

Trop beau pour être vrai ?

Croissance mondiale dynamique, inflation modeste et politiques monétaires accommodantes

- Nous sommes dans une situation macroéconomique très favorable avec une forte croissance mondiale, une inflation modeste et des politiques monétaires accommodantes. Le pic de croissance mondiale est même peut-être à venir, et non derrière nous.
- Même si le flux des achats d'actifs des banques centrales a diminué, le pic de l'assouplissement quantitatif (QE) mondial est toujours devant nous. La régulation financière post-2008 renforce la « chasse au rendement » et la diversification, comme l'illustre l'exemple des assureurs européens.
- Nous estimons que les risques sont limités à court terme, les investisseurs se concentrant sur la Réserve Fédérale américaine (Fed), le stimulus budgétaire américain et la politique européenne en décembre. Malgré une consolidation ces dernières semaines, que nous interprétons principalement comme une prise de bénéfices (ce qui n'est pas inhabituel à cette période de l'année), nous restons confiants sur la surpondération des actifs sensibles à la croissance.

Contexte macroéconomique au zénith

Les marchés financiers jouissent d'une conjoncture macroéconomique idéale avec l'inverse de la « stagflation » : une croissance vigoureuse (bien qu'elle reste décevante par rapport aux années 2000, la croissance du PIB est nettement supérieure à nos estimations de croissance potentielle dans la plupart des régions et continuera de l'être) et une inflation faible, cette dernière (combinée à la sortie de la déflation) permettant aux banques centrales (à l'exception de la Banque d'Angleterre (BoE) face à une inflation de 3% et des craintes de ralentissement structurel) de maintenir leur politique accommodante avec un resserrement progressif¹. Le PIB mondial devrait encore accélérer en 2018 avec un pic de croissance à 3,8% (après 3,7% en 2017), reflétant une forte expansion aux États-Unis et une amélioration dans plusieurs marchés émergents, notamment le Brésil et l'Inde. Le pic séquentiel de la croissance pourrait même être à venir et non derrière nous : les enquêtes de conjoncture auprès des entreprises comme des ménages sont en effet à des plus hauts depuis dix ans, aux États-Unis comme en zone euro, signalant une croissance encore plus forte à venir. En outre, alors que l'assouplissement des conditions financières s'estompe, les moteurs habituels du cycle économique prennent le relais : la reprise du commerce mondial, en premier lieu, peut s'avérer un facteur favorable compensateur. De plus, le moteur endogène est à l'œuvre : l'amélioration passée des marchés du travail alimente directement le pouvoir d'achat des ménages et stimule aussi indirectement la consommation grâce à une confiance renouvelée et à un besoin réduit d'épargne de précaution.

Dans le détail, notre optimisme est également soutenu aux États-Unis par l'avancée vers une réforme fiscale avec un taux d'imposition des sociétés réduit à 20% (contre 39% aujourd'hui), des réductions d'impôts pour les ménages et un programme de rapatriement des bénéfices. Le stimulus budgétaire restera limité (environ 0,25pp du PIB) mais la dynamique économique est forte avec une croissance du PIB autour de 3% annualisée aux trimestres précédent et courant, beaucoup plus élevée qu'il y a un an. De plus, les conditions financières accommodantes et une inflation modérée soutiennent l'économie américaine et nous révisons notre prévision de croissance pour 2017 à 2,3% et anticipons 2,5% l'année prochaine (consensus à respectivement 2,2% et 2,4%). Bien sûr, une variable clé sera l'accélération des salaires aux États-Unis, dont nous attendons qu'elle se matérialise compte tenu d'un marché du travail déjà tendu (même en considérant des indicateurs plus larges que le taux de chômage) et des signes de pénuries de main-d'œuvre. Mais nous n'attendons qu'une amélioration progressive. Au total, notre prévision d'inflation (qui prend également en compte le regain de « pricing power » des entreprises et notre anticipation d'une

¹ Page, D., ["Bank of England to hike due to weak supply outlook"](#), AXA IM R&IS Insights, 26 octobre 2017

reprise cyclique des anticipations d'inflation) est en ligne avec celle de la Fed²; et avec le renouvellement progressif du Comité de politique monétaire américain (FOMC), nous prévoyons que la Fed suivra ses dots avec trois hausses l'année prochaine, après sa hausse attendue en décembre.

Dans le même temps, la croissance en zone euro continue de surprendre positivement. Même en ayant été régulièrement au-dessus du consensus, le flux de données nous a poussés à réviser à la hausse nos prévisions. Nous nous attendons donc à un cycle long et persistant, au vu du climat des affaires qui se maintient à son niveau le plus haut depuis dix ans dans la plupart des pays de la zone et étant donné le dynamisme du marché de l'emploi avec le chômage qui poursuit son déclin, de 12% à son pic de mi-2013 à moins de 9% aujourd'hui. La tendance devrait se poursuivre. Nous prévoyons une croissance stable à +2,3% en 2018 (0,4 point au-dessus du consensus). L'inflation en zone euro, qui a déçu récemment (l'inflation sous-jacente a diminué à +0,9% en octobre), ne devrait progresser que lentement³ car (i) l'amélioration du marché du travail est moins bonne que ne laisse l'entendre le chômage, (ii) la pente de la courbe de Philips est faible (mais supérieure à zéro) et (iii) les anticipations d'inflation des agents (entreprises et ménages) ont diminué avec l'inflation observée et devraient peser sur la dynamique des prix dans les trimestres à venir. La réunion de la Banque Centrale Européenne (BCE) d'octobre a donné de la visibilité, avec l'annonce d'une extension du QE jusqu'au moins septembre 2018. Par la suite, la BCE devrait s'efforcer de donner des orientations concernant les taux d'intérêts, qui devraient rester stables jusqu'au moins mi-2019 (et ce malgré les désaccords naissants au sein de la BCE).

Même le Japon pourrait sortir de la déflation. En effet, l'indice des prix a progressé de +0,6% (bien qu'une partie de cette hausse puisse être temporaire) et l'inflation sous-jacente progresse (lentement). A l'instar d'autres économies avancées, le Japon est dans une « stagflation inversée » : faible inflation (sans risque de déflation cependant), une croissance solide (pour les standards japonais, c'est-à-dire au-dessus de 1%) et un chômage historiquement bas (à 2,8%, du jamais vu depuis 1993). Cette embellie économique, combinée à une hausse limitée des taux d'intérêts mondiaux, devrait conforter la Banque du Japon (BoJ) dans son « tapering discret », une expression que n'apprécie pas le Comité de Politique Monétaire : au Japon comme aux Etats-Unis ou en zone euro, une meilleure dynamique macroéconomique plaide pour une réduction du soutien monétaire – taux plus élevés pour la Fed, moins de QE pour la BCE et moins d'assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE) pour la BoJ – tout en maintenant une position accommodante.

La recherche de rendement continue

Dans l'ensemble, bien que la Réserve Fédérale continuera son resserrement monétaire graduel, le QE mondial devrait culminer en 2018 avec les achats de la BCE et la BoJ compensant la réduction du bilan de la Fed. Cela devrait limiter la hausse des taux d'intérêts longs et ce au moins jusqu'à la mi-2018 selon nous. La régulation devrait aussi aller dans ce sens, en continuant de contraindre l'allocation d'actifs des assureurs européens, comme nous le présentons dans notre thème du mois. La diversification s'est notamment faite en intégrant de la prime de risque de crédit *via* les produits de taux non-européens, principalement sur le marché du crédit américain ainsi qu'en prenant de la prime d'illiquidité à travers les placements privés et les actifs illiquides (immobilier, dette d'infrastructure, prêts...). Nous notons que l'investissement dans les pays émergents est peut-être surestimé en raison des charges de capital imposées par la régulation, mais que les investissements illiquides devraient continuer de progresser : nous nous attendons à ce que ces changements de régulation et leur impact sur les investisseurs institutionnels persistent. Conclusion : la recherche de rendement se poursuit.

Qu'est ce qui pourrait venir gâcher la fête ?

Grâce au nombre de ses Etats membres, la politique européenne ne dort jamais. En Allemagne, les négociations en vue d'une coalition « jamaïcaine » ont échoué. Trois scénarios sont désormais possibles : le plus probable est une Grande Coalition avec le parti SPD⁴ de centre gauche, mais de nouvelles élections ou la formation d'un gouvernement minoritaire sont aussi envisageables. Aucun de ces cas de figure n'apparaît défavorable du point de vue de l'Europe cependant, puisque la Chancelière Merkel pourra toujours s'appuyer sur le SPD pour avancer sur l'agenda européen au Bundestag.

Décembre verra aussi des élections régionales en Catalogne, avec la possibilité d'un retour des inquiétudes, voire des tensions. Enfin, le sommet européen des 14 et 15 décembre sera une étape importante des négociations sur le Brexit. En cas d'absence de progrès, une accélération des désinvestissements des entreprises hors du Royaume Uni apparaît plausible. Même en cas d'avancée de

² Page, D., "[Leaving subdued US inflation behind](#)", AXA IM Research, 13 octobre 2017.

³ Clavel L. and Baltora J., "[Eurozone inflation: Attractive with patience](#)", AXA IM Research, 6 octobre 2017.

⁴ Parti Social-Démocrate d'Allemagne

dernière minute, la trajectoire de moyen terme pour le pays semble très incertaine et un gouvernement britannique fragilisé pourrait réserver de nouvelles surprises.

Plus fondamentalement, l'optimisme ambiant pourrait être dissipé si l'économie américaine venait à décevoir – si le cycle est plus avancé que prévu ou que les discussions sur la réforme fiscale et l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) s'enveniment. L'inflation présente aussi un risque à la hausse (de plus en plus présent dans nos discussions avec les clients). Le niveau élevé d'endettement des entreprises aux Etats-Unis et en Chine sont aussi des éléments d'inquiétude légitimes.

Des prises de profit, nous maintenons le cap

En termes d'allocation tactique, le scénario économique décrit ci-dessus nous laisse confiants à court terme et nous maintenons le cap de la surpondération en actifs de croissance. Après une forte performance, les actifs risqués ont connu une petite correction sur le mois écoulé, que nous interprétons essentiellement comme des prises de profits, développement normal à cette période de l'année. Nous gardons nos convictions inchangées : surpondération des actions hors Etats-Unis, surpondération du *High Yield* européen et position longue sur le dollar américain. Les récentes hausses de notation de l'Italie et du Portugal, couplées aux annonces de la BCE, ont renforcé le sentiment favorable sur les périphériques.

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

ALLOCATION D'ACTIFS RECOMMANDEE

Allocation d'actifs

Principales classe d'actifs

Actions			Positive
Obligations	Négative		
Matières premières		Neutre	
Liquidité		Neutre	

Actions

Marchés développés

Zone euro			Positive
Royaume-Uni		Neutre	
Suisse		Neutre	
Etats-Unis	Négative		
Japon		Neutre	
Monde			Positive

Marchés émergents et diversification

Marchés émergents			Positive
Banques zone euro			Positive

Obligations

Obligations d'Etat

Cœur zone euro	Négative		
Périphérie zone euro		Neutre	
Royaume-Uni		Neutre	
Etats-Unis	Négative		

Inflation

Etats-Unis			Positive
Zone euro		Neutre	

Crédit

IG euro	Négative		
IG américain	Négative		
HY euro			Positive
HY américain		Neutre	

Dette émergente

Courte duration			Positive
-----------------	--	--	----------

Légendes

Négative

Neutre

Positive

Dernier changement

▲ Hausse

▼ Baisse

Source : Recherche AXA IM – Au 29 novembre 2017

RESUME DES PREVISIONS

Croissance du PIB réel (%)	2016	2017*		2018*		2019*	
		Consensus		Consensus		Consensus	
Monde	3.2	3.7		3.8		3.7	
Economies avancées	1.7	2.2		2.2		1.9	
Etats-Unis	1.6	2.3	2.2	2.5	2.5	2.1	2.0
Zone euro	1.7	2.3	2.2	2.3	1.9	1.8	1.6
Allemagne	1.9	2.5	2.0	2.4	2.0	1.8	1.6
France	1.2	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
Italie	1.0	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1	1.2
Espagne	3.2	3.1	3.1	2.7	2.5	2.2	2.2
Japon	0.7	1.4	1.6	1.0	1.3	1.0	0.7
Royaume-Uni	2.0	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.6
Suisse	1.3	1.0	0.9	1.5	1.8	1.5	1.6
Economies émergentes	4.3	4.7		4.9		4.9	
Asie	6.4	6.5		6.4		6.4	
Chine	6.7	6.8	6.8	6.5	6.4	6.3	6.2
Reste de l'Asie émergente	6.1	6.2		6.4		6.5	
LatAm	-0.9	1.2		2.2		2.5	
Brésil	-3.6	1.0	0.8	2.4	2.4	2.3	2.5
Mexique	2.3	2.0	2.2	2.1	2.3	2.1	2.4
Europe émergente	1.6	3.4		2.8		2.6	
Russie	-0.2	1.9	1.7	1.9	1.8	1.8	1.8
Pologne	2.6	4.3	4.1	3.7	3.5	3.5	3.5
Turquie	3.2	5.5	5.0	3.8	3.6	3.2	3.9
Autre EMs	4.4	2.8		3.6		3.7	

Source : Consensus Economics, FMI et Recherche AXA IM – au 29 novembre 2017

Inflation IPC (%)	2016*	2017*		2018*		2019*	
		Consensus		Consensus		Consensus	
Economies avancées	0.8	1.6		1.7		2.0	
Etats-Unis	1.3	2.1	2.1	2.2	2.1	2.4	2.2
Zone euro	0.2	1.4	1.5	1.4	1.3	1.9	1.6
Japon	-0.1	0.3	0.4	0.6	0.7	0.9	1.1
Royaume-Uni	0.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.2	2.1
Suisse	-0.4	0.2	0.5	0.6	0.7	0.6	1.0
Autres économies avancées	1.1	1.6		1.7		1.9	

Source : Consensus Economics, FMI et Recherche AXA IM – au 29 novembre 2017

ANTICIPATIONS DES BANQUES CENTRALES

Politique des banques centrales : dates de réunions et prévisions de révisions

	Actuel	déc.-17	janv.-18	févr.-18	mar.-18	avr.-18	mai-18
Etats-Unis - Fed	Date	12-13	30-31	--	20-21	--	1er-2
	Taux (pdb) / QE	1.00 - 1.25	+25pdb	unch	--	+25pdb	--
Zone euro - BCE	Date	14	25	--	8	26	--
	Taux (pdb) / QE	60Mds à fin 2017	unch	QE 30Mds	--	--	--
Japon - BoJ	Date	20-21	22-23	--	8-9	26-27	--
	Taux (pdb) / QE	-0.1 / 80tn (JGBs)	unch	unch	--	--	unch
Royaume-Uni - BoE	Date	14	--	8	22	--	10
	Taux (pdb) / QE	0,25	unch	--	unch	--	unch

Source : Datastream et Recherche AXA IM – Au 29 novembre 2017

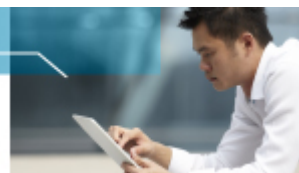
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

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



AXA IM
Insight

Nos dernières publications



AVERTISSEMENT

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. Il 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. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, nous attirons votre attention sur le fait que l'évolution effective des variables économiques et des valorisations des marchés financiers pourrait s'écarter significativement des indications (projections, estimations, anticipations et hypothèses) qui vous sont communiquées dans ce document. En outre, du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document peuvent n'être que partielles. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et AXA Investment Managers n'est pas tenu de les mettre à jour systématiquement.

Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques, et de marché. La responsabilité d'AXA Investment Managers ne saurait être engagée du fait des informations contenues dans ce document et notamment par une prise de décision de quelque nature que ce soit sur la base de ces informations. L'ensemble des graphiques du présent document, sauf mention contraire, ont été établis à la date de publication de ce document.

En outre, compte tenu du caractère subjectif des analyses et jugements précités, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement utilisées ou suivies par les équipes de gestion d'AXA IM ou de ses affiliés qui agissent en fonction de leurs propres convictions et dans le respect de l'indépendance des fonctions au sein de la Société.

Les destinataires de ce document s'engagent à ce que l'utilisation des informations y figurant soit limitée à la seule évaluation de leur intérêt propre en considération des stratégies visées. Toute reproduction partielle ou totale des informations ou du document est soumise à une autorisation préalable expresse de la Société.

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 2017