

Edito mensuel

Gilles Moëc

Chef Economiste du Groupe AXA
Directeur de la Recherche AXA IM

Chris Iggo,

Directeur des investissements
Président de l'Investment Institute



Les baisses de taux sont imminentes, mais le marché doit faire preuve de plus de patience

Points clé

- Les risques géopolitiques sèment le doute sur la poursuite de la désinflation, mais nous restons raisonnablement confiants.
- Néanmoins, nous pensons que le marché a commencé l'année 2024 avec des attentes trop agressives en ce qui concerne les baisses de taux.
- Des taux d'intérêt élevés pour l'instant....
- ... mais des opportunités plus durables à moyen terme
- Le marché du crédit offre des opportunités en termes de rendements et de gains en capital
- Le secteur technologique restera un thème fort sur les marchés actions

Equilibrer les risques en ce début d'année 2024

Le « destin macroéconomique » de 2024 est intimement lié à la poursuite de la désinflation entamée l'an dernier qui est la condition pour que les banques centrales commencent à réduire leur niveau de restriction monétaire. La désinflation de 2023 a été principalement alimentée par des facteurs exogènes – normalisation des chaînes d'approvisionnements et des prix de l'énergie. Nous assistons malheureusement à un retour de certains risques qui pourraient faire dérailler le ralentissement général des prix, en particulier celui des biens et potentiellement de l'énergie.

Les récents développements en mer Rouge suggèrent que l'impact inflationniste de la crise au Moyen-Orient pourrait prendre une forme différente du choc pétrolier « habituel », puisque que les chaînes d'approvisionnement commencent à nouveau à être perturbées. L'élection à Taïwan d'un président du Parti démocrate progressiste (DPP) pour la troisième fois consécutive nous oblige également à nous pencher de nouveau sur la possibilité d'une escalade de la rivalité sino-américaine, avec en sous-jacent le déclenchement d'une nouvelle guerre commerciale.

Pourtant, nous avons des raisons de rester raisonnablement confiants. La perturbation en mer Rouge ne peut être comparée à la congestion quasi-totale des chaînes d'approvisionnement survenues lors de la sortie de la pandémie. Le fait que le président élu taïwanais n'ait pas obtenu de majorité

parlementaire peut aussi servir la rhétorique chinoise. On imagine également assez bien que la Chine, confrontée à une demande intérieure anémique, ne soit pas la mieux placée pour prendre le risque de perdre le soutien de la demande étrangère en se lançant dans « l'aventurisme géopolitique ». Ces deux facteurs pourraient permettre d'éviter que les tensions entre Pékin et Washington ne s'aggravent trop.

Les causes structurelles de la rivalité demeurent, mais elle semble mieux gérée, notamment depuis la rencontre entre Joe Biden et Xi Jinping en novembre 2023 à San Francisco. La simple réouverture d'une communication directe entre les forces militaires des deux pays illustre la volonté, de part et d'autre, d'éviter l'escalade en cas d'incident isolé..

Cependant, même si les forces inflationnistes exogènes demeurent sous contrôle, les derniers chiffres d'inflation aux Etats-Unis suggèrent que le « dernier kilomètre » de la désinflation reste semé d'embûches. Sur une base annualisée sur trois mois, l'inflation sous-jacente semble avoir atteint une « ligne de résistance » au-dessus de 3% depuis septembre. En outre, ce qui reste crucial pour nous, c'est que le contraste entre les prix des produits manufacturés, largement déterminés de manière exogène, et les prix des services, davantage tributaires des conditions macroéconomiques internes, reste frappant. Au sein même du secteur des services, la robustesse des prix est générale et ne peut être réduite à des « accidents statistiques » tels que le changement dans le mode de calcul des coûts de l'assurance médicale. Un autre problème est que les loyers semblent également très résistants. Ils ont décéléré depuis leur pic de mars 2023, lorsqu'ils ont atteint 8,3% en glissement annuel, mais à 6,2% en décembre, ils continuent de contribuer de manière significative à la résistance globale de l'inflation. Ainsi, les « moteurs domestiques » de l'inflation restent allumés. La matérialisation de la thèse de Bernanke-Blanchard – selon laquelle l'inflation induite par les coûts de la main-d'œuvre peuvent prendre le relais une fois que les chocs induits par l'offre s'estompent – n'est pas encore complètement exclue. Dans ce contexte, il convient donc de maintenir un certain degré de restriction plus longtemps que ne le prévoyait le marché au tout début de l'année.

Nous sommes moins inquiets pour la zone euro, malgré le déclin continu de la productivité qui pousse les coûts unitaires de main-d'œuvre à la hausse, car nous nous attendons à ce que la détérioration de la confiance économique fasse baisser les marges. D'un point de vue normatif (ce que selon nous la BCE devrait faire), l'idée d'une baisse de taux au début du printemps peut faire sens, dans un contexte de quasi-récession... mais d'un point de vue prédictif (ce que nous pensons qu'elle fera), la Banque Centrale Européenne (BCE) nous semble toujours être dominée par un narratif « hawkish », et ne souhaite pas abaisser sa garde avant d'être certaine que les salaires commencent à ralentir. Compte tenu des longs délais sur la disponibilité de ces informations dans la zone euro, nous ne nous attendons pas à une baisse des taux avant juin.

Les anticipations de baisse des taux d'intérêt ont alimenté la solide performance des marchés fin 2023

Le principal moteur de la performance du dernier trimestre 2023 a été l'enthousiasme du marché face à la perspective de baisses significatives des taux d'intérêt cette année. Sur le marché obligataire, le rendement de la note de référence du Trésor américain à 10 ans a chuté de plus de 100 points de base (pdb) entre octobre et fin décembre. Les spreads de crédit mondiaux se sont resserrés d'environ 30pdb et l'indice des actions MSCI World a enregistré une performance de 14,8% au cours des deux derniers mois de l'année. Ce fut une bonne fin d'une année difficile. Cependant, l'année 2024 a démarré plus sobrement.

Mais une vision plus sobre prévaut aujourd'hui

Les taux d'intérêt sont à nouveau au centre des préoccupations. Nous nous attendons à des baisses de taux cette année, mais il nous semble peu probable que ce processus commence bientôt. L'inflation reste supérieure aux objectifs des banques centrales et son évolution à court terme est quelque peu incertaine. Il est vrai que l'inflation sous-jacente des prix des biens, au niveau mondial, est revenue à ses niveaux d'avant la crise du COVID – l'inflation de base des prix à la production aux Etats-Unis n'était que de 1,8% en décembre et était négative dans la zone euro. Toutefois, des inquiétudes subsistent quant à la croissance des salaires et à l'impact potentiel sur l'inflation des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales qui pourraient résulter de diverses tensions géopolitiques. Les coûts du transport maritime mondial ont déjà augmenté en réponse aux attaques contre les pétroliers en mer Rouge, reflétant le coût du réacheminement des navires et des coûts d'assurance plus élevés.

Des taux élevés aujourd'hui ou des rendements durables à moyen terme

Longtemps la vue générale a été que les banquiers centraux souhaitent voir l'inflation revenir aux niveaux cibles avant d'initier tout assouplissement de leur politique monétaire. Le profil en haut plateau pour les taux d'intérêt dans les principales économies reste d'actualité. Cela signifie que les investisseurs restent confrontés au choix difficile de conserver leur argent en liquidités et dans des placements similaires, qui rapportent un taux d'intérêt proche des taux directeurs officiels, ou d'adopter une vision à plus long terme et d'essayer de trouver de la valeur dans les placements mondiaux en obligations et en actions. Le dilemme est illustré de manière frappante par le fait que les rendements des principales obligations d'entreprise sont identiques aux taux d'intérêt des bons du Trésor à court terme. Pour de nombreux investisseurs, la question de « pourquoi prendre le risque d'une plus grande

volatilité et d'une éventuelle dépréciation des actifs à risque alors que les taux au jour le jour restent élevés » est tout à fait justifiée.

Regardons les opportunités de revenu et de gains en capital

Mais il faut prendre du recul. L'inflation devrait continuer à diminuer. Les taux d'intérêt réels à court terme sont trop élevés par rapport à la croissance économique réelle attendue au cours des deux prochaines années. Si l'on en croit les marchés à terme, le niveau actuel des taux au jour le jour est extrêmement restrictif par rapport à l'équilibre de moyen terme. Certains scénarios pourraient permettre à l'assouplissement monétaire de se poursuivre rapidement une fois qu'il aura commencé. S'il est possible de gagner aujourd'hui 5% sur les bons du Trésor américain à 3 mois et 4% sur les bons du Trésor français, en sera-t-il de même en avril ou en juillet ? Il n'y a pas de plus-value sur les liquidités lorsque les taux baissent.

Les marchés du crédit offrent un rendement proche de celui des bons du Trésor. Lorsque l'assouplissement monétaire se mettra en place, les rendements devraient baisser et générer des plus-values. Même si ce n'est pas le cas, la composition actuarielle des rendements courants sur une période de deux à trois offrira des performances supérieures à celles des liquidités sur la même période. Bien entendu, les spreads de crédit sur les marchés des obligations d'entreprise présentent certains risques. Si les rendements bruts sont élevés, les spreads ne sont pas particulièrement importants par rapport à leurs niveaux historiques. Toute détérioration des bénéfices des entreprises pourrait entraîner un élargissement de ces spreads. Cela dit, il est moins nécessaire aujourd'hui qu'il y a deux ou trois ans de rechercher des opportunités de crédit à haut rendement et plus risquées. Il y a davantage de possibilités pour s'exposer à des crédits de meilleure qualité avec des rendements plus élevés. Les secteurs à 5 ans et à 10 ans des marchés « investment grade » semblent particulièrement attractifs. Il convient également de souligner, une fois encore, que les prix moyens des obligations d'entreprises restent bien inférieurs à la valeur nominale. Dans les segments à plus long terme des marchés de qualité, les obligations continuent de se négocier à des prix se situant dans les années 90, voire dans les années 80. La plupart d'entre elles seront remboursées au pair, ce qui offre un potentiel de hausse des prix à moyen terme.

Il n'est pas facile de prendre des risques en ce moment. Les investisseurs sont confrontés à d'énormes incertitudes politiques en raison des conflits en cours en Ukraine et au Moyen-Orient, l'issue de l'élection américaine étant de plus au cœur de ces préoccupations. Les actifs à risque ne sont pas non plus particulièrement bon marché, car les grandes économies n'ont pas connu la récession typique liée au resserrement de la politique monétaire. La croissance est faible, les bénéfices des entreprises auront du mal à atteindre les prévisions du consensus (les prévisions globales pour 2024 ont déjà été largement revues à la baisse) et les valorisations ne sont pas convaincantes. Toutefois, certains thèmes fondamentaux devraient guider les investisseurs. Tout d'abord, les taux vont baisser, ce qui est généralement favorable aux marchés obligataires à revenu fixe. Deuxièmement, la composante du revenu est davantage présente. La hausse des rendements obligataires en 2022 et 2023 signifie que le revenu est une partie beaucoup plus importante de la performance globale. Cela laisse entrevoir plusieurs opportunités, en particulier celle d'une large exposition au crédit, comprenant du haut rendement à durée courte. Dans le même ordre d'idées, il existe quelques opportunités pour les investisseurs en actions, notamment sur les marchés européens et britanniques où les rendements des dividendes sont plus élevés et plus stables qu'aux États-Unis. Enfin, la technologie devrait rester un thème clé. Surpondérer le secteur technologique sur le marché américain est une stratégie gagnante depuis plusieurs années. L'intelligence artificielle devenant un thème commun à un nombre croissant d'entreprises et de secteurs, la demande sera forte pour les fournisseurs de matériel, de semi-conducteurs, de réseaux et de cloud, ainsi que de cybersécurité. Malgré des valorisations élevées, il est difficile d'ignorer le secteur technologique dans un portefeuille d'investissement global et diversifié.

Des revenus de qualité, une croissance axée sur la technologie et une position favorable à l'assouplissement monétaire sont des facteurs d'investissement importants pour 2024. Des risques existent. Les prix de l'énergie restent volatils, les marchés émergents sont en proie à de nombreuses situations idiosyncrasiques et le populisme dans un certain nombre de pays développés risque de provoquer des incertitudes civiles et politiques. Mais la bonne nouvelle, c'est que l'économie mondiale n'est pas en mauvaise posture. L'inflation diminue, ce qui permettra de réduire les taux d'intérêt. La technologie permet d'accroître l'offre d'énergies renouvelables et l'intelligence artificielle stimule la productivité. Bien que la croissance soit faible, les entreprises qui ont survécu à la crise COVID, au choc énergétique et à la hausse des coûts d'emprunt sont susceptibles de constituer de bons investissements à moyen terme. Toute correction à la baisse des prix des actions mondiales ou tout élargissement des spreads de crédit au cours des prochains mois devrait s'avérer être une occasion de consacrer une partie de ces énormes positions en liquidités à des investissements à plus long terme.

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

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	1.6		1.0		1.3	
Etats-Unis	2.4	2.4	1.4	1.2	1.6	1.8
Zone euro	0.5	0.5	0.3	0.5	0.8	1.5
Allemagne	-0.1	-0.3	0.2	0.4	0.7	1.5
France	0.9	0.9	0.6	0.7	0.7	1.3
Italie	0.7	0.7	0.0	0.5	0.5	1.2
Espagne	2.3	2.4	0.9	1.3	1.3	1.9
Japon	1.9	1.7	1.2	0.9	1.0	1.0
Royaume-Uni	0.3	0.5	0.2	0.3	0.6	1.2
Suisse	0.6	0.8	0.8	1.1	1.3	1.5
Canada	1.1	1.1	0.5	0.5	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	5.2	4.5	4.6	4.2	4.4
Corée du Sud	1.4	1.3	2.2	2.1	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	3.3	2.0	2.2	1.5	2.2
Europe émergente	2.4		2.0		2.7	
Russie	2.2		1.1	1.7	1.0	1.1
Pologne	0.6	0.4	2.8	2.8	3.5	3.4
Turquie	4.3	3.9	2.0	2.2	3.6	3.2
Autre EMs	2.3		3.5		4.0	

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 24 janvier 2023

* Prévisions

Inflation IPC (%)	2023*		2024*		2025*	
	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Economies avancées	4.7		2.9		2.3	
Etats-Unis	4.2	4.1	3.1	2.6	2.5	2.3
EMU	5.5	5.5	2.7	2.4	2.2	2.1
Chine	0.4	0.4	1.1	1.4	2.0	1.9
Japon	3.2	3.2	2.2	2.3	1.6	1.5
Royaume-Uni	7.5	7.4	3.1	3.1	1.8	2.0
Suisse	2.2	2.2	1.6	1.6	1.3	1.3
Canada	4.2	3.9	2.9	2.5	2.3	2.0

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 24 janvier 2023

* Prévisions

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

Résumé des prévisions

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

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 24 janvier 2024

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

Notre Recherche est disponible sur internet : www.axa-im.com/investment-institute



AVERTISSEMENT

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et ne constitue ni une recherche en investissement ni une analyse financière concernant les transactions sur instruments financiers conformément à la Directive MIF 2 (2014/65/UE) ni ne constitue, de la part d'AXA Investment Managers ou de ses affiliés une offre d'acheter ou vendre des investissements, produits ou services et ne doit pas être considérée comme une sollicitation, un conseil en investissement ou un conseil juridique ou fiscal, une recommandation de stratégie d'investissement ou une recommandation personnalisée d'acheter ou de vendre des titres financiers. Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée.

Toutes les données de ce document ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques et de marché. AXA Investment Managers décline toute responsabilité quant à la prise d'une décision sur la base ou sur la foi de ce document. L'ensemble des graphiques du présent document, sauf mention contraire, a été établi à la date de publication de ce document. Du fait de sa simplification, ce document peut être partiel et les informations qu'il présente peuvent être subjectives.

Par ailleurs, de par la nature subjective des opinions et analyses présentées, ces données, projections, scénarii, perspectives, hypothèses et/ou opinions ne seront pas nécessairement utilisés ou suivis par les équipes de gestion de portefeuille d'AXA Investment Managers ou ses affiliés qui pourront agir selon leurs propres opinions. Toute reproduction et diffusion, même partielles de ce document sont strictement interdites, sauf autorisation préalable expresse d'AXA Investment Managers.

Ni MSCI ni aucun autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données MSCI ne font aucune déclaration ni n'offrent aucune garantie expresse ou implicite quant à ces données (ou aux conséquences de leur utilisation), et l'ensemble desdits tiers décline expressément par les présentes toute responsabilité concernant l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la conformité de tout ou partie de ces données. Sans limitation de ce qui précède, MSCI, ses filiales ou tout autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données ne sauraient en aucun cas être tenus pour responsables d'aucuns dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris les pertes encourues) même si l'éventualité de ces dommages leur a été signifiée. Toute reproduction ou distribution des données MSCI est interdite, sauf consentement exprès et écrit de MSCI.

Rédacteur : AXA Investment Managers – Tour Majunga, La Défense 9, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux. Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826.

© AXA Investment Managers 2024. Tous droits réservés.

AXA Investment Managers SA

Tour Majunga – La Défense 9 – 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux – France

Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826