



# Perspectives 2023-2024

Le ralentissement  
mondial va freiner l'inflation

1<sup>er</sup> décembre 2022

Par l'équipe Core Investment  
Recherche Macroéconomique

Avec la contribution de :

**Gilles Moec** – Chef Economiste du Groupe AXA et Directeur de la Recherche AXA IM

**Chris Iggo** – AXA IM Core Investments CIO

**David Page** – Responsable de la Recherche Macroéconomique AXA IM

---

## Table des matières

---

<b>Perspectives macroéconomiques – Les nuages autour du pic d'inflation</b> Par Gilles Moec	<b>3</b>
<b>Perspectives d'investissement – Des rendements modestement positifs</b> Par Chris Iggo	<b>6</b>
<b>Résumé – Récession à venir dans un contexte de réalignement mondial</b> Par David Page	<b>9</b>
<b>Résumé des prévisions</b>	<b>12</b>
<b>Calendrier des évènements</b>	<b>13</b>

## Perspectives macroéconomiques – Les nuages autour du pic d'inflation



**Gilles Moec**

Chef Économiste du Groupe AXA  
Et Directeur de la Recherche AXA IM

### Points clés

- L'année 2022 a marqué le début d'une nouvelle ère de politique monétaire. Une récession induite par la politique monétaire semble être le prix à payer pour maîtriser à nouveau l'inflation après un pic à la fin de 2022.
- La hausse des taux d'intérêt va progressivement réduire la capacité de la politique budgétaire à rester accommodante. Aux Etats-Unis, une « paralysie politique » est à prévoir après les élections de mi-mandat, tandis qu'en Europe, la politique budgétaire continuera de stimuler l'économie au premier semestre 2023 pour faire face au choc d'inflation énergétique, mais nous pensons que ce sera le « dernier souffle » de l'activisme budgétaire.
- Les politiques budgétaires et monétaires de soutien ont dissimulé le ralentissement sous-jacent de la croissance potentielle pendant deux décennies. Un nouveau modèle de croissance est nécessaire, mais reste absent du débat politique.

### Le coût immédiat d'une désinflation à venir

Le choc inflationniste a marqué l'année 2022. Non pas principalement parce que, comme d'habitude, il érode le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises, entravant la consommation et l'investissement – les dépenses privées ont été remarquablement résistantes dans le monde développé compte tenu des circonstances – mais parce qu'il a marqué la fin d'une époque pour la politique monétaire.

N'ayant pas perçu les signes de ce qui était initialement considéré comme un rétablissement transitoire des prix après la réouverture postpandémie se transformant en une inflation persistante, les principales banques centrales se sont engagées dans un resserrement rapide sans équivalent depuis les années 1990. Le rattrapage a fait passer la Réserve Fédérale (Fed) de ce qui était encore une position très accommodante à un territoire restrictif en tout juste six mois. Combiné au resserrement quantitatif, cela a produit le plus fort resserrement des conditions financières depuis la grande crise financière de 2008-2009.

En principe, toutes les banques centrales n'auraient pas dû suivre la Fed. Les Etats-Unis avaient un cas évident de surchauffe à traiter après les mesures de relance budgétaire excessives de la fin de l'administration Trump et du début de l'administration Biden, générant un marché du travail extrêmement tendu, exacerbé par un taux de participation orienté à la baisse. La zone euro a été plus prudente dans sa politique budgétaire pendant la pandémie et le taux d'activité y est en hausse, dépassant désormais le niveau américain dans la tranche des 15-64 ans. Pourtant, la Banque centrale européenne (BCE) a parfois suivi l'approche de la Fed, par exemple lorsqu'elle a procédé à des hausses de 75 points de base (pdb). Il est vrai que la zone euro n'atteindra probablement la partie supérieure de la « fourchette neutre » (1 à 2%) pour son taux directeur qu'en décembre 2022, mais le point de départ était plus bas qu'aux Etats-Unis, et nous prévoyons que le seuil neutre sera dépassé au premier trimestre 2023 (à 2,5%). Associée à un durcissement des conditions de prêt des banques, l'attitude de la BCE a, selon nous, déjà fait passer les conditions de financement en territoire restrictif. L'approche de la BCE, alors que l'inflation dans la zone euro reste déterminée par les développements du côté de l'offre (en particulier les prix du gaz) qui peuvent difficilement être influencés par la politique monétaire, se concentre explicitement sur l'ancrage des anticipations d'inflation, mais nous soupçonnons qu'une part importante de leur plus récente volonté de resserrer leur politique monétaire est alimentée par la dépréciation de l'euro.

En effet, l'économie mondiale – à nouveau dans une configuration ressemblant étrangement aux épisodes des années 1990 – s'adapte à un dollar plus fort alimenté par la politique de la Fed. La BCE est en fait l'une des banques centrales les moins touchées. Ses homologues des marchés émergents ont beaucoup plus à faire et nous avons vu des hausses cumulées de plus de 1 000pdb dans certains pays (Brésil, Hongrie). Nous ne sommes pas trop préoccupés par les risques systémiques dans le monde émergent – leur position financière intrinsèque est bien meilleure que dans les années 1990, une différence essentielle avec cette période – mais le resserrement extrême de la politique monétaire va sérieusement freiner la demande intérieure, en particulier lorsque la politique budgétaire devra s'adapter à la hausse des coûts de refinancement souverains (Brésil à nouveau). Ceux qui ont choisi de ne pas défendre leur monnaie et d'aller à l'encontre de la tendance en baissant les taux sont confrontés à une hyperinflation douloureuse, comme la Turquie.

La Chine est la seule grande exception à cette règle. Même si le taux de change s'est assoupli en conséquence, Pékin a pu assouplir sa politique monétaire dans un contexte d'inflation modérée. Pourtant, les autorités chinoises continuent d'hésiter

à utiliser pleinement leur marge de manœuvre, encore large, de peur de raviver les risques pour la stabilité financière, tandis que l'abandon de la politique du « zéro Covid » est au mieux timide, ce qui risque de déclencher davantage de perturbations liées à la pandémie en 2023. Selon nous, la contribution de la Chine à la croissance mondiale restera modérée.

Nous sommes donc dans une configuration que nous n'avons pas vue depuis des décennies : un ralentissement de l'économie mondiale provoqué par les politiques économiques. L'intensité et la durée de cette phase de resserrement dépendent bien sûr de la vitesse de la désinflation à l'épicentre du problème : l'économie américaine. À l'automne 2022, quelques signes timides indiquent enfin un assouplissement du marché du travail, ce qui annoncerait la décélération des salaires en 2023 souhaitée par la Fed. Le « pic d'inflation » a probablement été atteint, ce qui devrait permettre un rythme moins rapide des hausses de taux, mais la distance par rapport à l'objectif et les risques de nouveaux dérapages sont si élevés que le « taux terminal » n'a pas encore été atteint (nous pensons qu'il atteindra 5%). Cela signifie que, compte tenu des délais de transmission, l'orientation monétaire tout au long de 2023 devrait rester plus restrictive qu'au second semestre de 2022. Cela repose sur notre conviction que la Fed ne voudra pas réduire les taux aussi rapidement que le marché le prévoit actuellement (deuxième semestre 2023), car elle voudra s'assurer qu'elle a définitivement brisé la dynamique inflationniste. Le prix à payer pour cela sera une récession au cours des trois premiers trimestres de 2023 aux Etats-Unis, à l'origine des conséquences négatives habituelles sur l'économie mondiale l'année prochaine.

Le souvenir des erreurs du passé guide souvent l'action des décideurs politiques. Tout comme le resserrement monétaire prématuré des années 1930 était l'erreur que Ben Bernanke voulait éviter à tout prix dans sa gestion des suites de la grande crise financière de 2008/2009, cette fois c'est l'erreur de 1974 qui hante probablement Jay Powell. En effet, contrairement aux idées reçues, la Fed a d'abord réagi au premier choc pétrolier de 1973 en relevant rapidement ses taux. Sa décision fatidique est intervenue à la fin de l'année 1974 lorsque, inquiète de la hausse significative du chômage, la Fed a fait marche arrière alors que l'inflation était toujours à deux chiffres. Cette décision a jeté les bases d'une inflation galopante tout au long de la seconde moitié des années 1970, obligeant finalement la Fed à un resserrement massif en 1980.

D'une certaine manière, ce qui nous attend est le reflet de « l'excès d'activisme » de la politique monétaire au cours des deux dernières décennies. Les banques centrales étaient arrivées à la conclusion que ce n'était qu'en faisant « surchauffer » l'économie – bien au-delà de son potentiel – qu'elles parviendraient à ramener l'inflation vers l'objectif visé, à partir de ses niveaux obstinément proches de zéro.

Aujourd'hui, la conclusion à laquelle elles sont parvenues est que ce n'est qu'en affaiblissant la demande en dessous d'un rythme d'offre déjà faible qu'elles pourront ramener l'inflation à 2%. On n'a rien sans rien.

## **Le dernier souffle de l'activisme budgétaire**

Alors que le resserrement monétaire est synchronisé de part et d'autre de l'Atlantique, l'orientation budgétaire a commencé à diverger. Aux Etats-Unis, la loi sur la réduction de l'inflation – qui est en réalité une loi sur la transition écologique – sera probablement la dernière grande décision de politique économique du mandat du Président Biden, car le gain de la majorité à la Chambre des représentants par les républicains à mi-mandat entraînera probablement au moins deux années de paralysie politique. Mais c'est probablement "ce que le médecin recommande" en ce moment pour les Etats-Unis : il n'y a guère de raison pour que la politique budgétaire tente de contrebalancer la position de la Fed étant donné la nécessité de s'attaquer à la surchauffe de l'économie sur le marché intérieur. La situation est très différente dans la zone euro, où les gouvernements se sont engagés dans une nouvelle série de mesures de soutien budgétaire pour atténuer l'impact des prix élevés de l'énergie sur les revenus des ménages et les marges des entreprises dans le contexte de la guerre en Ukraine.

Il existe probablement encore un certain degré de complémentarité entre la politique budgétaire et la politique monétaire en Europe. Les ménages recevant un soutien temporaire au revenu de la part des gouvernements peuvent réduire leur demande de compensation de perte de pouvoir d'achat via les salaires, qui serait plus persistant, limitant ainsi les risques que la région s'installe dans une boucle salaires/prix qui obligerait la BCE à un resserrement encore plus important. Un conflit est toutefois susceptible d'émerger vers la seconde moitié de 2023, car les émissions importantes des gouvernements se heurteraient à la décision probable de la BCE de réduire progressivement le réinvestissement des obligations qu'elle a achetées pendant l'assouplissement quantitatif. Même si le système européen de surveillance budgétaire devrait permettre une nouvelle prolongation de l'exemption des règles de réduction du déficit, nous pensons que les projets de loi de finances pour 2024, qui commenceront à être discutés à l'été 2023, marqueront la fin d'une politique budgétaire sans contrainte ou presque.

## **À la recherche d'un modèle de croissance**

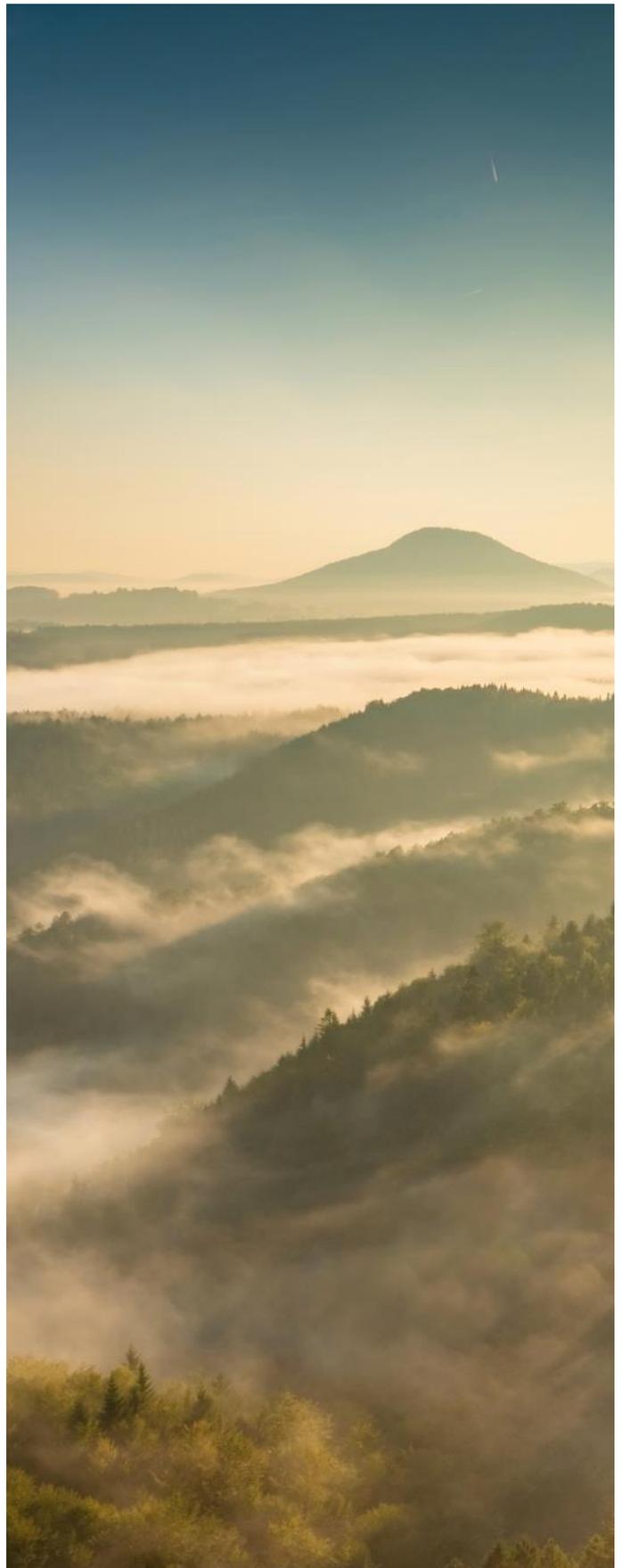
Au cours des deux dernières décennies, le soutien monétaire et budgétaire a souvent dissimulé le manque de dynamisme sous-jacent des économies développées, confrontées à un ralentissement de la productivité qui s'ajoute aux maux démographiques. Dans certains pays, et c'est certainement le cas aux Etats-Unis, le déclin de la participation au marché du

travail est une autre source de faiblesse pour la croissance potentielle du PIB. Maintenant que le soutien des politiques économiques a atteint son apogée, ces défauts structurels vont occuper le devant de la scène.

L'expérience récente du Royaume-Uni est intéressante de ce point de vue. Bien que le contenu du plan ait été profondément défectueux – des réductions d'impôts immédiates et non financées combinées à de vagues promesses de réformes structurelles – l'administration de Liz Truss a au moins essayé de s'attaquer à la détérioration de la croissance potentielle au Royaume-Uni. La volte-face de l'administration Sunak en matière de politique fiscale est bien sûr bienvenue du point de vue de la stabilité financière, mais il manque un plan pour relancer l'économie.

Sur la liste des défis macroéconomiques, il faut ajouter la probable « greenflation » qui se profile – la nécessaire lutte contre le changement climatique oblige à adopter des technologies plus propres, mais généralement plus coûteuses, tandis que nous nous attendons à ce que davantage de régions en dehors de l'Union européenne (UE) adoptent des formes de tarification du carbone. La « démondialisation » est également un risque, notamment pour les pays qui ont fait le choix d'une croissance extravertie – comme l'Allemagne. Les Etats-Unis sont probablement dans une position plus confortable que l'Europe. Leur situation démographique, bien que se détériorant, est moins problématique, et le pays peut au moins compter sur une énergie bon marché, produite localement. L'UE, au moment de la pandémie, avait réussi à donner corps à sa stratégie de croissance à long terme en brisant le tabou de la mutualisation des dettes pour financer les programmes « Next Generation ». Nous trouvons inquiétant que les Etats membres n'aient pas trouvé la même capacité à répondre aux conséquences de la guerre en Ukraine par un autre effort d'investissement concerté.

Si nous sommes convaincus que d'ici le milieu de l'année 2023, la santé de l'économie mondiale s'améliorera, nous mettons en garde contre tout enthousiasme excessif. Au-delà de la reprise cyclique, de nombreuses questions structurelles resteront sans réponse.



# Perspectives d'investissement – Des rendements modestement positifs



**Chris Iggo**

Directeur des Investissement d'AXA IM Core  
Et Président d'Investment Institute d'AXA IM

## Points clés

- Le pic attendu des taux d'intérêt soutient l'obligataire.
- Les gains en capital sont difficiles à envisager.
- Les obligations offrent un meilleur revenu.
- Les actions sont menacées par la récession.
- Les prévisions de bénéfices devraient encore être revues à la baisse.
- De la marge pour une rotation sectorielle.
- Les prix de l'énergie seront déterminants.

## Des rendements contrastés

Il n'y avait nulle part où se cacher en 2022. L'inflation, le resserrement de la politique monétaire et les risques géopolitiques ont marqué un contraste saisissant avec les moteurs de rendement de 2020 et 2021. L'environnement a finalement forcé une réévaluation des actifs obligataires et des actions. D'une inflation faible à élevée, et de taux d'intérêt faibles à élevés, les rendements ont souffert de l'ajustement des marchés au nouveau paradigme.

Toutefois, à la fin de l'année 2022, les marchés ont trouvé une assise plus stable. Les rendements du quatrième trimestre ont été nettement meilleurs que ceux de la période précédente, même si les perspectives restaient sombres – comme elles le sont toujours. L'inflation est élevée et montre tout juste des signes de modération. Les banques centrales ne devraient pas cesser de relever leurs taux avant le courant de l'année prochaine. Plus important encore, nous nous attendons à une récession des deux côtés de l'Atlantique.

Le modeste rebond des prix des actifs vers la fin de 2022 ne doit pas, selon nous, être considéré comme une étape vers un retour aux sommets de valorisation de ces dernières années. Les ratios de cours sur bénéfices des actions resteront probablement inférieurs à leurs sommets et les rendements obligataires ne reviendront pas à un niveau proche de zéro. Il est peu probable que le niveau de performance du capital, dont les investisseurs ont bénéficié à l'époque de l'assouplissement quantitatif, se reproduise de sitôt. L'environnement actuel exige des stratégies d'investissement plus réfléchies que la simple recherche de la croissance des bénéfices et de rendements plus élevés, indépendamment des valorisations ou du risque de crédit.

## L'avantage de l'inflation

En période de récession, le maintien des « cashflows » des entreprises vers les investisseurs devient difficile. La croissance des bénéfices ralentit à mesure que les coûts augmentent et que les revenus sont sous pression. Sur les marchés du crédit, la raréfaction des flux de trésorerie signifie qu'il est essentiel de comprendre comment les emprunteurs gèrent leurs dettes. Il semble qu'au début de l'année 2023, dans le contexte d'une incertitude macroéconomique toujours relativement élevée, les investisseurs devraient rester sur la défensive. La volatilité et des périodes de repli ne peuvent être exclues.

## Un meilleur profil rendement risque

Les investisseurs obligataires sont toutefois ceux qui profiteront le plus du pic de l'inflation et de la politique sur les taux. Pour les marchés obligataires, la balance entre rendement et risque s'est améliorée. Les rendements sont plus élevés – par rapport à la situation de ces dernières années – ce qui offre plus de « portage » pour les détenteurs de titres obligataires et de meilleures opportunités de revenus pour les nouveaux investisseurs. En même temps, avec des rendements plus élevés, les titres à revenu fixe ont le potentiel de jouer un rôle plus important dans les portefeuilles multi-actifs. En 2022, de manière très inhabituelle, les performances des obligations et des actions ont été dans le même temps très négatives. Heureusement, les banques centrales ne relèvent pas les taux de 300 à 500 points de base chaque année. Nous ne nous attendons donc pas à ce que cela se reproduise en 2023. Si les actions se débattent avec l'environnement de croissance, les obligations peuvent constituer une couverture et une alternative pour les investisseurs qui privilégient le revenu.

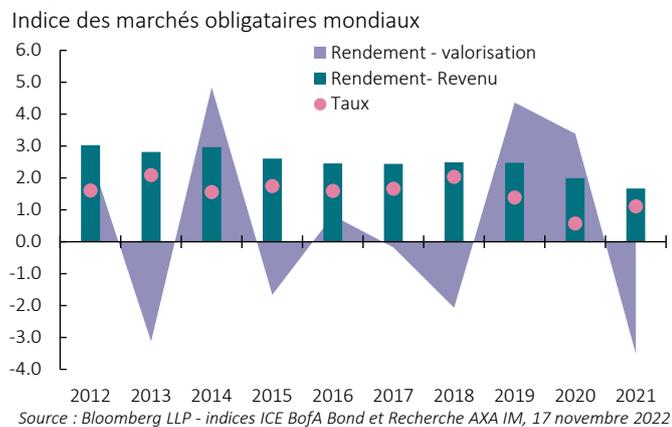
## Des éléments en faveur de la durée

La hausse des taux a dominé l'année 2022 et son impact sur les valorisations a été évident. Quand la croissance ralentira – si elle ralentit –, les banques centrales cesseront de relever les taux, à condition que l'inflation se résorbe. Cette évolution est déjà prise en compte par les courbes de taux, les marchés prévoyant un pic des taux aux Etats-Unis au deuxième trimestre et dans la zone euro au troisième trimestre. Pour l'instant, cet environnement favorise l'exposition à la partie à plus courte échéance des marchés obligataires. Le rendement offert par ces stratégies n'a jamais été aussi élevé depuis des années. L'allongement de la durée le long de la courbe des taux permet également d'obtenir de meilleurs rendements et permettra de réaliser des plus-values lorsque les marchés commenceront à anticiper l'assouplissement des banques centrales. Selon notre scénario central, il est peu probable que cela se produise avant la fin 2023 ou 2024, mais les marchés ont tendance à anticiper ces événements.

## Revenu et rendement global

Le nouveau régime des marchés obligataires et des stratégies connexes est plus équilibré. Ces dernières années, les rendements ont été dominés par les gains en capital, les banques centrales ayant fait baisser les rendements. Les revenus devraient désormais contribuer de manière plus significative aux rendements totaux (Figure 1). Cela a des conséquences sur la construction des portefeuilles, les obligations étant désormais plus adaptées aux stratégies axées sur le revenu et permettant aux investisseurs institutionnels de disposer d'une plus grande flexibilité pour faire face à leurs engagements, sans prendre de risques de crédit ou de liquidité inutiles pour atteindre leurs objectifs de rendement.

Figure 1: la contribution du revenu domine dans le rendement obligataire



Cet accent mis sur le revenu, avec un potentiel de gain en capital plus modeste, soutient les marchés des obligations d'entreprises. Toutefois, les emprunteurs évolueront dans un contexte économique difficile et cela pourrait avoir un impact sur le niveau des « spreads » de crédit. La hausse des taux a largement contribué à la hausse des coûts d'emprunt des entreprises. Les « spreads » se sont également élargis, mais ils restent inférieurs aux sommets atteints lors des précédentes périodes de tensions. Cela signifie que pour des notations de crédit similaires, les rendements actuels sont nettement plus élevés que ces dernières années. Cette situation offre un potentiel de rendement attrayant, car les entreprises ont généralement bien géré leurs bilans, en remboursant leurs dettes, en limitant leurs niveaux d'endettement et en assurant une bonne couverture des paiements d'intérêts. À moyen terme, les « spreads » actuels permettront aux investisseurs de bénéficier de gain en capital lorsque les fondamentaux des entreprises s'amélioreront.

## L'heure du haut rendement ?

Les stratégies d'investissement crédit « *investment grade* » (IG) vont pouvoir fournir des rendements plus élevés avec un risque

de crédit moindre. Par conséquent, les investisseurs n'ont pas besoin de rechercher des rendements dans des secteurs plus sensibles à l'économie alors que des secteurs de crédit plus défensifs offrent déjà des rendements attrayants. Nous voyons tout de même un rôle pour le crédit à haut rendement. Les rendements ont atteint en 2022 des niveaux qui, historiquement, ont été associés à des performances ultérieures positives. Les marchés à haut rendement présentent une meilleure qualité de crédit en général que par le passé et ont connu des améliorations similaires en termes de métriques de crédit à celles du marché IG. Bien sûr, les défauts de paiement augmenteront un peu, mais nous ne craignons pas une grande vague de défauts liés au refinancement. Compte tenu de la relation étroite entre les surplus de rendement des obligations à haut rendement (par rapport aux obligations d'Etat) et les rendements des actions, nous considérons les obligations à haut rendement comme une option relativement moins risquée en cas de reprise éventuelle des performances des actions.

## La chasse au revenu

Il est possible d'obtenir des rendements plus élevés avec une durée et un risque de crédit moindres que ces dernières années. C'est utile dans ce type d'environnement économique. Pour les parties plus vulnérables du marché obligataire, comme la dette des marchés émergents, il faudra sans doute attendre que les perspectives générales et l'appétit pour le risque s'améliorent bien davantage pour que le rendement corrigé du risque augmente significativement. Une fin de la guerre en Ukraine et une reprise du marché immobilier chinois seraient des développements bienvenus pour la dette des marchés émergents.

La reprise du marché des actions au quatrième trimestre a été principalement motivée par les attentes d'un pic de l'inflation et des taux, mais elle doit être jugée à l'aune de la détérioration des perspectives de bénéfices et dans un environnement où les taux d'intérêt vont être plus élevés qu'ils ne l'ont été depuis des années. Ces facteurs resteront des vents contraires pour les actions pendant un certain temps. Même après l'importante décote déjà observée, les marchés boursiers restent vulnérables à la récession attendue des bénéfices.

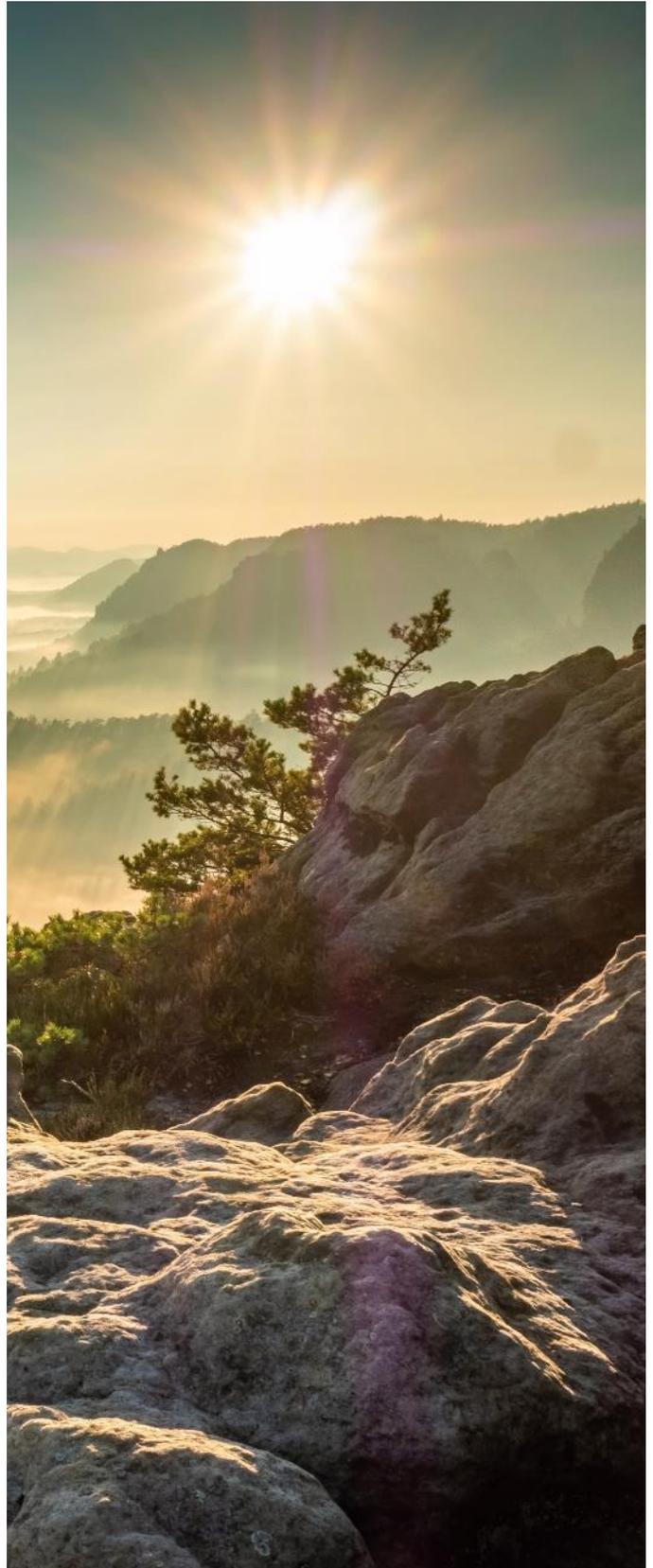
## Des perspectives équilibrées

Dans une certaine mesure, une rotation des secteurs et des styles est possible à l'avenir. Les valeurs énergétiques ont surperformé grâce aux prix élevés du pétrole et du gaz. Historiquement, les bénéfices du secteur de l'énergie sont cependant plus cycliques et présentent un potentiel de croissance à long terme plus faible que les secteurs plus dynamiques de la nouvelle économie, qui ont été les plus touchés par la dévaluation du marché.

Les perspectives à long terme des entreprises traditionnelles du secteur de l'énergie sont remises en question par la dynamique de la transition énergétique. Certes, les prix peuvent rester élevés, mais cela n'est pas garanti si la croissance réduit la demande d'énergie ou si de nouveaux développements interviennent du côté de l'offre (fin de la guerre en Ukraine, retour de l'Iran sur les marchés pétroliers mondiaux). Dans le même temps, un nouveau cycle d'investissement des entreprises finira par profiter à la technologie et à l'automatisation, tandis que les politiques gouvernementales seront davantage axées sur l'efficacité énergétique et les soins de santé.

Il n'est pas rare de connaître des années consécutives de rendements négatifs sur les actions. Cependant, je pense que les perspectives sont aujourd'hui plus équilibrées ; les bénéfiques sont sous pression mais les valorisations sont plus attractives. En dehors des Etats-Unis, les marchés ont connu des baisses significatives des multiples de cours sur bénéfiques. Les marchés européens, par exemple, seraient bien placés pour se redresser en cas d'évolution positive en Ukraine. L'Asie bénéficiera d'une reprise post « Zéro-COVID » en Chine. À long terme, cependant, la prime de valorisation des Etats-Unis ne devrait pas être remise en question, étant donné la domination de la technologie américaine, un plus grand niveau de sécurité énergétique et une démographie plus favorable. À court terme, cependant, certaines parties très chères du marché américain restent vulnérables.

Le resserrement mondial des politiques monétaires a entraîné une réévaluation de toutes les classes d'actifs. Les anticipations en matière de flux de trésorerie ont été remises en question et les investisseurs devraient être moins confiants quant aux stratégies de croissance du capital à l'aube de 2023. Les rendements des obligations devraient s'améliorer par rapport à leur volatilité et certaines parties du marché des actions deviennent bon marché. En 2023, les perspectives macroéconomiques devraient être plus claires. Cela devrait soutenir des attentes de performances positives des portefeuilles, bien qu'encore prudentes.



# Résumé – Récession à venir dans un contexte de réalignement mondial



**David Page**  
Responsable de la Recherche Macro  
Macro Research – Core Investments

## Points clés

- Nous anticipons un retour de l'inflation vers l'objectif des banques centrales au cours des deux prochaines années en raison du ralentissement de la croissance mondiale, avec des récessions prévues en Europe et aux Etats-Unis.
- La guerre en Ukraine et l'élargissement des tensions géopolitiques entraînent un réalignement des chaînes d'approvisionnement en énergie en fonction des nouveaux contours géopolitiques.
- L'inflation devrait diminuer, mais les pressions exercées sur les finances publiques ont créé des tensions sociales.
- Les changements structurels liés au vieillissement de la population active et aux effets postpandémiques ajoutent aux incertitudes.

## Toujours sous la menace des chocs passés

Nos perspectives 2023 et 2024 tablent sur une inflation se rapprochant enfin des objectifs des banques centrales dans un contexte de croissance mondiale molle, avec des récessions en Europe et aux Etats-Unis, ainsi qu'une reprise terne en Chine, avant qu'une dynamique mondiale modérée ne se mette en place en 2024. Rappelons toutefois que deux des trois dernières publications de nos Perspectives annuelles ont dû être réécrites après seulement quelques mois : la première après la COVID-19, qui n'avait même pas encore été identifiée au moment où nous mettions sous presse ; la seconde après l'invasion de l'Ukraine par la Russie, qui a donné un nouvel élan à l'inflation en raison de la perturbation des marchés de l'énergie et des denrées alimentaires (Figure 2). Forts de ces deux expériences, nous considérons avec prudence les risques entourant nos prévisions dans cet exercice.

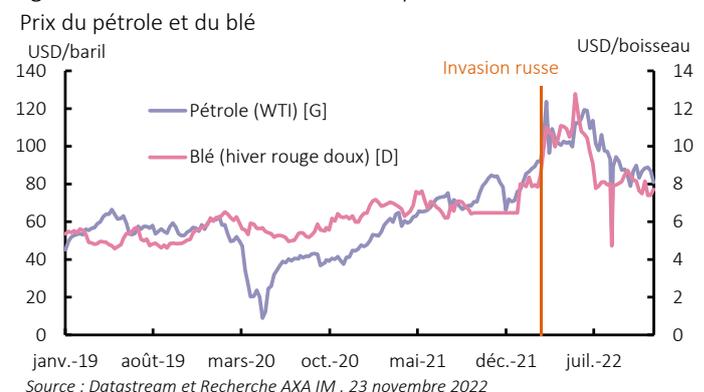
La pandémie a entraîné les plus fortes variations de PIB jamais enregistrées. La menace actuelle la plus évidente de la COVID-19 concerne la Chine. Le succès initial de la Chine à contenir le virus a été suivi d'une lente préparation à vivre avec lui. Le gouvernement a récemment annoncé des mesures pour y remédier en accélérant les taux de vaccination et en augmentant les capacités médicales, alors même qu'une vague d'infections est à l'œuvre nécessitant de nouvelles restrictions provisoires. Le compromis entre l'assouplissement des restrictions

et l'augmentation de la vulnérabilité persistera et pèsera probablement sur l'activité chinoise l'année prochaine. Cependant, la COVID-19 reste une menace mondiale, car le risque de mutations échappant à l'immunité existe toujours – nous supposons qu'il s'atténue, bien qu'il reste difficile à quantifier.

La guerre en Ukraine se poursuit, mais les récents succès de l'armée ukrainienne dans l'Est et le Sud soulignent la nature imprévisible du conflit, que certains pensaient voir rapidement gagné par la Russie. Alors que la Russie envoie des centaines de milliers de conscrits dans la région, une fin ne semble pas en vue. En outre, les risques d'escalade demeurent, que ce soit par accident ou avec la menace russe d'utiliser des armes nucléaires ou chimiques.

Les risques géopolitiques ne se limitent pas à l'Europe. Les tensions entre les Etats-Unis et la Chine se sont aggravées ces dernières années. Les récents entretiens entre les présidents Joe Biden et Xi Jinping permettent d'espérer qu'une nouvelle détérioration sera enrayée. Taïwan reste une source essentielle de tensions. Les Etats-Unis ont également imposé d'importantes restrictions à l'exportation de hautes technologies à des entreprises chinoises perçues comme étant de connivence avec l'armée. Dans la pratique, ces restrictions sont très étendues et, comme les Etats-Unis font pression pour qu'elles soient appliquées par des tiers, elles pourraient restreindre considérablement l'accès de la Chine à la technologie des semi-conducteurs. Cela risque d'avoir un impact sur la croissance potentielle de la Chine et pourrait également avoir un impact plus large sur le commerce mondial. Combiné à un réalignement postpandémique des chaînes d'approvisionnement mondiales, y compris des relocalisations, des délocalisations proches ou des délocalisations vers des pays amis (*friend shoring*), il existe une incertitude marquée quant à l'ampleur et à l'impact de toute démondialisation.

Figure 2: L'invasion de la Russie a dopé l'inflation



Un réalignement mondial de l'approvisionnement en énergie est déjà en cours, suivant les grandes lignes géopolitiques. L'Europe est confrontée à la fin de l'approvisionnement en gaz naturel bon marché et abondant, une contrainte qui risque de

la conduire à une forte récession cet hiver. Sans l'installation rapide de capacités supplémentaires d'importation de gaz naturel liquéfié (GNL), cette situation aura également des répercussions l'hiver prochain. Les terminaux GNL sont également poussés à leurs limites, les installations américaines et européennes fonctionnant à des facteurs de charge nettement plus élevés qu'auparavant, avec les risques que cela comporte, comme l'explosion du terminal américain de Freeport. L'Europe est également sur le point d'imposer un embargo sur le pétrole russe, tandis que les Etats-Unis vont mettre en place un plafonnement des prix. Les deux auront des conséquences incertaines.

Les perspectives des marchés de l'énergie dépendent également de la météo. Ainsi, un début d'hiver doux – favorisé par le système météorologique *La Niña* qui frappe le Sud-Est Pacifique depuis trois ans – pourrait aider l'Europe. Ce même phénomène entraînera toutefois des conditions météorologiques délicates ailleurs. En outre, le changement climatique induit une hausse des températures tendancielle mais aussi une augmentation des phénomènes extrêmes météorologiques. Cela aura une incidence sur les prix de l'énergie, mais aussi un impact profond sur la production de biens alimentaires.

## Inflation, finances publiques et élections

L'inflation a été la conséquence la plus évidente des chocs d'offre successifs. Nous nous attendons à ce que l'inflation diminue à partir du début de 2023. La désinflation variera d'un pays à l'autre, reflétant des conditions économiques et des normes locales différentes en termes d'anticipations d'inflation et de transmission. Cependant, la persistance de niveaux élevés d'inflation a des répercussions sociétales importantes. Dans les économies développées, l'inflation contraint les finances publiques, ce qui peut entraîner des troubles sociaux. Dans les pays émergents, l'inflation des denrées alimentaires et de l'énergie a un impact plus direct sur le niveau général des prix et les périodes historiques de turbulence sociale se sont produites pendant des périodes de forte inflation.

Les gouvernements seront soumis à des pressions croissantes au cours des prochaines années. Les économies émergentes seront affectées par des conditions financières mondiales contraignantes, en particulier un dollar élevé. Certaines de ces économies « frontières » connaissent déjà des crises financières, et plusieurs d'entre elles ont fait appel au Fonds Monétaire International (FMI). Cette situation devrait perdurer en 2023. Les plus grandes économies émergentes sont confrontées au même risque, mais nous ne voyons pas de crise émergente systémique. Les risques ne se limitent pas aux pays émergents. Le Royaume-Uni a vu la soutenabilité de sa dette publique remise en question en 2022 et doit se soumettre à une sévère austérité budgétaire sur plusieurs années pour asseoir cette confiance retrouvée. Les finances publiques de nombreux États européens ont un point de départ plus

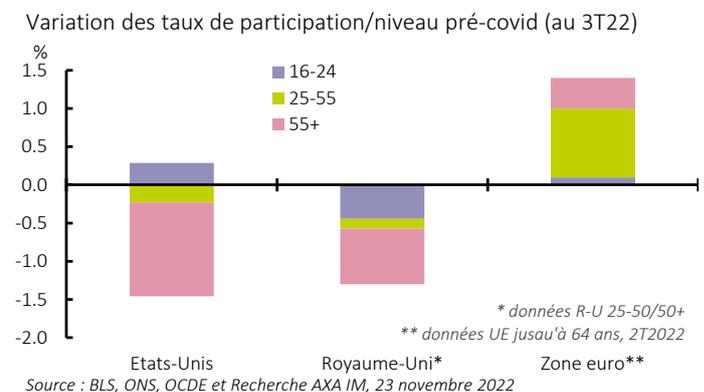
défavorable et les marchés suivront de près l'évolution de la situation alors que la Commission européenne négocie les stratégies de dette à moyen terme avec ces pays.

Le calendrier électoral ne laisse pas présager de changements politiques importants au cours des prochaines années. Nous pensons que les élections turques de juin 2023 pourraient présenter de nouveaux défis en matière de stabilité financière. Sur les marchés développés, après les élections de l'Assemblée d'Irlande du Nord prévues en 2023, le Royaume-Uni doit faire face à des élections générales en 2024. Les sondages actuels suggèrent un changement de gouvernement, mais les deux partis s'étant récemment rapprochés du centre, cette élection promet d'être la moins dommageable économiquement depuis plus d'une décennie. Les élections présidentielles américaines auront lieu en novembre 2024. Les élections de mi-mandat ont encore détérioré la position de l'ancien président Donald Trump, mais celui-ci a tout de même annoncé qu'il se représentera. Les meilleurs résultats du président Biden à mi-mandat aideraient sa cause, mais il n'est pas évident qu'il sollicitera un second mandat. L'incertitude entoure donc les candidats des deux partis pour les élections de 2024.

## Prévisions incertaines dans un contexte de changement structurel

Plus important encore, ces évolutions interviennent dans un contexte de changements structurels, notamment l'évolution de la démographie avec le vieillissement dans les principales économies et des modifications du marché de l'emploi post-pandémique (Figure 3). Le chômage augmentera en Europe et aux Etats-Unis en 2023, mais pas aussi fortement que lors des précédentes récessions. Cela reflète en partie un marché du travail tendu et le fait que l'on s'attend à ce que la baisse du nombre de postes vacants, plutôt que les pertes d'emploi, contribue davantage à détendre le marché. Il s'agit donc d'une baisse de l'offre de main-d'œuvre en raison de la pandémie et du vieillissement. Cette combinaison a constitué un obstacle à long terme à la croissance potentielle, qui devrait persister en 2023.

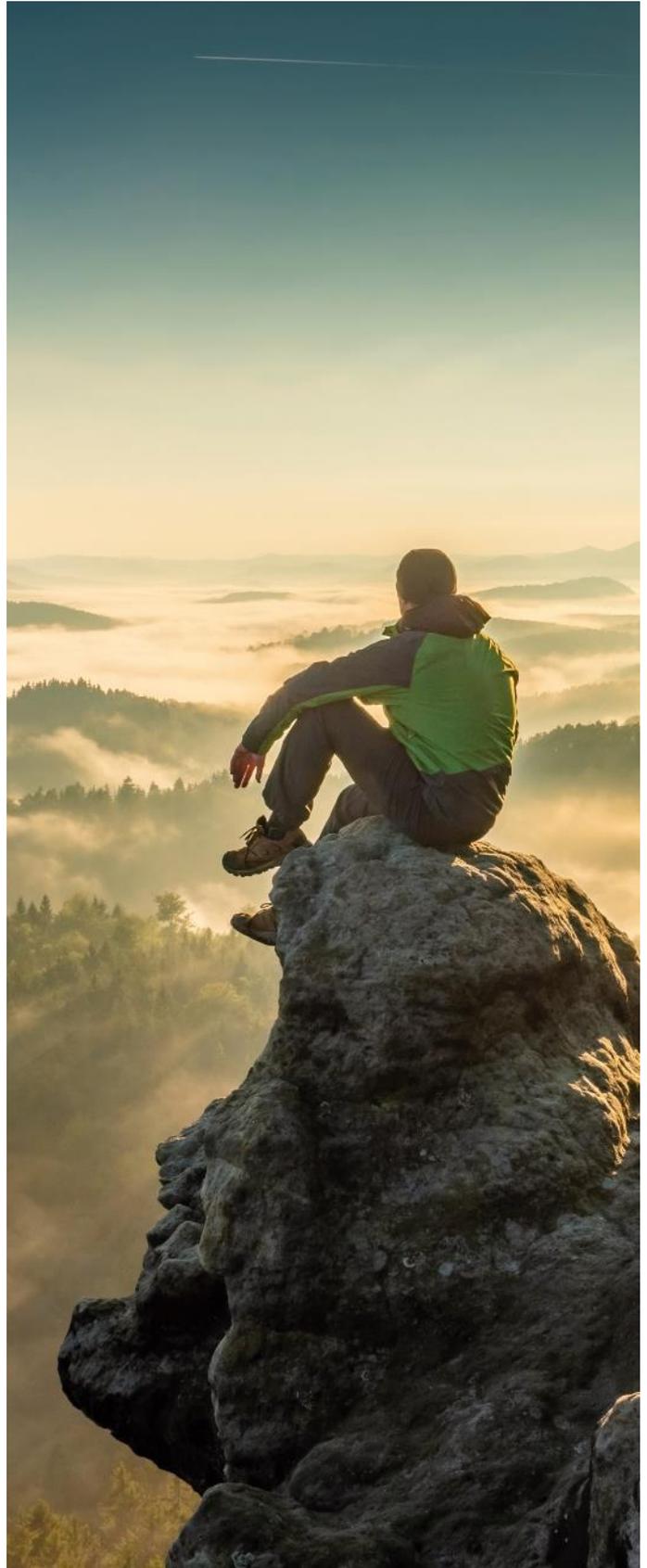
Figure 3: L'offre de travail réagit selon les régions



Nous prévoyons une récession en Europe, sous l'effet du choc énergétique, et une légère récession aux États-Unis, conséquence du resserrement des conditions financières en réponse aux pressions inflationnistes excessives. Nous pensons que les perspectives de croissance de la Chine resteront relativement modérées, prévoyant une nouvelle contraction du PIB au premier trimestre 2023 due à de nouvelles restrictions liées au COVID-19. Nous prévoyons une croissance du PIB mondial à 2,3% en 2023, contre les prévisions du FMI de 2,7%, et ne tablons que sur 2,8% en 2024.

Les banques centrales ont rapidement resserré leur politique monétaire lorsque l'inflation a augmenté en 2022, mais cela présente des risques pour 2023. Une politique monétaire à action prospective mise en place à l'aide de données rétrospectives sont une recette pour un resserrement excessif. Certaines banques centrales semblent s'orienter vers une approche plus prospective, sous l'impulsion de la Banque d'Angleterre (BoE), mais avec un changement notable de la Réserve fédérale. Le début de la récession dans de nombreuses économies devrait bientôt marquer le pic des taux d'intérêt, même si la résistance des marchés du travail constitue un risque à la hausse. En Europe, nous prévoyons les pics des taux en dessous des attentes des marchés.

Nous sommes également prudents quant au fait que l'inflation pourrait prendre plus de temps à se modérer que les marchés ne l'envisagent, ce qui reporterait probablement l'assouplissement de l'orientation monétaire à 2024 pour la plupart. Dans les pays émergents, les pays d'Amérique latine, dont le Brésil, le Pérou et le Chili, pourraient commencer à assouplir leur politique monétaire vers la fin 2023. Dans les marchés développés, la BoE pourrait être parmi les premières à assouplir sa politique, peut-être rejointe par la Banque du Canada si le marché de l'immobilier se retourne plus fortement que prévu. Les décisions sur les taux directeurs pourrait être également affectées par la politique de réduction des bilans des banques centrales, qui aura probablement un impact plus visible au cours de l'année 2023.



## Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2022*		2023*		2024*	
	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Monde</b>	<b>3.2</b>		<b>2.3</b>		<b>2.8</b>	
<b>Economies avancées</b>	<b>2.5</b>		<b>0.1</b>		<b>1.0</b>	
Etats-Unis	1.9	1.7	-0.2	0.2	0.9	
Zone euro	3.2	3.0	-0.3	0.0	0.9	
Allemagne	1.7	1.4	-0.6	-0.9	0.8	
France	2.4	2.5	0.0	0.3	0.8	
Italie	3.6	3.3	0.0	-0.1	0.6	
Espagne	4.5	4.4	0.3	1.2	1.3	
Japon	1.6	1.5	1.7	1.5	1.3	
Royaume-Uni	4.3	4.1	-0.7	-0.3	0.8	
Suisse	2.3	2.2	0.6	0.7	1.3	
Canada	3.2	3.2	0.3	0.6	1.1	
<b>Economies émergentes</b>	<b>3.6</b>		<b>3.5</b>		<b>3.8</b>	
<b>Asie</b>	<b>4.1</b>		<b>4.8</b>		<b>4.5</b>	
Chine	3.0	3.2	5.0	4.8	4.8	
Corée du Sud	2.3	2.6	1.5	1.6	2.0	
Reste de l'Asie émergente	5.5		4.9		4.4	
<b>LatAm</b>	<b>3.5</b>		<b>1.7</b>		<b>2.4</b>	
Brésil	2.7	2.6	1.0	0.9	2.0	
Mexique	2.2	2.1	1.0	1.2	2.0	
<b>Europe émergente</b>	<b>0.5</b>		<b>-0.9</b>		<b>2.1</b>	
Russie	-3.0		-3.8		2.0	
Pologne	4.4	4.1	0.1	1.1	2.4	
Turquie	5.9	5.1	0.5	2.2	1.4	
<b>Autres pays émergents</b>	<b>4.5</b>		<b>3.6</b>		<b>3.6</b>	

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 30 novembre 2022

Inflation IPC (%)	2022*		2023*		2024*	
	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Economies avancées</b>	<b>7.5</b>		<b>5.0</b>		<b>2.7</b>	
Etats-Unis	8.2	8.0	5.1	3.9	3.4	
EMU	8.6	8.3	5.6	5.8	2.4	
Chine	2.1	2.2	2.3	2.3	2.5	
Japon	2.4	2.2	2.1	1.6	1.3	
Royaume-Uni	9.1	8.9	7.6	6.4	2.8	
Suisse	2.8	3.0	2.0	2.3	1.3	
Canada	6.8	6.8	4.3	3.5	2.4	

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 30 novembre 2022

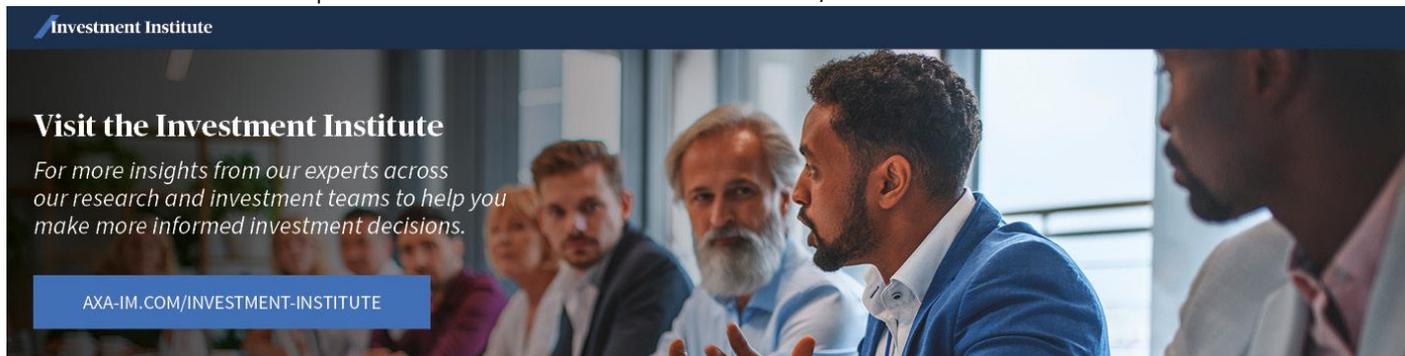
Politique des banques centrales		Dates de réunions et prévisions de révisions (taux en % / QE en Mds)					
		Actuel	2022*				2023*
			4T -22	1T -23	2T -23	3T -23	4T-23
Etats-Unis - Fed	Dates	3,25	1-2 nov 13-14 déc	31-1 janv/fev 21-22 mars	2-3 mai 13-14 juin	25-26 juil 19-20 sept	31-1 oct/nov 12-13 déc
	Taux		+1,25 (4,25-4,50)	+0,5 (4,75-5,00)	inch (5,00)	inch (5,00)	inch (5,00)
Zone euro - BCE	Dates	1,50	15 déc	2 fév 16 mars	4 mai 15 juin	27 juil 14 sept	26 oct 14 déc
	Taux		+0,5 (2,00)	0,5 (2,50)	inch (2,50)	inch (2,50)	inch (2,50)
Japon - BoJ	Dates	-0,10	19-20 déc	17-18 janv 9-10 mars	27-28 avril 15-16 juin	27-28 juil 21-22 sept	30-31 oct 18-19 déc
	Taux		inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)
Royaume-Uni - BoE	Dates	2,25	3 nov 15 déc	2 fév 23 mars	11 mai 22 juin	3 août 21 sept	2 nov 14 déc
	Taux		+1,25 (3,50)	+0,75 (4,25)	inch (4,25)	inch (4,25)	-0,25 (4,00)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 30 Novembre 2022

## Calendrier des évènements

2022	Dates	Evènements	Commentaires
	Déc	Chine : Congrès pour discuter de l'agenda économique et financier	
	6 déc	Etats-Unis : Second tour de l'élection sénatoriale en Géorgie	Les Démocrates gardent le Sénat ?
	13-14 déc	Réunion Réserve Fédérale	+50pdb (4,25-4,50%)
	15 déc	Réunion BCE	+50pdb (DFR = 2%) ; Commentaires sur QT
	15 déc	Réunion Banque d'Angleterre (BoE)	+50pdb (3,50%)
	15-16 déc	Sommet de l'Union européenne	
	16 déc	Etats-Unis : renégociation du plafond de la dette américaine	Extension probable
	19-20 déc	Réunion Banque du Japon	Inchangé (-0,1%)
2023	Dates	Evènements	Commentaires
Janvier	1T 2023	20ème Congrès National du Parti communiste chinois – 2 <sup>nde</sup> session	
	17-18 janv	Réunion Banque du Japon	
Février	1 fév	Réunion Réserve Fédérale	+0,25% (4,50%-4,75%)
	2 fév	Réunion Banque d'Angleterre (BoE)	+50pdb (4,00%)
	2 fév	Réunion BCE	+25pdb (DFR= 2,25%)
	25 fév	Elections générales au Nigeria	
Mars		Congrès national annuel du peuple chinois	
	16 mars	Réunion BCE	+25pdb (DFR=2,5%)
	21-22 mars	Réunion Réserve Fédérale	+0,25% (4,75%-5,00%)
	23 mars	Réunion Banque d'Angleterre (BoE)	+25pdb (4,25%)
	23-24 mars	Sommet de l'Union européenne	
Avril	2 avril	Elections législatives en Finlande	
	8 avril	Fin du mandat de Kuroda à la BoJ	
	13 avril	Elections législatives en Irlande du Nord	Si non élection du Président de la chambre
Mai	4 mai	Réunion BCE	Inchangé (2,5%)
	4 mai	Elections locales en Angleterre	
	7 mai	Elections générales en Thaïlande	
	11 mai	Réunion Banque d'Angleterre (BoE)	Inchangé (4,25%)
	14 mai	Elections fédérales en Allemagne	
	28 mai	Elections régionales en Espagne	
Juin	13-14 juin	Réunion Réserve Fédérale	
	15 juin	Réunion BCE	Inchangé (2,5%)
	18 juin	Elections présidentielles et législatives en Turquie	
	29-30 juin	Sommet de l'Union européenne	
Juillet		Elections législatives en Grèce	
Septembre	Automne	Elections présidentielles en Pologne	
Octobre	29 oct	Elections générales en Argentine	
Décembre		Elections générales en Espagne	
2024	Dates	Evènements	Commentaires
Janvier		Début des Elections primaires américaines	
Avril	10 avril	Elections législatives en Corée du Sud	
Mai	1 mai	Elections générales en Inde	
	11 mai	Elections présidentielles aux États-Unis	
Juin	2 juin	Elections générales au Mexique	
Juillet	2024	Elections générales au Royaume-Uni	

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



**Investment Institute**

## Visit the Investment Institute

*For more insights from our experts across our research and investment teams to help you make more informed investment decisions.*

[AXA-IM.COM/INVESTMENT-INSTITUTE](http://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 2022. 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