

Perspectives 2024-2025

Un ajustement de milieu de cycle plutôt qu'un crash

Points clés

- Après une croissance résiliente en 2023, nous prévoyons un ralentissement en 2024. Nous pensons qu'il s'agit davantage d'un ajustement de milieu de cycle plutôt que d'une fin de cycle.
- L'inflation a fortement diminué dans la plupart des pays, mais principalement en raison d'effets de base (énergie, alimentaire et biens de consommation). La désinflation des prix des services est plus lente mais elle devrait se poursuivre en 2024. En revanche, l'objectif d'inflation des banques centrales ne sera atteint qu'en 2025.
- Les banques centrales semblent en avoir fini avec les hausses de taux. En revanche, le calendrier et l'ampleur du futur assouplissement reste incertain, même si nous envisageons des réductions de taux en 2024, ne serait-ce que pour gérer la hausse des taux réels.
- 2024 sera une grande année électorale avec près de 2 milliards d'individus appelés aux urnes. La présidentielle américaine (novembre) sera sûrement la plus importante.

Par l'équipe Core Investment Recherche Macroéconomique

Avec la contribution de :

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

Chris Iggo – AXA IM Core Investments CIO

David Page – Responsable
de la Recherche Macroéconomique AXA IM

Table des matières

| | |
|---|-----------|
| Prévisions Macro– Le double défi politique | 3 |
| Par Gilles Moëc | |
| Stratégie d'investissement – Croissance modeste, rendements modestes | 6 |
| Par Chris Iggo | |
| Résumé –Une fin de cycle sans crash | 9 |
| Par David Page | |
| Résumé des prévisions | 11 |
| Calendrier des évènements 2024 | 12 |

Prévisions Macro— Le double défi politique



Gilles Moec
 Chef Economiste du Groupe AXA
 & Directeur de la Recherche AXA IM

Points clés

- Nous confrontons nos prévisions de l'année dernière pour 2023 : nous étions trop pessimistes quant à l'impact du resserrement monétaire sur la croissance, du moins aux Etats-Unis
- Nous prévoyons un écart transatlantique encore important en 2024. La zone euro devra faire face au début de l'assainissement budgétaire qui s'ajoutera à l'effet retardé du resserrement monétaire
- La hausse des taux d'intérêt à long terme constitue un défi. Même les Etats-Unis devront assainir leurs finances publiques, bien qu'il soit très peu probable qu'ils commencent à le faire en 2024

Exercice post-mortem de 2023

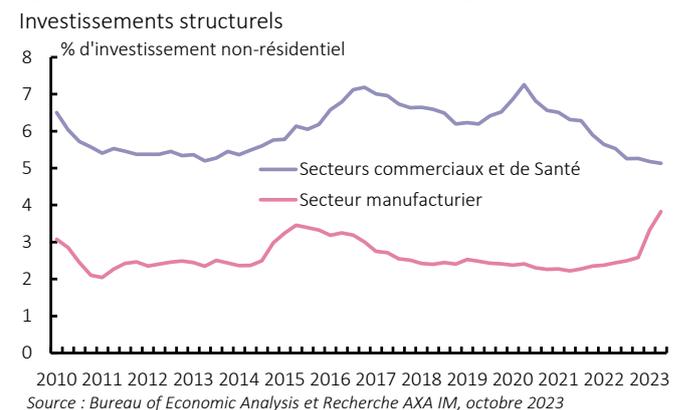
L'année dernière, à la même époque, nous avons écrit que 2023 serait l'année où le double choc inflationniste de la réouverture post-Covid et de la guerre en Ukraine commencerait à s'estomper au prix d'un resserrement significatif des conditions financières et d'un ralentissement économique. Nous n'avions qu'à moitié raison.

Il est vrai que l'inflation a commencé à refluer de manière convaincante, et cela va au-delà de l'effet mécanique de la chute des prix de l'énergie par rapport aux sommets vertigineux de 2022. La décélération des prix sous-jacents aux Etats-Unis et dans la zone euro a été facilitée par la normalisation des lignes d'approvisionnement. Les difficultés rencontrées par la Chine pour protéger la demande des effets secondaires de la correction immobilière alimentent un retour à la déflation qui soutient la modération des prix des produits manufacturés mondiaux. Il y a encore du chemin à parcourir pour ramener l'inflation à l'objectif des banques centrales, mais il y a suffisamment de désinflation à l'œuvre en amont des prix à la consommation observés pour considérer que la Réserve Fédérale (Fed) et la Banque Centrale Européenne (BCE) ont atteint un pic dans leur resserrement monétaire au troisième trimestre, à environ deux fois ce qui était considéré comme le taux neutre dans leurs régions respectives.

Nous étions cependant trop pessimistes quant à l'impact du resserrement monétaire sur l'économie réelle, du moins aux

Etats-Unis. Nous pensons que l'épuisement du stimulus budgétaire, combiné à l'effet négatif d'une inflation toujours élevée sur le pouvoir d'achat et à l'érosion de l'épargne accumulée pendant le Covid, rendrait l'économie particulièrement vulnérable à la hausse des taux d'intérêt. Ce qui nous a échappé, c'est que le resserrement monétaire est très inhabituel : il ne suit pas une phase d'endettement rapide du secteur privé. Il n'y a pas de « falaise de refinancement » soudaine qui forcerait les entreprises à se désendetter d'urgence et à comprimer leurs dépenses. Avec des entreprises toujours financièrement à l'aise, l'emploi a bien résisté. Depuis la fin du printemps, la création d'emplois est tombée en dessous de sa tendance pré-Covid, mais elle reste suffisamment positive, combinée à des salaires décélérés mais robustes, pour soutenir une croissance des revenus supérieure à celle de l'inflation.

Figure 1: l'impact de l'IRA est déjà tangible



Malheureusement, la zone euro ne s'est pas aussi bien comportée et flirte avec la récession depuis le début de l'année. La vulnérabilité spécifique aux prix de l'énergie a continué à alimenter la faiblesse de la production industrielle, en particulier en Allemagne, mais le ralentissement s'est étendu à des pays comme la France et l'Italie qui avaient été assez résistants au plus fort du choc énergétique. Les différences de sensibilité aux prix du gaz ne sont peut-être pas les seules en cause. L'économie américaine réagit visiblement rapidement à la loi sur la réduction de l'inflation (IRA), avec en particulier un fort rebond des investissements manufacturiers (Figure 1), tandis que les programmes de soutien à la décarbonisation de l'Union Européenne ne semblent pas avoir eu d'effet tangible pour l'instant. En résumé, alors qu'aux Etats-Unis un nouveau stimulus budgétaire continue de compenser une grande partie du resserrement monétaire, la zone euro bénéficie d'une protection moindre contre l'effet habituel des taux directeurs plus élevés, désormais largement transmis par le secteur bancaire.

Un écart transatlantique toujours béant en 2024

En 2024, ces tendances transatlantiques divergentes ne devraient pas être modifiées. Même si l'on s'attend à ce que la Fed et la BCE commencent à baisser leurs taux à peu près en même temps à la mi-2024, l'impact du resserrement monétaire accumulé atteindra probablement son apogée au cours du second semestre de l'année. Dans la zone euro, cet effet négatif sur la demande sera aggravé par une politique budgétaire moins allante, déjà visible dans les projets de loi de finances pour 2024 votés ou dans le processus législatif dans les Etats membres. Les gouvernements procèdent avec prudence – ils ont appris de leurs erreurs lorsqu'ils se sont efforcés de réduire les déficits de manière trop brutale après la grande crise financière – mais il n'en reste pas moins que « l'orientation budgétaire » – la variation du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles – deviendra restrictif l'année prochaine. Le paradoxe de la zone euro reste que son plus grand Etat membre, qui dispose de la plus forte capacité d'entraînement pour l'ensemble de l'union monétaire et de l'une des plus grandes marges de manœuvre budgétaire compte tenu de sa faible dette publique, hésite à utiliser sa puissance de feu pour atténuer ses faiblesses cycliques et structurelles. Par ailleurs, année électorale, il est très peu probable que 2024 marque le début d'une quelconque austérité budgétaire aux Etats-Unis.

La balance des risques est également plus clairement orientée à la baisse en Europe qu'aux Etats-Unis. En effet, la situation tragique au Moyen-Orient est une source majeure d'incertitude pour l'année prochaine. Jusqu'à présent, la crise n'a pas eu d'impact tangible sur les marchés pétroliers. Toutefois, en cas d'escalade, par exemple en cas d'implication directe de l'Iran, il deviendrait très plausible que les prix du pétrole dépassent sensiblement les 100USD/baril. L'impact direct sur le PIB serait similaire de l'autre côté de l'Atlantique (bien que les Etats-Unis soient devenus un exportateur net de pétrole, les consommateurs américains resteraient impactés), mais les ramifications sur les taux de change placeraient la BCE dans une position très délicate. En effet, les prix élevés du pétrole sont désormais compatibles avec un dollar fort, ce qui amplifierait l'impact sur l'inflation européenne et rendrait plus difficile la réponse au choc.

Vivre avec des taux intérêt à long terme plus élevés

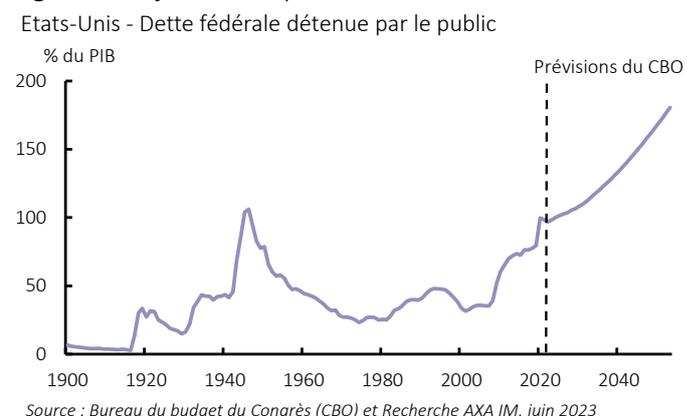
Une hausse des taux d'intérêt à long terme déconnectée des anticipations sur la trajectoire de la politique monétaire a été un fait marquant du second semestre 2023. Bien qu'il soit difficile d'en déterminer les causes en temps réel, au-delà de l'effet évident du resserrement quantitatif de la Fed, nous soulignons les nouvelles difficultés rencontrées par le Trésor américain pour attirer une demande suffisante lors de ses adjudications, signe que l'augmentation continue de l'offre de

dette supplémentaire, alimentée par le refus et/ou l'incapacité des Etats-Unis de réduire son déficit budgétaire, dépasse l'appétit des investisseurs pour les actifs financiers à long terme.

Bien que nous nous attendions à une correction supplémentaire par rapport au pic de 5% des rendements obligataires américains à 10 ans observé en octobre 2023, certaines des forces à l'origine de la hausse sont susceptibles de subsister. Quelles que soient les causes de la hausse des rendements à long terme, celle-ci devrait en tout cas inciter les décideurs politiques à la prudence. [Dans son éditorial](#), Olivier Blanchard maintient son point de vue selon lequel les économies avancées peuvent supporter un ratio d'endettement plus élevé mais appelle à la présentation de plans d'assainissement budgétaire crédibles. Aux Etats-Unis, il est juste de dire qu'ils sont totalement absents.

La loi sur la réduction de l'inflation aux Etats-Unis a été adoptée sans plafonner les crédits d'impôt. Du côté républicain, une victoire de Donald Trump l'année prochaine signifierait probablement que les réductions d'impôts limitées dans le temps qu'il a accordées lors de son premier mandat seraient prolongées. Le problème budgétaire fondamental des Etats-Unis est que son Etat-providence fournit progressivement un niveau « européen » de protection sociale à une proportion croissante de la population sans les recettes fiscales correspondantes. La trajectoire à long terme de la dette publique établie par le Bureau du Budget du Congrès (CBO) est assez effrayante (Figure 2). Compte tenu de l'extrême polarisation de l'échiquier politique américain, l'effort bipartisan nécessaire pour résoudre ces problèmes est malheureusement hors d'atteinte à ce stade.

Figure 2: trajectoire inquiétante



Une telle paralysie institutionnelle n'existe pas en Europe et, malgré les défis démographiques aigus de la région, il existe une voie politiquement réaliste vers une stabilisation des trajectoires des dettes publiques. Le problème en Europe est plutôt l'absence de marge de manœuvre. L'épisode de

l'élargissement des spreads en Italie en septembre 2023 nous rappelle que, même s'il y a sans doute moins de raisons fondamentales pour que les taux d'intérêt à long terme augmentent dans la zone euro qu'aux Etats-Unis, les gouvernements européens marchent sur la corde raide. Si un risque négatif sur la croissance se matérialise, les outils à disposition sont d'une portée limitée.

En résumé, les Etats-Unis et la zone euro devront passer deux tests différents de politiques économiques en 2024. Les Etats-Unis doivent démontrer qu'ils peuvent « repousser les limites » encore un peu plus loin et maintenir une politique budgétaire accommodante sans déclencher trop de pressions sur les rendements obligataires. La zone euro doit démontrer qu'elle peut procéder à un resserrement monétaire et budgétaire conjoint sans trop nuire à la croissance, à la stabilité politique et sans ajouter à la fragmentation financière.



Stratégie d'investissement – Croissance modeste, rendements modestes



Chris Iggo
Chair of the AXA IM Investment Institute
and CIO of AXA IM Core

Points clés

- Les rendements obligataires ont atteint des sommets pluriannuels à la fin 2023 et nous voyons un potentiel important de gains en capital à partir de ces niveaux.
- Les rendements des obligations d'entreprises devraient bénéficier de perspectives de taux d'intérêt plus modérées, les obligations de la catégorie Investment Grade (IG) offrant des rendements particulièrement attractifs.
- Si les taux d'intérêt et les rendements obligataires baissent et que la croissance se poursuit, les investisseurs pourraient voir la dynamique positive des actions se maintenir.
- Le parti pris est de privilégier les obligations, car la prime de risque s'est reconstituée, alors qu'elle s'est érodée pour les actions.

Le ralentissement de la croissance menace les actions

Il n'y a pas eu de récession en 2023 et les taux d'intérêt ont augmenté plus que prévu. Ce contexte s'est avéré bien meilleur pour les investisseurs en actions que pour les détenteurs d'obligations, car il reflétait une économie forte, en particulier aux Etats-Unis. La surperformance cumulée des actions mondiales par rapport aux obligations d'Etat depuis la fin de l'année 2020 est la troisième plus forte de ces 40 dernières années.

Mais nous ne prévoyons pas de récession en 2024. Nous prévoyons une croissance modeste du PIB, une nouvelle baisse de l'inflation et des réductions limitées des taux d'intérêt. La croissance du PIB nominal sera plus faible. L'un des principaux risques est qu'une récession finisse par se produire, car les taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps (« *higher for longer* ») finiront par avoir un impact sur l'activité. La surperformance relative des actions devrait alors se réduire, voire se renverser. En revanche, le marché obligataire devrait cesser de baisser.

Les taux resteront élevés

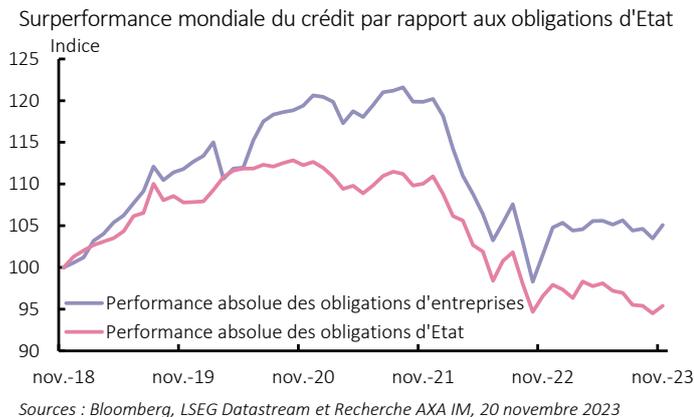
Nos perspectives sont nuancées. Les taux d'intérêt ont peut-être atteint leur maximum, mais en 2024 l'inflation restera supérieure à la cible. Les banques centrales continueront d'appliquer le principe « *higher for longer* » et les possibilités de réduction des taux seront limitées tant qu'il n'y aura pas de preuves d'un relâchement des pressions sur le marché de l'emploi. Cela ne devrait pas dissuader les investisseurs d'investir dans des titres obligataires à taux fixe. Il est peu probable que les taux augmentent à partir de maintenant, à moins d'un nouveau choc inflationniste. Cela réduit le risque de baisse des cours obligataires lié à une éventuelle révision (à la hausse) des attentes en matière de taux des banques centrales. Un point de départ avec des rendements plus élevés est également positif. Sur un horizon d'un an, l'asymétrie de la performance d'un achat d'obligations aujourd'hui est beaucoup plus positive qu'elle ne l'était au début de l'année 2022. Dans le scénario de risque d'une croissance encore plus faible et d'une orientation plus souple de la rhétorique – et même de la politique – des banques centrales, il y a plus de possibilités de gains en capital dans les titres à taux fixe que de possibilités de pertes.

Les mesures de volatilité des taux d'intérêt et des primes de terme estimées dans les courbes de rendement obligataires ont augmenté en même temps que les taux d'intérêt. L'absence de banques centrales en tant qu'acheteur des obligations d'Etat, avec la fin des programmes d'assouplissements quantitatifs (QE), a contribué à rendre les rendements obligataires de plus en plus incertains, ce qui a été renforcé par la hausse des taux courts, l'inflation et les inquiétudes liées à l'augmentation des déficits budgétaires. D'un autre côté, les investisseurs sont mieux payés pour prendre le risque obligataire. Une prime de risque plus élevée dans la courbe des rendements par termes et des taux d'intérêt plus élevés, au regard de la volatilité des actions, sont autant d'éléments qui plaident en faveur d'un point de vue plus optimiste.

Crédit attractif

Les rendements des obligations d'entreprises devraient bénéficier de perspectives de taux plus modérés. Les primes de risque de crédit ont été généralement stables au cours de l'année 2023, ce qui a permis aux obligations d'entreprise de surperformer les obligations d'Etat (Figure 3). Les prévisions macroéconomiques actuelles soutiennent la poursuite d'une performance solide des marchés des obligations d'entreprises, les obligations de qualité offrant des rendements proches de 6% aux Etats-Unis et de 4,25% en Europe.

Figure 3 : Le crédit surpasse les obligations d'Etat



Risque de crédit gérable dans un contexte de croissance modeste

C'est un fait, les entreprises seront confrontées à des coûts de financement plus élevés, si elles ont besoin de lever des fonds au cours des deux prochaines années, par rapport au coupon moyen de leurs obligations existantes. Toutefois, les risques de refinancement devraient être limités puisque les taux seront plus bas en 2024 et 2025 et que le volume d'obligations arrivant à échéance à court terme est relativement limité. Les entreprises présentant les meilleures qualités de risque crédit ont allongé leur dette pendant la période de faibles rendements et ont des niveaux d'endettement gérables, car elles ont bénéficié d'une forte croissance nominale de leurs revenus au cours des trois dernières années.

Les investisseurs en crédit doivent toutefois surveiller les actions. Toute détérioration des bénéfices ou augmentation de la volatilité des prix des actions entraînerait probablement un des primes de risque de crédit (des « *spreads* »). Cette relation est plus forte dans les parties à haut rendement du marché du crédit. Les *spreads* de crédit, tant sur le marché américain des obligations de qualité supérieure que sur celui des obligations à haut rendement, se sont situés autour du 50^{ème} centile de leur distribution au cours des dix dernières années. Les primes de risque européennes se situent dans le 80^{ème} centile, ce qui suggère que le crédit en euros a plus de valeur dans une perspective d'une atténuation des risques.

L'élargissement des *spreads* est un risque lié à toute détérioration générale de l'environnement de risque. Toutefois, il n'y a pas eu de cycle de crédit excessif et les bilans sont plus solides que lors des précédents épisodes de resserrement. En tant que tel, l'élargissement des *spreads* créerait des opportunités pour les investisseurs, d'autant plus que les taux plus bas permettent un financement moins coûteux pour les emprunteurs. Tout bien considéré, les rendements obligataires sont attrayants par rapport à nos anticipations des taux courts et de l'inflation en 2024.

Risque sur l'obligataire versus risque sur les actions

Aux Etats-Unis, la dynamique de la relation entre les obligations et les actions est devenue extrême. Les rendements réels des titres du Trésor américain protégés contre l'inflation (TIPS) sont plus élevés que le rendement des dividendes sur le marché américain des actions. Des mesures plus sophistiquées de la prime de risque des actions la situent à son niveau le plus bas depuis plusieurs années. En outre, la volatilité des actions a diminué par rapport à celle des taux d'intérêt. Une croissance nominale plus faible devrait profiter aux obligations, au détriment des actions.

Perspectives incertaines en matière de bénéfices

Les prévisions de bénéfices pour 2024 sont solides pour les Etats-Unis et les autres marchés boursiers, et les valorisations des actions américaines sont supérieures à leur moyenne à long terme. Cette situation pourrait perdurer dans le cadre d'un atterrissage en douceur de type « *Goldilocks* ». Le niveau des prévisions de croissance du PIB nominal d'AXA IM pour les Etats-Unis pourrait être suffisant pour permettre d'atteindre les 10 à 12% de croissance des bénéfices attendus. Toutefois, les risques sont à la baisse. Lorsque les entreprises américaines ont publié leurs résultats pour le troisième trimestre 2023, qui étaient généralement un peu meilleurs que prévu, nombre d'entre elles ont laissé entrevoir des risques à la baisse des revenus et des marges à l'avenir. Si la croissance des bénéfices s'affaiblit au début de 2024, les valorisations actuelles aux Etats-Unis pourraient ne pas être maintenues.

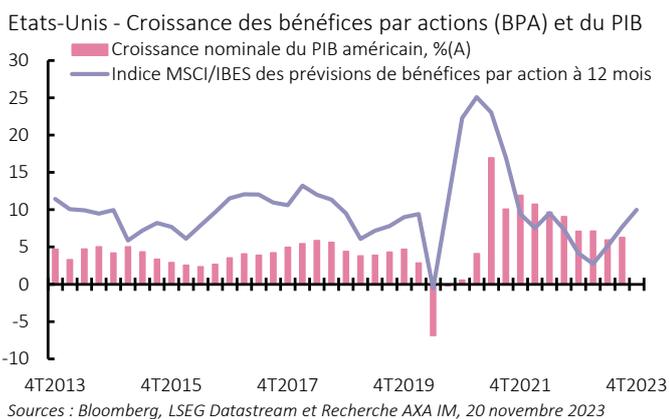
Un atterrissage en douceur peut soutenir les actions

Toutefois, nous ne pouvons pas exclure que la tendance haussière des marchés d'actions se poursuive. Des conditions financières plus favorables provenant de taux d'intérêt et de rendements obligataires légèrement plus bas – et une croissance réelle positive continue – pourraient soutenir le sentiment positif à l'égard des actions. Si l'on ajoute à cela l'engouement actuel pour l'intelligence artificielle et son potentiel de stimulation de la croissance, certaines parties du marché boursier pourraient continuer à afficher une forte croissance des bénéfices et des rendements pour les investisseurs (Figure 4). Bien que la performance des obligations ait été décevante en 2023, un portefeuille investi en crédit à durée courte et en actions de la « *tech* » à durée longue aurait été très performant. Jusqu'à ce que la Réserve Fédérale change de cap, une telle stratégie pourrait continuer de l'être.

Les investisseurs européens seront confrontés à des valorisations d'actions et des rendements obligataires inférieurs à ceux du marché américain. La toile de fond semble être celle d'une croissance plus faible et d'une inflation plus basse, avec

une Banque Centrale Européenne qui pourrait également hésiter à changer de cap. Les rendements réels sont plus faibles et l'écart de valorisation entre les actions et les obligations reste plus important, en faveur des actions. Dans la mesure où les Etats-Unis risquent davantage de décevoir sur le plan de la croissance et sur celui des attentes en matière de taux d'intérêt, les marchés européens pourraient être moins volatils, mais toujours en mesure d'offrir des rendements positifs aux investisseurs, toutes catégories d'actifs confondues.

Figure 4 : prévisions optimistes de bénéfices par action

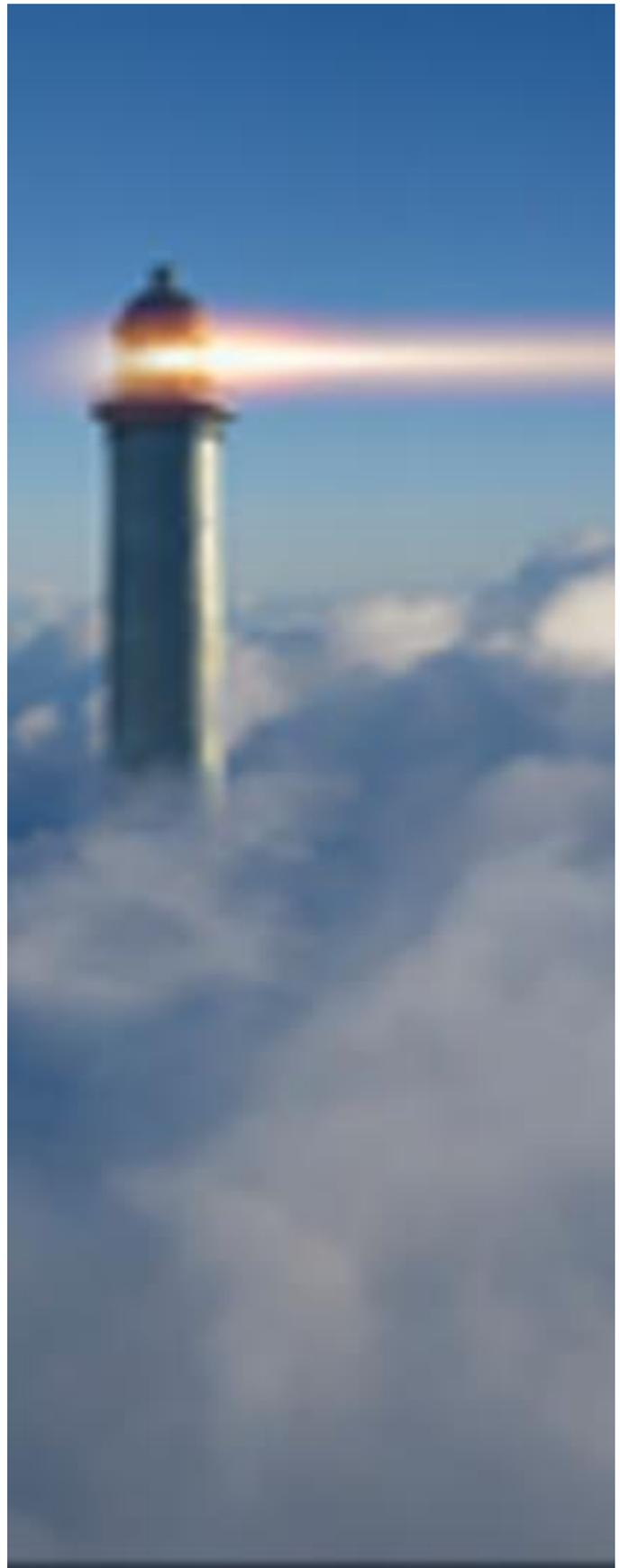


Un point de vue équilibré

Nous anticipons des rendements d'investissement modestes, basés sur des perspectives de croissance nominale modeste. La préférence va davantage à l'obligataire à taux fixe, car c'est là que la prime de risque est apparue au cours de l'année écoulée, alors qu'elle s'est érodée pour les actions.

En outre, la volatilité implicite relative des taux par rapport aux actions est également un indicateur qui plaide en faveur des obligations. Avec le pic des taux et la baisse de l'inflation, l'incertitude autour des taux devrait diminuer et, directionnellement, nous nous attendons à ce que les rendements soient plus bas.

Les actions ont bénéficié des bonnes surprises de la croissance en 2023. Après une nouvelle année de resserrement qui a donné aux fameux décalages entre les mesures et leurs effets plus de temps pour agir, le risque est maintenant inverse pour les actions. Il en résultera probablement une détérioration du profil du rendement ajusté du risque.



Résumé – Une fin de cycle sans crash



David Page
Head of Macro Research
Macro Research – Core Investments

Points clés

- Après une année 2023 relativement résiliente, nous attendons un ralentissement de la croissance mondiale en 2024, ressemblant à un atterrissage en douceur plutôt qu'à une récession. L'économie devrait rebondir en 2025.
- Les banques centrales vont probablement maintenir la pression à court terme mais devraient assouplir leur discours et implémenter des premières baisses de taux dans la deuxième partie de 2024.
- Il y a plusieurs élections en 2024 mais la course à la présidence américaine sera sûrement la plus scrutée.

Un terrain incertain

Les perspectives pour 2024 et 2025 s'appuient sur les incertitudes de la fin de l'année 2023, même si elles sont moindres qu'au début de l'année 2020, où le monde était plongé dans la pandémie. Les incertitudes géopolitiques sont au moins aussi importantes qu'à la fin 2021, avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie, alors que la crise au Moyen-Orient reste un risque pour l'économie mondiale. Une escalade du conflit pourrait avoir un impact marqué sur les prix du pétrole, sur l'activité au niveau régional et le sentiment au niveau mondial.

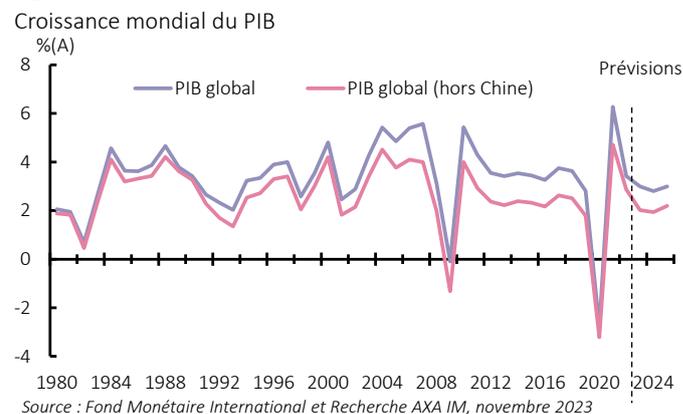
Au-delà de la géopolitique, l'incertitude plane sur la position dans le cycle de l'économie mondiale. C'est particulièrement le cas aux États-Unis, où les prévisions de récession se sont estompées. Ainsi, la question est plutôt de savoir si l'économie est face à un ralentissement de milieu de cycle ou un crash de fin de cycle.

Atterrissage en douceur plutôt que récession

Pour les économies occidentales, nous envisageons plutôt un atterrissage en douceur. Pour les États-Unis, malgré le resserrement de la Réserve Fédérale (Fed) nous anticipons une phase de ralentissement, menée par la normalisation des dépenses de consommation après la forte croissance de l'été. L'économie devrait ainsi ralentir autour de 1,1% en 2024, avant de rebondir en 2025 (1,6%). Avec une légère contraction du marché de l'emploi, l'inflation devrait atteindre la cible de la

Fed en 2025. Nous envisageons des baisses de taux modestes (trois cette année, deux l'année prochaine).

Figure 5: Ralentissement de la croissance mondiale



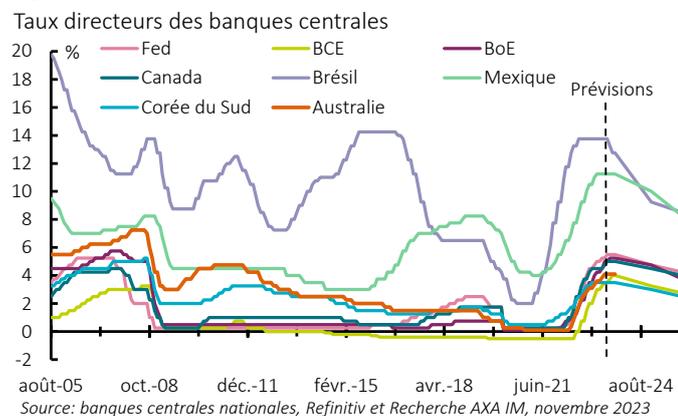
La zone euro devrait rester engluée dans un certain marasme économique, toujours impactée par des problèmes d'offre (normalisation lente des chaînes de valeurs, coût de l'énergie, difficultés à recruter) et une demande en faible territoire positif, boosté par quelques gains marginaux de pouvoir d'achat. Ceci devrait constituer l'unique relais de croissance mais il devrait s'améliorer à mesure que l'inflation diminuera au cours des 18 prochains mois. Ainsi, nous prévoyons une croissance du PIB à 0,5% cette année et de seulement 0,3% l'année prochaine – ce qui est plus faible que le consensus – avant de remonter à 0,8% en 2025. Toutefois, même ces perspectives modérées ne devraient pas entraîner une forte baisse de l'inflation dans l'immédiat, la faible croissance de l'offre empêchant les prix de se normaliser rapidement. Nous voyons l'inflation revenir à l'objectif vers la mi-2025. Dans ce contexte, la Banque Centrale Européenne (BCE) devrait assouplir sa politique monétaire, mais avec plus de prudence que ne l'envisagent aujourd'hui les marchés. Nous prévoyons une première baisse de taux en juin 2024, pour terminer à 3,25% fin 2024 et à 2,75% fin 2025.

Le Royaume-Uni a des perspectives encore moins réjouissantes. Nous prévoyons une croissance de 0,5% cette année, de 0,0% en 2024 et de 0,5% en 2025. Nous sommes particulièrement inquiets de l'impact décalé du resserrement monétaire de la Banque d'Angleterre (BoE) en particulier l'effet décalé des renégociations d'emprunt immobiliers, susceptibles de créer un choc sur les dépenses des ménages. Ainsi, dans notre scénario central, le R-U est proche d'une récession. Les inquiétudes concernant la rigidité des salaires à un haut niveau amèneront probablement la BoE à rester patiente jusqu'au second semestre 2024. Nous prévoyons que les taux de la BoE finiront l'année 2024 à 4,5% et 3,75% en 2025.

Au-delà de la dynamique de cycle

Les actions menées par les autorités chinoises devraient permettre d'atteindre l'objectif de croissance de la Chine pour 2023, à savoir « environ 5% » – nous prévoyons 5,2%. Les mesures de relance devraient accélérer le rythme de croissance en trimestrielle, même si cela se traduira par une croissance annuelle plus faible, autour de 4,5% en 2024, et 4,2% en 2025. La dépendance de l'économie à l'égard des mesures fiscales et d'infrastructure entraîne un déséquilibre de l'économie et une mauvaise répartition des ressources, ce qui entraîne des répercussions sur les perspectives de croissance à long terme de la Chine. Le remède consisterait à mettre en œuvre des réformes qui favorisent une économie de marché. Mais cela semble aller à l'encontre de la volonté de Xi Jinping de maintenir un maximum de contrôle.

Figure 6: 2024 sera l'année des baisses de taux



Au Japon, nous pensons que les pressions inflationnistes actuelles devraient aider la Banque du Japon (BoJ) à stabiliser l'inflation à moyen terme autour de 1-1,5%. Cela constitue un changement majeur après des décennies de lutte contre la déflation. Cela devrait donc ouvrir la porte à une normalisation de la politique monétaire. La BoJ a pratiquement « libéré » la courbe des taux (YCC) mais reste prudente, conditionnant sa politique à l'évolution des salaires. Les premiers signaux pointent vers une forte croissance en termes réels l'année prochaine, ce qui devrait être suffisant pour mettre fin à la YCC et sa politique de taux d'intérêt négatifs, probablement autour du printemps. Cependant, après des décennies de taux d'intérêt proches de zéro, l'économie est vulnérable aux ajustements de taux. Les risques liés à la stabilité fiscale et financière devraient amener la BoJ à ne relever ses taux que légèrement, jusqu'à 0,25%, d'ici à la fin de l'année 2025.

Des marchés émergents plus solides

Les marchés émergents (EMs) se sont montrés plus résistants en termes de croissance tout au long de 2023, l'inflation a globalement baissé conformément aux prévisions, ce qui a permis à de nombreuses banques centrales d'assouplir leur

politique monétaire. Cette tendance devrait se poursuivre, bien que le ralentissement de la croissance mondiale et le resserrement des conditions financières soient susceptibles de constituer des vents contraires. Nous prévoyons des baisses de taux en 2024, mais globalement compatibles avec la stabilisation des taux réels.

Selon nos prévisions, la croissance mondiale ralentira à 2,8% en 2024, soit moins que les 3,0% de 2023, avant d'accélérer à 3,0% en 2025, la plupart des économies évitant la récession. Toutefois, l'atterrissage en douceur attendu aux Etats-Unis soulève beaucoup d'interrogations car il est souvent comparé à celui intervenu dans les années 1990 qui avaient ensuite débouchés sur des crises au Mexique (1994), en Asie (1997) et en Russie (1998). Nous pensons que le risque est bien plus faible car nous constatons des améliorations structurelles significatives dans la plupart des EMs, notamment la crédibilité des institutions, l'ancrage des anticipations d'inflation, des taux de change flottants, des banques mieux capitalisées et des flux de capitaux moins volatiles. Des exceptions subsistent et le resserrement des conditions financières entraînera des tensions pour certains pays, mais nous sommes moins préoccupés par le risque d'un choc systémique dans les EMs.

Une période prolongée de taux élevés augmente les coûts de financement moyens pour les ménages, les entreprises et les États souverains. Sur le plan budgétaire, nous surveillerons les risques souverains de l'Italie – un pays avec une dette élevée, des rendements souverains élevés et qui a récemment repoussé son objectif d'atteindre un déficit inférieur à 3% du PIB à 2026. La France a également repoussé ses prévisions à 2027. Nous restons également prudents sur les États-Unis. Les dernières prévisions officielles de déficit s'élèvent en moyenne à près de 6% pour le reste de la décennie. Avec une dette prévue à 98% en 2023, cette situation est viable pour l'instant. Mais avec une dette qui devrait dépasser 110% en 2030, les marchés s'interrogeront probablement sur sa soutenabilité.

Election aux Etats-Unis : bis repetita ?

L'année prochaine sera une année clé pour la politique. Plus de deux milliards de personnes se rendront aux urnes (dont une grande partie en Inde). Parmi les 19 élections prévues en 2024 dans les pays émergents, nous serons très attentifs à celles de Taiwan (janvier), de l'Afrique du Sud (mai-août) et du Mexique (juin). Cependant, l'élection la plus importante reste l'élection présidentielle américaine. Bien que nous ne soyons pas certains qu'il s'agira d'une réédition du duel Joe Biden-Donald Trump de 2020, c'est à ce stade le duel le plus probable. Le retour de D. Trump aurait des implications nationales en termes de politique budgétaire mais aussi au niveau mondial (possible retour des guerres commerciales, soutien à l'Ukraine et à Israël entre autres). Les élections européennes (mai) et les élections britanniques (probablement en octobre) devraient également avoir des répercussions locales importantes.

Résumé des prévisions

| Croissance du PIB réel (%) | 2023* | | 2024* | | 2025* | |
|-----------------------------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
| | AXA IM | Consensus | AXA IM | Consensus | AXA IM | Consensus |
| Monde | 3.0 | | 2.8 | | 3.0 | |
| Economies avancées | 1.5 | | 0.8 | | 1.3 | |
| Etats-Unis | 2.2 | 2.2 | 1.1 | 0.9 | 1.6 | 1.8 |
| Zone euro | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 0.6 | 0.8 | 1.5 |
| Allemagne | -0.1 | -0.4 | 0.2 | 0.5 | 0.7 | 1.5 |
| France | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 0.8 | 0.7 | 1.3 |
| Italie | 0.7 | 0.7 | 0.0 | 0.6 | 0.5 | 1.2 |
| Espagne | 2.4 | 2.3 | 0.9 | 1.3 | 1.3 | 1.9 |
| Japon | 1.9 | 1.9 | 1.2 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| Royaume-Uni | 0.5 | 0.4 | 0.0 | 0.3 | 0.5 | 1.2 |
| Suisse | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 1.2 | 1.3 | 1.5 |
| Canada | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 0.6 | 1.7 | 1.9 |
| Economies émergentes | 3.9 | | 4.0 | | 4.1 | |
| Asie | 4.9 | | 4.8 | 4.0 | 4.7 | 0.0 |
| Chine | 5.2 | 5.0 | 4.5 | 4.4 | 4.2 | 4.4 |
| Corée du Sud | 1.4 | 1.2 | 2.2 | 2.0 | 2.3 | 2.2 |
| Reste de l'Asie émergente | 5.0 | | 5.4 | | 5.5 | |
| LatAm | 2.3 | | 2.3 | | 2.4 | |
| Brésil | 3.0 | 3.0 | 1.4 | 1.6 | 2.0 | 2.0 |
| Mexique | 3.3 | 3.1 | 2.0 | 1.9 | 1.5 | 2.2 |
| Europe émergente | 2.4 | | 2.0 | | 2.7 | |
| Russie | 2.2 | | 1.1 | 1.4 | 1.0 | 1.1 |
| Pologne | 0.6 | 0.2 | 2.8 | 2.7 | 3.5 | 3.4 |
| Turquie | 4.3 | 3.5 | 2.0 | 2.1 | 3.6 | 3.2 |
| Autre EMs | 2.3 | | 3.5 | | 4.0 | |

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 27 novembre 2023

* Prévisions

| Inflation IPC (%) | 2023* | | 2024* | | 2025* | |
|---------------------------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
| | AXA IM | Consensus | AXA IM | Consensus | AXA IM | Consensus |
| Economies avancées | 4.7 | | 2.8 | | 1.9 | |
| Etats-Unis | 4.2 | 4.2 | 3.2 | 2.6 | 2.6 | 2.3 |
| EMU | 5.5 | 5.6 | 2.7 | 2.5 | 2.1 | 2.1 |
| Chine | 0.4 | 0.6 | 1.1 | 1.7 | 2.0 | 1.9 |
| Japon | 3.0 | 3.2 | 1.5 | 2.2 | 1.6 | 1.5 |
| Royaume-Uni | 7.5 | 7.4 | 2.8 | 3.1 | 1.8 | 2.0 |
| Suisse | 2.4 | 2.2 | 1.5 | 1.6 | 1.3 | 1.3 |
| Canada | 4.1 | 3.9 | 3.2 | 2.6 | 2.6 | 2.0 |

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 27 novembre 2023

* Prévisions

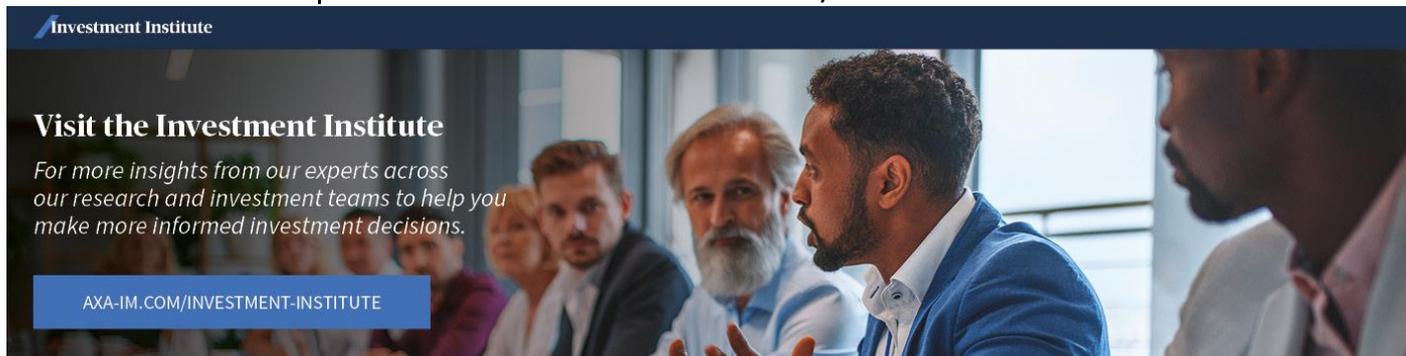
| Politique des banques centrales | | | | | | | |
|--|-------|--------|--------------|--------------------------|---------------------------|-------------------------|------------------------|
| Dates de réunions et prévisions de révisions (taux en % / QE en Mds) | | | | | | | |
| | | Actuel | 4T-23 | 1T-24 | 2T-24 | 3T-24 | 4T-24 |
| Etats-Unis - Fed | Dates | | 13 déc | 31 janv 20 mars | 1 mai 12 juin | 30-31 juil 17-18 sep | 6-7 nov 17-18 déc |
| | Taux | 5,50 | inch (5,50) | inch (5,50) | -0.25 (5,25) | -0.25 (5,00) | -0.25 (4,75) |
| Zone euro - BCE | Dates | 4,00 | 14 déc | 25 janv 7 mars | 11 avril 6 juin | 18 juil 12 sep | 17 oct 12 déc |
| | Taux | | inch (4,00) | inch (4,00) | -0.25 (3,75) | -0.25 (3,50) | -0.25 (3,25) |
| Japon - BoJ | Dates | -0,10 | 19 déc | 22-23 janv 18-19 mars | 25-26 avril 13-14 juin | 30-31 juil 19-20 sep | 30-31 oct 18-19 déc |
| | Taux | | inch (-0,10) | inch (-0,10) | +0.10 (0,00) | inch (0,00) | inch (0,00) |
| Royaume-Uni - BoE | Dates | 5,25 | 14 déc | 1 fév 21 mars | 9 mai 20 juin | 1 août 19 sep | 7 nov 19 déc |
| | Taux | | inch (5,25) | inch (5,25) | inch (5,25) | -0.25 (5,00) | -0.50 (4,75) |
| Canada - BoC | Dates | 5,00 | 6 déc | 24 janv 6 mars | 10 avril 5 juin | 24 juil 4 sep | 23 oct 11 déc |
| | Taux | | inch (5,00) | inch (5,00) | inch (5,00) | -0.25 (4,75) | -0.25 (4,50) |

Source : Recherche Macro AXA IM – Au 27 novembre 2023

Calendrier des évènements

| 2023 | Dates | Evènements | Commentaires | |
|-----------|-----------|--|---|------------------|
| Novembre | 17-nov. | Expiration de l'extension du budget américain, risque de fermeture des administrations | | |
| | 22-nov. | Budget d'automne britannique | | |
| Décembre | 1-déc. | Royaume-Uni - Révision de la notation de crédit souverain (Fitch) | | |
| | 6-déc. | Réunion Banque du Canada | inchangé (5,00%) | |
| | 6-déc. | Revue de la stabilité financière de la Banque d'Angleterre | | |
| | 10-12 Dec | Election présidentielle en Egypte | | |
| | 13-déc. | Réunion Réserve Fédérale | inchangé (5,50%) | |
| | 14-déc. | Réunion BCE | inchangé (4,00%) | |
| | 14-déc. | Réunion Banque d'Angleterre (BoE) | inchangé (5,25%) | |
| | 19-déc. | Réunion Banque du Japon | inchangé (-0,10%) | |
| 2024 | Dates | Evènements | Commentaires | |
| Janvier | | Examen du cadre opérationnel de la BCE | | |
| | | Objectifs de réduction de la production pétrolière de l'OPEP | | |
| | 1-janv. | Mise en place de réglementations douanières post-Brexit pour les marchandises de l'UE au Royaume-Uni | | |
| | 13-janv. | Election présidentielle à Taiwan | | |
| | 22-23 Jan | Réunion Banque du Japon | inchangé (-0,10%) | |
| | 24-janv. | Réunion Banque du Canada | inchangé (5,00%) | |
| | 25-janv. | Réunion BCE | inchangé (4,00%) | |
| | 31-janv. | Réunion Réserve Fédérale | inchangé (5,50%) | |
| | Février | 1-févr. | Réunion Banque d'Angleterre (BoE) | inchangé (5,25%) |
| | | 6-févr. | Réunion de la Banque de réserve d'Australie (RBA) | |
| 26-27 Feb | | Programme de la Banque d'Angleterre pour sa Conférence sur la Recherche | | |
| Mars | | Présentation du budget de printemps par le Chancelier britannique Jeremy Hunt | | |
| | 5-mars | Super mardi - Primaire de l'élection présidentielle américaine | | |
| | 6-mars | Réunion Banque du Canada | inchangé (5,00%) | |
| | 7-mars | Réunion BCE | inchangé (4,00%) | |
| | 17-mars | Elections présidentielles en Russie | | |
| | 18-19 Mar | Réunion Banque du Japon | inchangé (-0,10%) | |
| | 19-mars | Réunion de la Banque de réserve d'Australie (RBA) | | |
| | 20-mars | Réunion Réserve Fédérale | inchangé (5,50%) | |
| | 21-mars | Réunion Banque d'Angleterre (BoE) | inchangé (5,25%) | |
| | 31-mars | Elections présidentielles en Ukraine | | |
| Avril | | Début des remboursements du programme de financement à long terme (TSF) de la BoE | | |
| | | Elections générales en Inde | | |
| | 10-avr. | Réunion Banque du Canada | inchangé (5,00%) | |
| | 11-avr. | Réunion BCE | -25pdb (3,75%) | |
| | 25-26 Apr | Réunion Banque du Japon | +10pdb (0,00%) | |
| Mai | 30-avr. | Introduction post-Brexit de contrôles sanitaires et phytosanitaires pour les marchandises de l'UE | | |
| | 1-mai | Réunion Réserve Fédérale | -25pdb (5,25%) | |
| | 7-mai | Réunion de la Banque de réserve d'Australie (RBA) | | |
| Juin | 9-mai | Réunion Banque d'Angleterre (BoE) | inchangé (5,25%) | |
| | 2-juin | Elections présidentielles au Mexique | | |
| | 5-juin | Réunion Banque du Canada | inchangé (5,00%) | |
| | 6-juin | Réunion BCE | -25pdb (3,75%) | |
| | 6-9 Jun | Election du Parlement européen | | |
| | 12-juin | Réunion Réserve Fédérale | -25pdb (5,25%) | |
| | 13-14 Jun | Réunion Banque du Japon | +10pdb (0,00%) | |
| | 18-juin | Réunion de la Banque de réserve d'Australie (RBA) | | |
| | 20-juin | Réunion Banque d'Angleterre (BoE) | inchangé (5,25%) | |
| | 30-juin | Fin du mandat de Ben Broadbent, membre du comité de politique monétaire et sous-gouverneur de la BoE | | |

Notre Recherche est disponible sur internet : 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

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 2023. 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