	7.2	7.0	4.3	4.3	2.1	2.2	
Suisse	-2.5	3.5	3.5	3.0	3.0	1.6	1.9	
Canada	-5.2	4.4	4.7	3.5	3.9	2.6	3.0	
<b>Economies émergentes</b>	<b>-1.9</b>	<b>6.4</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>5.2</b>		
Chine	2.3	7.9	8.0	5.0	5.0	5.3	5.3	
Corée du Sud	-0.9	4.0	4.0	2.6	3.0	2.1	2.5	
Reste de l'Asie émergente	-4.6	5.8		5.4		5.3		
<b>LatAm</b>	<b>-7.0</b>	<b>7.0</b>		<b>2.6</b>		<b>2.6</b>		
Brésil	-3.9	5.1	4.7	1.2	0.6	2.0	2.0	
Mexique	-8.5	6.0	5.6	2.6	2.5	2.2	2.3	
<b>Europe émergente</b>	<b>-2.0</b>	<b>6.6</b>		<b>3.8</b>		<b>2.8</b>		
Russie	-2.7	4.7	4.2	3.2	2.6	2.0	2.2	
Pologne	-2.5	5.8	5.3	4.9	4.7	3.8	4.0	
Turquie	1.8	11.4	9.9	3.6	3.0	3.0	3.4	
<b>Autre EMs</b>	<b>-2.1</b>	<b>4.2</b>		<b>3.9</b>		<b>3.9</b>		

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 21 février 2022

\* Prévisions

Inflation IPC (%)	2020		2021*		2022*		2023*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
<b>Economies avancées</b>	<b>0.7</b>	<b>3.2</b>		<b>4.0</b>		<b>2.2</b>		
Etats-Unis	1.2	4.7	4.6	5.0	4.8	2.9	2.6	
Zone euro	0.3	2.6	2.5	4.0	3.1	1.7	1.6	
Japon	0.0	-0.2	-0.2	1.2	0.8	0.7	0.7	
Royaume-Uni	0.9	2.6	2.5	5.5	4.6	2.1	2.5	
Suisse	-0.7	0.5	0.5	0.6	0.9	0.7	0.6	
Canada	0.7	3.4	3.4	3.1	3.4	2.3	2.2	

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 21 février 2022

\* 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	3-4 mai	26-27 juil	1-2 nov
	Taux	0-0,25	15-16 mars	14-15 juin	20-21 sept	13-14 déc
			+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		03 fév	14 avril	21 juil	27 oct
	Taux	-0,50	10 mars	9 juin	8 sept	15 déc
			inch (-0,50)	inch (-0,50)	inch (-0,50)	+0,25 (-0,25)
<b>Japon - BoJ</b>	Dates		17-18 janv	27-28 avril	20-21 juil	27-28 nov
	Taux	-0,10	17-18 mars	16-17 juin	21-22 sept	19-20 déc
			inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)
<b>Royaume-Uni - BoE</b>	Dates		3 fév	5 mai	4 août	3 nov
	Taux	0.25	7 mars	16 juin	15 sept	15 déc
			+0,25 (0,50)	+0,25 (0,75)	+0,25 (1)	inch (1)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 21 février 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