

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



Reconvergence

Points clés

- Il est de plus en plus probable que la Fed soit en mesure d'abaisser ses taux cette année, tandis que la BCE devrait aussi poursuivre sa normalisation des taux, recréant une convergence des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique au second semestre de 2024.
- La poursuite de ce scénario en 2025, favorable à la stabilité des devises, dépendra des résultats des élections américaines.
- Les marchés ne sont pas en fin de cycle.
- Aux Etats-Unis, les résultats du deuxième trimestre semblent solides.
- Les rendements obligataires sont à leur juste valeur.

Un décalage, pas une divergence

Au printemps dernier, le débat macroéconomique portait sur les risques d'une véritable divergence des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique, exerçant une pression à la baisse sur l'euro. En effet, alors que pour le consensus, la Banque centrale européenne (BCE) devait baisser rapidement ses taux, il devenait moins évident que la Réserve fédérale (Fed) soit en mesure de procéder à quelque baisse que ce soit cette année. Heureusement, avec le début de l'été, ce qui était perçu comme une divergence apparaît désormais comme un simple décalage : la Fed devrait être en mesure de procéder à deux baisses en 2024, conformément à notre scénario de base, tandis qu'il devient de plus en plus clair que la BCE n'est pas tentée par des « baisses d'urgence » et suivra une voie prudente, avec trois baisses au total cette année.

Au moment où nous écrivons ces lignes, le marché évalue la probabilité d'une baisse de la Fed en septembre à près de 100%. Au début du mois de mai, cette probabilité était tombée à 51%. Les bonnes nouvelles concernant l'inflation ont bien entendu contribué à cela. L'indice des prix à la consommation (IPC) total aux Etats-Unis a baissé de 0,1% en glissement mensuel en juin, soit 0,2 point de pourcentage en-dessous des attentes du marché, atteignant 3,0% en glissement annuel, sa plus faible variation depuis mars 2021. L'inflation sous-jacente a augmenté de 0,1% sur le mois, mais était inférieur aux attentes (0,2%) et à 3,3%, le glissement annuel a également atteint son niveau le plus bas depuis plus de

trois ans. La dynamique à court terme, qui permet de contrôler les effets de base, montre que les services de base hors loyers – une source clé d'inquiétude pour la Fed – ont décéléré assez fortement au cours des derniers mois.

Le plus frappant est l'évolution de la communication de la Fed sur ses deux objectifs. En effet, avec l'accumulation des signes de reprise en main de l'inflation, la Fed se tourne désormais vers le marché du travail, et on peut déceler une inquiétude croissante de

la part de certains gouverneurs sur le risque qu'il se détériore trop vite si le niveau actuel de restriction monétaire est maintenu trop longtemps.

Parallèlement, dans la zone euro, la BCE tient un discours prudent. La conférence de presse de juillet de la BCE paraissait même quelque peu indécise. Même avec un récit macroéconomique assez pessimiste, dont une croissance du PIB au second trimestre divisée par deux par rapport à leur anticipation initiale, une désinflation qui devrait se poursuivre malgré certaines fluctuations dans les données mensuelles, Christine Lagarde est restée « muette » sur les prochaines étapes. Nous pensons que le Conseil est divisé et que le contexte politique dans les principaux Etats membres, même si la France n'a pas été citée nommément, a pu déclencher un positionnement tactique de la part de certains membres « hawkish » qui ne veulent pas envoyer un signal accommodant sur les taux, qui pourrait s'assimiler à un blanc-seing pour des gouvernements potentiellement dépensiers. Les inquiétudes concernant la résilience des prix des services s'additionnent à cette réticence. Nous maintenons notre hypothèse de base de deux nouvelles réductions des taux directeurs (en septembre et décembre), mais il est clair que la BCE n'est pas prête à prendre des risques.

Tout cela conduirait à une convergence des politiques monétaires de la Fed et de la BCE au second semestre 2024 autour d'une trajectoire commune : revenir sur une partie des restrictions monétaires actuelles, mais sans passer par un assouplissement proprement dit. En effet, bien que les signaux aient été mitigés récemment – la hausse du taux de chômage aux Etats-Unis doit désormais être surveillée de près – les deux principales régions économiques de l'Occident ne sont pas confrontées à des risques de récession immédiats.

C'est pour 2025 que les risques de divergence sont probablement en train d'augmenter plutôt que de s'estomper. En effet, en cas de victoire de Donald Trump en novembre, la mise en œuvre de son programme se traduirait probablement par une exacerbation des pressions inflationnistes, entre la réduction de l'immigration, la prolongation des baisses d'impôts TCJA¹ et, surtout, la forte augmentation des droits de douane. Il pourrait devenir difficile pour la Fed, dans ces circonstances, de continuer à baisser les taux. En revanche, dans la zone euro, même en tenant compte de l'incertitude politique actuelle en France, l'orientation budgétaire générale devrait pencher du côté restrictif, ce qui offrirait à la BCE plus de marge pour continuer à réduire ses taux, notamment si les producteurs européens sont touchés par l'augmentation des tarifs douaniers américains et une concurrence plus âpre de la part de la Chine. Si, en même temps, les conditions financières se resserrent aux Etats-Unis – avec un certain impact sur les taux d'intérêt à long terme en Europe – la BCE serait contrainte de redescendre beaucoup plus rapidement les taux en territoire proprement accommodant. Par ailleurs, nous pensons cependant que face à ces difficultés économiques supplémentaires, même les forces politiques traditionnelles – qui sont toujours aux commandes, comme l'a illustré la réélection confortable d'Ursula Von der Leyen – de muscler encore davantage l'attitude de l'UE en matière de commerce international, en particulier contre la Chine.

Dans une telle configuration, les choix politiques de la Chine seraient fortement contraints. Continuer à parier sur les exportations alors que les marchés étrangers se ferment serait une impasse. Stimuler la demande intérieure serait la voie naturelle, et cette fois-ci, cibler les dépenses des consommateurs plutôt que l'investissement serait approprié. Cela nécessiterait cependant une réorientation significative de l'ensemble de la stratégie macroéconomique à Beijing. Nous suivrons avec beaucoup d'intérêt les suites des délibérations du plénum du Parti communiste.

La fin du cycle ? Pas encore

Les portefeuilles peu sensibles aux taux d'intérêt, orientés vers la croissance économique et fortement exposés aux entreprises technologiques, ont été les plus performants en 2024 jusqu'à présent. Les dernières perspectives de l'économie mondiale publiées par le Fonds Monétaire International (FMI) font état d'une croissance mondiale modérée et d'une nouvelle baisse de l'inflation pour le reste de l'année 2024 et jusqu'en 2025. Les investisseurs seraient donc bien avisés de s'en tenir à ce qui a bien fonctionné. L'un des principaux risques demeure la possibilité que la baisse de l'inflation s'interrompe, en raison de l'augmentation continue des prix des services, mais le risque d'un nouveau resserrement monétaire pour lutter contre ce phénomène est faible. Comme le souligne le FMI, une perspective de taux « plus élevés pour encore plus longtemps » est possible, mais les réductions assez modestes des taux d'intérêt officiels au cours de l'année prochaine, qui sont actuellement prises en compte par les marchés, semblent toujours être l'issue la plus probable. Par conséquent, une légère augmentation de la sensibilité aux taux d'intérêt – ou de la durée – dans les portefeuilles pourrait être justifiée. Toutefois, cela ne devrait pas modifier grandement les performances, à moins d'un ralentissement plus marqué de la croissance économique. Les courbes de taux d'intérêt restent globalement

¹ Tax Cuts and Jobs Act

inversées, ce qui signifie que bénéficier de taux élevés sans prendre de risque reste une stratégie attrayante. Comme l'a montré la récente édition du rapport de la Fed sur les flux des fonds d'investissement, la part allouée au marché monétaire reste très élevée aux Etats-Unis.

Les rendements obligataires sont bien ancrés

Outre la politique, le plus grand défi des investisseurs est de déterminer si nous approchons de la fin de la phase d'expansion du cycle économique. Les signaux ne sont pas clairs pour le moment, et nous pensons qu'un ralentissement rapide et une récession imminente ne sont pas probables. En effet, les politiques des banques centrales des principales économies sont compatibles avec la poursuite de l'expansion, la politique étant fixée de façon que l'inflation n'augmente pas de manière significative au-delà des niveaux cibles. Les rendements obligataires à long terme semblent être à leur juste valeur – ils sont certainement cohérents avec les prévisions de croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) nominal à moyen terme. Pour s'écarter des fourchettes actuelles, il faudrait une réaction à des chocs politiques – des baisses de taux plus rapides ou la concrétisation de politiques budgétaires susceptibles d'entraîner une augmentation des besoins de financement gouvernementaux. En l'absence de chocs politiques, les rendements à long terme semblent bien ancrés. Par conséquent, toute normalisation des courbes de rendement devrait se faire lentement. Encore une fois, ce n'est pas un environnement propice à des paris agressifs sur la durée longue dans les allocations obligataires.

Ailleurs sur les marchés obligataires, il n'y a pas non plus de signaux d'alarme. Les spreads sur les obligations d'entreprises sont stables et se rapprochent des niveaux les plus serrés du cycle. Pourtant, la demande d'obligations « investment grade » et à haut rendement reste solide. Bien sûr, il y a eu des incidents de crédit, mais les niveaux globaux de faillite et de défaut de paiement sont restés stables aux Etats-Unis et en Europe. Le risque de refinancement a été contenu, malgré la hausse des taux d'intérêt, car les entreprises ont surtout allongé la durée de leur dette ces dernières années. Les acheteurs étaient également présents, avec des rendements en Europe de l'ordre de 3 à 4% pour la dette de qualité et des investisseurs capables d'obtenir 5 à 5,5% aux Etats-Unis. L'abondance du crédit privé s'est avérée extrêmement favorable aux entreprises emprunteuses à plus fort effet de levier.

Du mouvement au sein des marchés d'actions, mais les performances restent bonnes

Les marchés d'actions ont le potentiel de signaler des tensions cycliques, mais, jusqu'à présent, toute fluctuation inhabituelle sur les prix s'est limitée à des prises de bénéfices sur les valeurs technologiques et à des changements dans le leadership du marché qui semblent refléter l'évolution des attentes en matière de taux d'intérêt plutôt que les risques de récession. En ce qui concerne les bénéfices, la saison du deuxième trimestre est en cours au moment où nous mettons sous presse. Jusqu'à présent, pour l'univers du S&P500, la croissance semble stable à un rythme élevé à un chiffre, avec une légère tendance à des surprises positives sur les bénéfices dans un certain nombre de secteurs, y compris les valeurs financières. En juillet, la valorisation des actions de croissance par rapport aux actions de petite capitalisation a nettement reculé, l'indice Russell 2000 des actions de petite capitalisation ayant nettement surpassé l'indice S&P Growth depuis la publication du rapport de juin sur l'inflation des prix à la consommation. Cela pourrait annoncer une performance plus équilibrée des actions américaines – l'indice S&P à pondération égale a également surpassé l'indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière au cours des dernières semaines. Si les taux baissent bientôt, cela devrait profiter aux entreprises plus petites et plus sensibles à la conjoncture, surtout si les investisseurs ont considéré que l'absence de sensibilité aux taux était un facteur clé de la forte performance des valeurs technologiques au cours des deux dernières années.

Le consommateur américain suscite quelques inquiétudes, comme le suggère le léger affaiblissement du marché du travail. Pourtant, les valeurs de consommation discrétionnaire se sont bien comportées dans l'ensemble. Si un atterrissage en douceur reste le scénario de base pour l'économie américaine, ce qui se traduit par une performance plus équilibrée des secteurs boursiers, alors peut-être que les gains considérables en termes de valorisation dans le secteur technologique, qui ont caractérisé le premier semestre de l'année, ne se répéteront pas. Toutefois, il ne semble pas que ce soit le moment de devenir baissier sur la technologie. Les résultats récents de la société taïwanaise de semi-conducteurs TSMC indiquent une demande rapide de puces informatiques, alors que les investissements dans l'intelligence artificielle continuent d'augmenter.

L'équilibre est-il confortable ?

D'un point de vue comportemental, les investisseurs peuvent trouver inconfortable de considérer que les marchés sont à des niveaux d'équilibre. Les obligations semblent assez bien valorisées, la trajectoire des taux suggérée par les taux à terme est cohérente avec le consensus macroéconomique, et les valorisations des actions, dans l'ensemble, reflètent la résilience de la

croissance des bénéfices des entreprises dans les principales économies. Les risques politiques et géopolitiques qui pourraient perturber les chaînes d'approvisionnement suscitent des inquiétudes. Mais il s'agit là de risques plutôt que de réalités immédiates. Les marchés obligataires offrent des opportunités de revenus très attrayantes et la possibilité de se prémunir contre des évolutions cycliques plus défavorables (les banques centrales disposent d'une grande marge de manœuvre pour réduire leurs taux si une récession s'avère plus probable). Le revenu supplémentaire fourni par le crédit aux entreprises a compensé le risque de crédit de manière plus qu'adéquate (le rapport entre les spreads actuels des obligations américaines de qualité et la volatilité à un an de ces spreads est actuellement très proche de sa moyenne à long terme). Sur les marchés des actions, les inquiétudes réelles concernant les valorisations se limitent aux valeurs technologiques américaines, mais c'est là que le potentiel de hausse des bénéfices est le plus important. En dehors des Etats-Unis, les valorisations sont confortables et la stabilité de la croissance mondiale devrait permettre d'obtenir des performances décentes grâce aux bénéfices et aux dividendes.

Il n'y a donc pas de raisons évidentes de modifier radicalement les portefeuilles. L'augmentation des revenus des obligations est un thème qui continue de faire son chemin. L'histoire séculaire de la technologie se poursuit. Il existe des opportunités de valeur sur les marchés d'actions en dehors des Etats-Unis. Selon les prévisions du FMI, l'écart de croissance entre les Etats-Unis et l'Europe devrait se réduire, ce qui renforce l'attrait relatif des actions européennes. Les arguments en faveur d'une vision plus positive des marchés émergents sont également plus solides que depuis un certain temps, étant donné l'amélioration des conditions macroéconomiques et les progrès réalisés par un certain nombre d'emprunteurs souverains dans la limitation de leur dette et la mise en œuvre de réformes structurelles.

La fin du cycle n'est pas encore arrivée. Les principaux risques découlent de l'incertitude politique, mais celle-ci ne suffit pas à elle seule à adopter une attitude nettement plus défensive. Une exposition choisie aux opportunités de revenus et de croissance, sur des marchés soutenus par une économie mondiale résiliente, devrait rester le principal moteur de l'activité d'investissement pour le reste de l'année.

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

Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2023		2024*		2025*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
Monde	3.2	3.2		3.1		
Economies avancées	1.7	1.4		1.4		
Etats-Unis	2.5	2.3	2.3	1.6	1.8	
Zone euro	0.6	0.6	0.7	1.1	1.5	
Allemagne	0.0	0.1	0.2	0.9	1.5	
France	1.1	0.9	0.9	1.0	1.3	
Italie	1.0	0.7	0.8	0.7	1.2	
Espagne	2.5	2.5	2.1	2.1	1.9	
Japon	1.9	0.6	0.3	1.1	1.0	
Royaume-Uni	0.3	1.1	0.6	1.1	1.2	
Suisse	0.8	1.2	1.3	1.3	1.5	
Canada	1.1	1.2	1.0	1.7	1.9	
Economies émergentes	4.2	4.2		4.1		
Chine	5.2	5.0	5.0	4.2	4.4	
Asie (à l'exclusion Chine)	5.3	5.3		5.3		
Inde	7.7	6.8	6.8	6.5	6.7	
Corée du Sud	1.4	2.5	2.5	2.6	2.2	
Indonésie	5.0	5.1	5.0	5.1	5.1	
LatAm	2.3	2.0		2.5		
Brésil	2.9	2.2	2.0	1.9	2.0	
Mexique	3.2	2.2	2.1	1.4	2.2	
Europe émergente	3.0	3.1		2.7		
Russie	3.6	3.2	3.1	1.5	1.1	
Pologne	0.2	2.8	2.9	3.5	3.4	
Turquie	4.3	3.0	3.3	3.6	3.2	
Autre EMs	2.4	3.0		3.9		

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 23 juillet 2024

* Prévisions

Inflation IPC (%)	2023		2024*		2025*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
Economies avancées	4.7	2.7		2.3		
Etats-Unis	4.1	3.1	3.2	2.5	2.3	
EMU	5.5	2.5	2.4	2.1	2.1	
Chine	0.2	0.6	0.6	1.6	1.9	
Japon	3.3	2.5	2.6	1.9	1.5	
Royaume-Uni	7.3	2.4	2.6	1.8	2.0	
Suisse	2.1	1.3	1.3	1.3	1.3	
Canada	3.9	2.6	2.5	2.6	2.0	

Source : Datastream, FMI, Bloomberg et Recherche Macro AXA IM – Au 23 juillet 2024

* 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	3T-24	4T-24	1T-25	2T-25	3T-25	4T-25
Etats-Unis - Fed	Dates		30-31 juil 17-18 sept	6-7 nov 17-18 déc	janv mars	avr juin	août sep	nov déc
	Taux	5,50	-0,25 (5,25)	-0,25 (5,00)	-0,25 (4,75)	-0,00 (4,75)	-0,25 (4,50)	-0,00 (4,50)
Zone euro - BCE	Dates		12 sept	17 oct 12 déc	30 jan 6 mar	17 avr 5 juin	24 juin 11 sep	30 oct 18 sep
	Taux	3,75	-0,25 (3,50)	-0,25 (3,25)	-0,25 (3,00)	-0,25 (2,75)	-0,00 (2,75)	-0,00 (2,75)
Japon - BoJ	Dates		30-31 juil 19-20 sept	30-31 oct 18-19 déc	janv mars	avr juin	août sep	nov déc
	Taux	0 - 0,1	+0,10 (0,1-0,2)	+0,10 (0,2-0,3)	+0,10 (0,3-0,4)	+0,10 (0,4-0,5)	+0,0 (0,4-0,5)	+0,00 (0,4-0,5)
Royaume-Uni - BoE	Dates		1 août 19 sept	7 nov 19 déc	6 fév 20 mar	8 mai 19 juin	7 août 18 sep	6 nov 18 déc
	Taux	5,25	-0,25 (5,00)	-0,25 (4,75)	-0,25 (4,50)	-0,25 (4,25)	-0,25 (4,00)	-0,25 (3,75)
Canada - BoC	Dates		24 juil 4 sept	23 oct 11 déc	janv mars	avr juin	août sep	nov déc
	Taux	4,75	-0,25 (4,50)	-0,25 (4,25)	-0,25 (4,00)	-0,25 (3,75)	-0,00 (3,75)	-0,00 (3,75)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 23 juillet 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