



Perspectives 2022-2023
**Normalisation
graduelle**

1^{er} décembre 2021

Par l'équipe Core Investment
Recherche Macroéconomique

Chris Iggo – AXA IM Core Investments CIO

Perspectives d'investissement – Composer avec de (modestes) hausses de taux

Par Chris Iggo

Points clés

- La COVID restera un problème pour les marchés
- L'inflation est toutefois un sujet plus préoccupant
- Les hausses modestes de taux d'intérêt doivent être intégrées dans les perspectives d'investissement
- Cependant, beaucoup d'éléments sont déjà pris en compte par le marché
- Si les mouvements sont conformes aux attentes, les pertes sur le marché obligataire ne devraient pas être trop importantes
- Les marchés actions peuvent faire face à des taux légèrement plus élevés tant que les bénéficiers continuent de croître

L'inflation attire l'attention sur les faibles taux obligataires

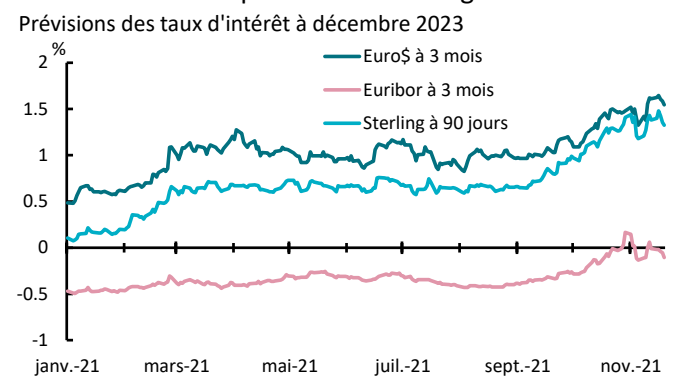
Deux ans après l'apparition de la COVID-19, la pandémie reste l'une des principales préoccupations des investisseurs. Elle continue d'avoir la capacité de perturber l'offre et la demande, ce qui se traduit par des épisodes de risque accru sur les marchés financiers, soulevant des questions sur la capacité de l'économie mondiale à maintenir son rythme de reprise. Cela déclenche alors l'achat d'actifs supposés sûrs, et engendre des mouvements contre-intuitifs sur les taux obligataires.

L'année à venir devrait voir le marché continuer à se comporter de la sorte. Mais même si la COVID restera un problème, l'augmentation des niveaux d'inflation dans le monde sera probablement la préoccupation principale. Les décideurs politiques ont fait face à l'impact potentiel de la COVID sur l'économie mondiale en réduisant agressivement les taux d'intérêt et en relâchant les contraintes budgétaires. Cela a d'abord soutenu, puis stimulé la croissance économique et cela s'est traduit par des valorisations plus élevées des actifs. Les effets de la lutte contre l'inflation ne seront pas aussi bénins. Les banques centrales ont essayé d'augmenter l'inflation ces dernières années – qui restait obstinément inférieure à leur objectif - et sont maintenant confrontées à la possibilité de devoir la réduire. Pour ce faire, les taux d'intérêt devront augmenter dans plusieurs économies, entraînant des conséquences très différentes sur les rendements des marchés obligataires et des actions, ainsi que sur la croissance économique.

Au cours du second semestre de 2021, les marchés ont intégré une probabilité accrue de hausse des taux d'intérêt. L'augmentation rapide de l'inflation a alimenté ces attentes et a permis, aux marchés de se souvenir que le taux d'intérêt restait l'outil principale de politique monétaire des banques centrales. À l'horizon 2022, les investisseurs doivent se pencher sur un certain nombre de questions concernant la trajectoire

probable de l'inflation, la nécessité pour les banques centrales d'en faire plus que ce qui est déjà prévu, et la manière dont les portefeuilles doivent être adaptés pour se couvrir contre une éventuelle dégradation. Dans ce scénario, on retrouverait une inflation encore plus élevée, un resserrement plus agressif des politiques monétaires et une dégradation ultérieure des perspectives de croissance.

Exhibit 1: Les anticipations de taux augmentent



Source : Bloomberg et AXA IM Research, 19 novembre 2021

Notre scénario central sur l'inflation, décrit dans les Perspectives 2022, est cohérent avec la valorisation actuelle sur les marchés obligataires. Jusqu'à présent, cela a empêché une hausse significative des rendements à long terme, ce qui a permis aux marchés d'actions de dégager une solide progression. Pourtant, plusieurs grandes banques centrales pourraient commencer à relever leurs taux directeurs au cours de l'année prochaine. L'ère de la politique monétaire ultra accommodante semble toucher à sa fin.

À l'approche du changement d'orientation de la politique monétaire au niveau mondial, il est important d'envisager différents scénarios et leur impact sur les différentes attentes de rendement des classes d'actifs. Un choc négatif sur les obligations, puis sur les actions, ne se produirait que s'il apparaissait que les banques centrales modifient leur vision des taux d'équilibre à long terme. Si les nouvelles données poussent la Réserve fédérale à admettre que son taux directeur final n'est pas de 2,5%, mais quelque chose de plus élevé, les rendements obligataires à long terme et, surtout, les taux réels pourraient dépasser considérablement les niveaux observés sur le marché au cours des deux dernières années. Cela compromettrait la croissance et la dynamique des bénéficiers. Les rendements négatifs des obligations seraient rapidement suivis de corrections importantes sur les marchés d'actions. Dans les années 1980, c'est la baisse inattendue de l'inflation qui a fait grimper les rendements réels. Le risque existe que la situation inverse se produise en 2022-2023. Toutefois, pour l'instant, cela reste un risque plutôt qu'un scénario central. L'inflation sera probablement transitoire, même si des niveaux élevés pourraient persister en 2022. Un retour à la spirale

salaires-prix aux États-Unis et dans d'autres grandes économies nous paraît être une hypothèse extrême. Si nous avons raison sur ce point, les marchés obligataires peuvent s'accommoder d'un léger resserrement tant que l'inflation semble reculer. Une hausse des taux d'environ 100 points de base ne serait pas cataclysmique pour les investisseurs en actions, qui ont été récompensés pour leur exposition à une classe d'actifs dont les gains ont été très élevés. Une légère hausse des taux et un léger ralentissement de la croissance des bénéficiaires dans le secteur des actions ne sont pas synonymes de marchés baissiers. La poursuite de la reprise, l'innovation en matière de changement climatique et la réorientation des chaînes d'approvisionnement devraient constituer des forces positives pour les investisseurs en actions pendant un certain temps.

Cependant, une certaine préférence pour les actifs à risque faible dans les portefeuilles n'est pas une mauvaise chose. Les obligations basées sur l'inflation ont dépassé l'inflation réelle au cours de ce cycle et devraient continuer à le faire en 2022. D'autres actifs à revenu fixe seront en difficulté, mais même dans ce cas, une gestion active de la durée et des expositions au crédit peut offrir des rendements positifs aux investisseurs. Il convient de garder à l'esprit qu'il est très rare d'obtenir deux années consécutives de rendements négatifs sur les marchés des obligations d'État dans les pays avancés. Les prévisions de taux obligataires nettement plus élevés se sont avérées fausses par le passé – elles pourraient l'être à nouveau. En ce qui concerne les actions, les entreprises ayant un effet de levier moindre, un fort pouvoir de fixation des prix et des gammes de produits innovants prospéreront.

Les taux d'intérêt très bas et l'assouplissement quantitatif des banques centrales sont la norme depuis la crise financière de 2008-2009. Alors que l'économie mondiale sort de la pandémie, l'approche des banquiers centraux reste graduelle. Nous verrons moins d'achats d'obligations et une normalisation très progressive des taux. De nombreux commentateurs des marchés financiers ont trop facilement fait le lien entre une politique monétaire souple et des signes d'excès sur les marchés financiers. Pourtant, pour être très pessimiste sur les marchés, il faudrait croire aux enchaînements suivants : les taux sans risque augmenteraient à mesure que les interventions des banques centrales s'atténuent ; entraînant des effets de rééquilibrage dans les portefeuilles, et poussant les investisseurs à délaisser les actifs à risque au profit des obligations d'État tandis que les primes de risque augmenteraient dans le crédit et les actions pour refléter des perspectives économiques plus incertaines dans un monde où les banques centrales seraient moins actives. En résumé, si le soutien monétaire est supprimé trop rapidement, le cycle économique se raccourcit car le resserrement des conditions à court et moyen terme entraîne un ralentissement

de la croissance. Ce raisonnement dépend étroitement de l'inflation. Il faudra un certain temps pour vraiment comprendre l'impact de la pandémie sur les tendances économiques mondiales – perturbations de l'offre, changements potentiels à long terme des chaînes d'approvisionnement, mais également sur les marchés du travail et la politique budgétaire. Pour l'instant, les banques centrales font preuve de prudence et préfèrent attendre des preuves d'effets secondaires persistants, ou autrement dit que la période de faible inflation qui dure depuis des décennies touche à sa fin. Dans l'intervalle, les investisseurs devraient encore bénéficier de rendements décents, car les entreprises continuent de réagir à des forces structurelles telles que la numérisation et la transition énergétique.

Sur ce dernier point, la progression vers la décarbonation déterminera de plus en plus l'allocation des capitaux et les opportunités d'investissement. Les investisseurs jouent un rôle clé par le biais de décisions d'allocation d'actifs, en s'engageant auprès des entreprises sur des plans de transition, et en soutenant les nouvelles technologies et les modèles d'entreprise qui sont bien notés sous les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Les prix de l'énergie ont augmenté au cours du second semestre 2021 – une raison essentielle pour laquelle l'inflation générale a également augmenté – et pourtant, il n'y a pas eu encore de tarification du carbone au niveau mondial, ce qui pourrait pousser les prix de l'énergie encore plus haut. Lorsque cela arrivera, et cela arrivera, l'économie penchera fortement en faveur de l'énergie produite à partir de sources renouvelables, ce qui permettra rapidement aux activités en amont d'en profiter. Les investisseurs auront l'occasion de profiter de la croissance qui en découlera.

Les augmentations de prix seront un élément nécessaire de la transition énergétique, mais elles n'entraîneront pas nécessairement des taux d'intérêt plus élevés et une plus grande volatilité macroéconomique. En 2022, les investisseurs seront très attentifs au pic de l'inflation et à de possibles effets de second tour. Le scénario positif est que l'inflation atteindra un pic et que la flexibilité de l'économie mondiale, toujours très interconnectée, permettra d'ancrer à nouveau les attentes d'inflation à des niveaux en phase avec les objectifs des banques centrales. La distinction entre ajustements relatifs et généraux des prix dans ce contexte d'internalisation du carbone devrait continuer à offrir aux banques centrales une large marge de manœuvre pour remplir leurs mandats en matière de niveau d'inflation. Toutefois, lorsqu'il y a de nombreux ajustements relatifs des prix en même temps, cela peut créer un ajustement général – c'est-à-dire de l'inflation – et cela pourrait à moyen terme remettre en question la confiance des investisseurs.

[Lien vers le document complet de nos Perspectives macroéconomiques 2022 \(en anglais\)](#)

Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2020	2021*		2022*		2023*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Monde	-3.2	5.7		4.2		3.6	
Economies avancées	-5.0	5.0		3.8		2.4	
Etats-Unis	-3.4	5.5	5.7	3.5	4.1	2.7	-
Zone euro	-6.7	5.0	5.1	3.9	4.4	2.1	-
Allemagne	-4.9	2.6	2.8	3.5	4.4	1.9	-
France	-8.0	6.7	6.1	3.6	3.8	2.0	-
Italie	-8.9	6.2	5.9	3.7	4.3	1.9	-
Espagne	-10.8	4.3	5.6	5.5	6.1	3.0	-
Japon	-4.9	1.9	2.3	3.5	3.0	1.6	-
Royaume-Uni	-10.0	6.9	6.9	5.2	5.1	2.3	-
Suisse	-2.5	3.5	3.4	3.0	3.1	1.6	-
Canada	-5.3	4.9	5.1	3.5	4.1	2.6	-
Economies émergentes	-2.0	6.2		4.4		4.3	
Asie	-0.8	6.8		5.1		5.1	
Chine	2.3	7.9	8.2	5.0	5.5	5.3	-
Corée du Sud	-0.9	4.0	4.1	2.6	3.2	2.1	-
Reste de l'Asie émergente	-4.6	5.8		5.5		5.3	
LatAm	-7.1	6.2		2.6		2.5	
Brésil	-4.1	5.1	5.0	1.2	1.7	2.0	-
Mexique	-8.5	6.0	6.1	2.6	2.8	2.2	-
Europe émergente	-2.1	5.9		3.8		2.8	
Russie	-3.0	4.5	4.2	3.2	2.5	2.0	-
Pologne	-2.7	5.1	5.2	5.0	5.1	3.6	-
Turquie	1.8	9.5	8.7	3.6	3.6	3.0	-
Autre EMs	-2.4	4.2		4.1		3.9	

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 30 novembre 2021

* Prévisions

Inflation IPC (%)	2020	2021*		2022*		2023*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Economies avancées	0.7	3.1		2.9		2.1	
Etats-Unis	1.2	4.7	4.4	4.1	3.4	2.9	-
Zone euro	0.3	2.4	2.3	2.1	2.0	1.6	-
Japon	0.0	-0.2	-0.2	0.7	0.5	0.6	-
Royaume-Uni	0.9	2.4	2.3	3.8	3.3	1.9	-
Suisse	-0.7	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	-
Canada	0.7	3.4	3.1	3.1	2.7	2.3	-

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 30 novembre 2021

* Prévisions

Politique des banques centrales						
Dates de réunions et prévisions de révisions (taux en % / QE en Mds)						
		Actuel	4T -21	1T -22	2T -22	3T -22
Etats-Unis - Fed	Dates		2-3 nov	25-26 janv	3-4 mai	26-27 juil
	Taux	0-0,25	14-15 déc	15-16 mars	14-15 juin	20-21 sept
			inch (0-0,25)	inch (0-0,25)	inch (0-0,25)	inch (0-0,25)
Zone euro - BCE	Dates		28 oct	20 janv	14 avril	21 juil
	Taux	-0,50	16 déc	10 mars	9 juin	8 sept
			inch (-0,50)	inch (-0,50)	inch (-0,50)	inch (-0,50)
Japon - BoJ	Dates		27-28 nov	17-18 janv	27-28 avril	20-21 juil
	Taux	-0,10	16-17 déc	17-18 mars	16-17 juin	21-22 sept
			inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)
Royaume-Uni - BoE	Dates		4 nov	3 fév	5 mai	4 août
	Taux	0,10	16 déc	7 mars	16 juin	15 sept
			+0,15 (0,25)	inch (0,25)	+0,25 (0,50)	inch (0,50)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 30 novembre 2021

Calendrier des événements 2022

2021	Dates	Evènements	Commentaires	
Novembre	27-28 nov.	Réunion Banque du Japon	Inchangé (0,10)	
	Début déc.	Plafond de la dette américaine		
	Déc.	Chine : Congrès pour discuter de l'agenda économique et financier		
	3 déc.	Etats-Unis : renégociation du plafond de la dette américaine		
	14-15 déc.	Réunion Réserve Fédérale	Inchangé (0-0,25)	
	Décembre	15 déc.	Date butoir identifiée par J. Yellen sur le plafond de la dette	
		16 déc.	Réunion BCE	Inchangé (-0,5)
		16 déc.	Réunion Banque d'Angleterre	Inchangé (0,1)
16-17 déc.		Réunion Banque du Japon	Inchangé (-0,1)	
31 déc.		Quotation LIBOR abandonnée		
2022	Dates	Evènements	Commentaires	
	Q3-Q4 2022	Référendum Constitutionnel au Chili		
Janvier	Janv.	Election Présidentielle – Italie		
	1 janv.	UE-RU : l'UE applique la règle d'origine sur les produits		
	20 janv.	Réunion BCE	Inchangé (-0,5)	
	25-26 janv.	Réunion Réserve Fédérale	Inchangé (0-0,25)	
	Février	Fév.	Réunion Banque d'Angleterre (BoE)	Inchangé (0,1)
6 fév.		Elections générales aux Costa Rica		
Mars	Mars	Réunion Réserve Fédérale	Inchangé (0-0,25)	
	Mars	Congrès national annuel du peuple chinois		
	9 mars	Elections présidentielles en Corée du Sud		
	13 mars	Elections législatives colombiennes		
	31 mars	Fin de l'allègement des taux d'imposition des entreprises au R-U		
	31 mars	Fin de la TVA réduite pour l'hôtellerie et le tourisme au Royaume-Uni		
Avril	6 avr.	R-U : les cotisations à l'assurance nationale augmentent de 1,25%		
	6 avr.	R-U : augmentation de l'impôt sur les dividendes de 1,25ppt		
	6 avr.	R-U : début de la super-déductibilité pour les investissements		
	10 & 24 avr.	Elections présidentielles françaises		
Mai	Mai	Elections générales aux Philippines		
	5 mai	R-U : élections en Ecosse, Pays de Galles, et Irlande du Nord ; élections locales en Angleterre		
	29 mai	Elections présidentielles en Colombie		
Juin	12 & 19 juin	Elections législatives françaises		
Juillet	1 Juil.	R-U : reprise des contrôles frontaliers sur les importations de l'UE		
Août	Août	Etats-Unis : Symposium Jackson Hole		
Octobre	Oct.	20ème Congrès National du Parti communiste chinois - Président Xi devrait être réélu		
	2 oct.	Elections générales brésiliennes		
Novembre	8 nov.	Elections de mi-mandat aux Etats-Unis		

Notre recherche est disponible sur internet: <http://www.axa-im.com/en/insights>



Insights Hub

The latest market and investment insights, research and expert views at your fingertips

www.axa-im.com/insights

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

© AXA Investment Managers 2021

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