

# Perspectives économiques et financières 2017

Le retour des taux

14 mars 2017

## Perspectives 2017 : le retour des taux... et de l'incertitude

---

### Le retour de l'inflation...

- ▶ Dans l'ensemble, le rebond de l'inflation va se poursuivre en ligne avec le cycle économique
- ▶ Une relance budgétaire aux États-Unis stimulera la croissance économique alors que la capacité de production est limitée, d'où la tendance des marchés à croire en la "reflation"
- ▶ Ailleurs, l'inflation est à la traîne mais pourrait accélérer

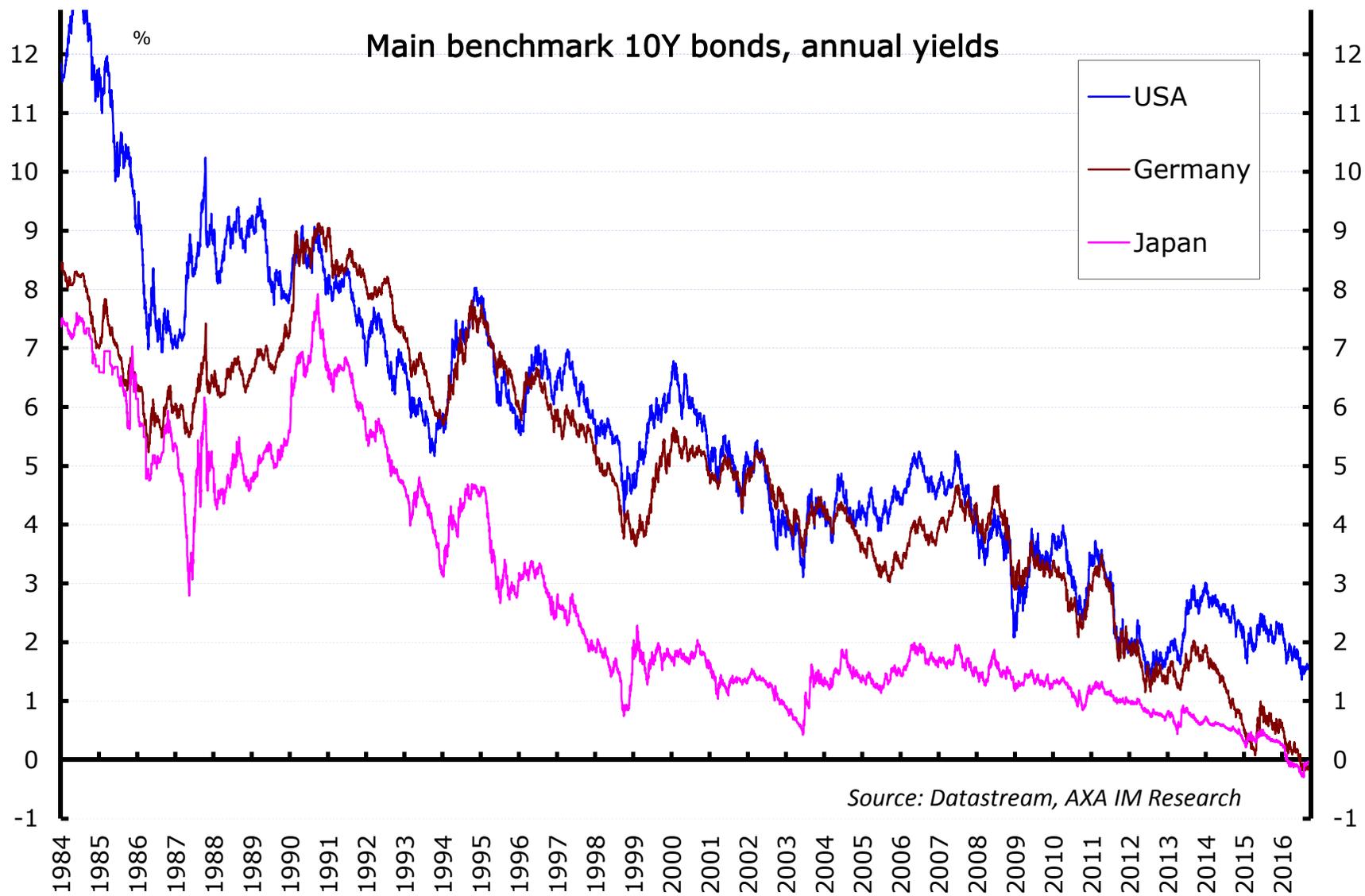
### ... entraîne une hausse des taux d'intérêt et des spreads

- ▶ Les banques centrales changent de régime, en s'éloignant des politiques monétaires toujours plus accommodantes, mais à différents rythmes
- ▶ Fed : 3 à 4 hausses de taux par an
- ▶ BCE : réduction du QE

### ... L'incertitude jette une ombre

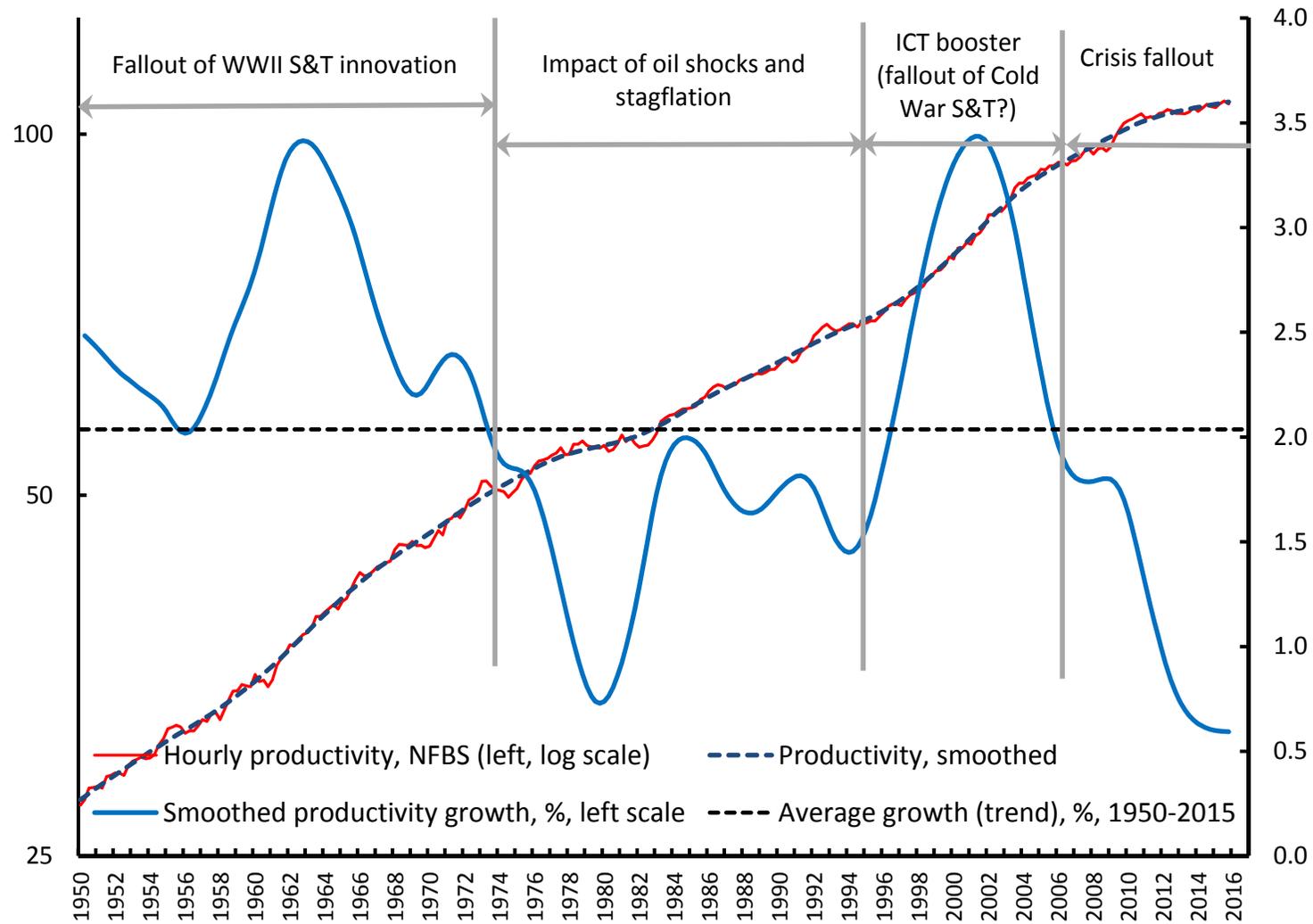
- ▶ Soutien budgétaire, politique commerciale et dérégulation financière : grande incertitude sur la politique US
- ▶ Politique : les marchés s'interrogent sur la France et l'Italie
- ▶ Marchés émergents : prenez garde aux États-Unis

# 30 ans de baisse des taux : vieillissement, inégalités, mondialisation



# Disparition des gains de productivité

US: Hourly productivity, non-farm business sector (100 = 2009)



Source: US BEA, AXA IM Research

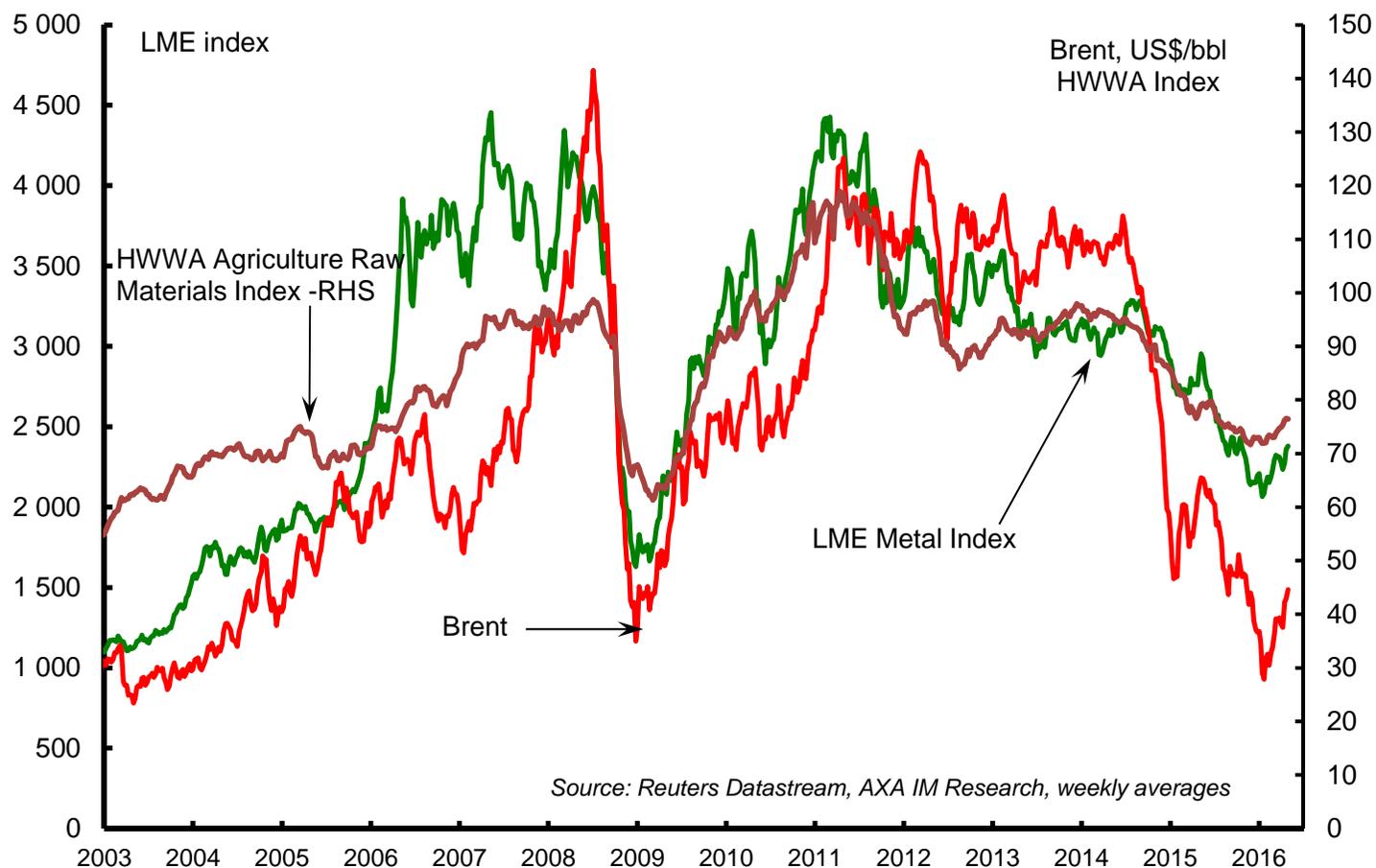
Taux bas – de l'offre à la demande

## Prix des matières premières : surcapacités et chute de la demande

Les prix des 3 grandes familles de matières premières (énergie, métaux, agriculture) ont fortement baissé jusqu'à début 2016

Cette simultanéité renvoie sans doute à un déficit de demande mondiale qui pèse sur l'inflation et donc les taux

Si la demande mondiale n'accélère pas, ce déficit se résorbera par un ralentissement de l'offre



Taux bas – causes du côté de la demande

## Un déficit de demande important et persistant

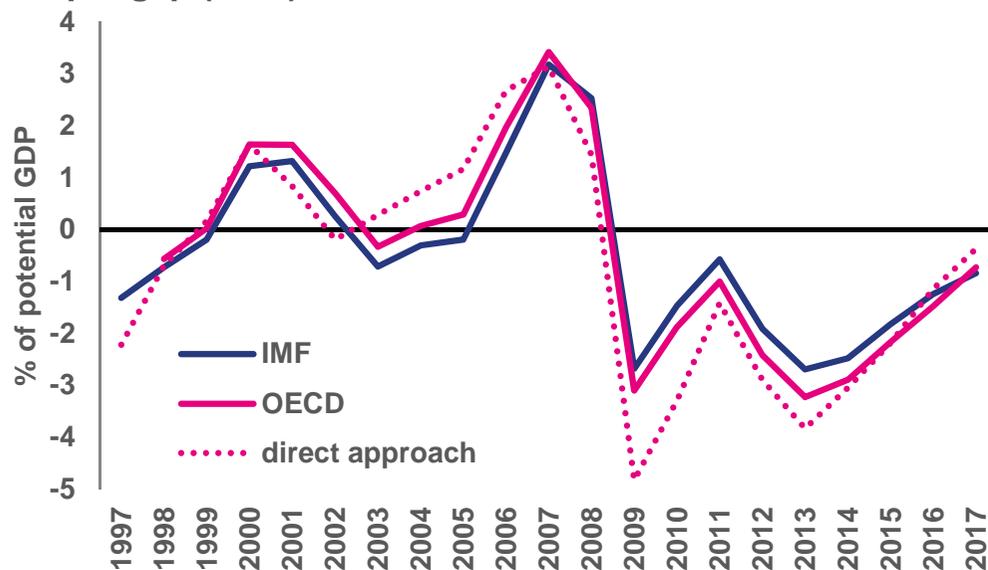
Le choc négatif de demande de 2008-2009 est le plus important en 80 ans

Avec une politique budgétaire pro-cyclique (austérité), ce déficit est resté persistant dans de nombreux pays de la zone euro

Les effets d'hystérèse de la crise signifient qu'une partie de la perte d'activité est permanente

Le déficit de demande a pesé sur l'inflation en zone euro

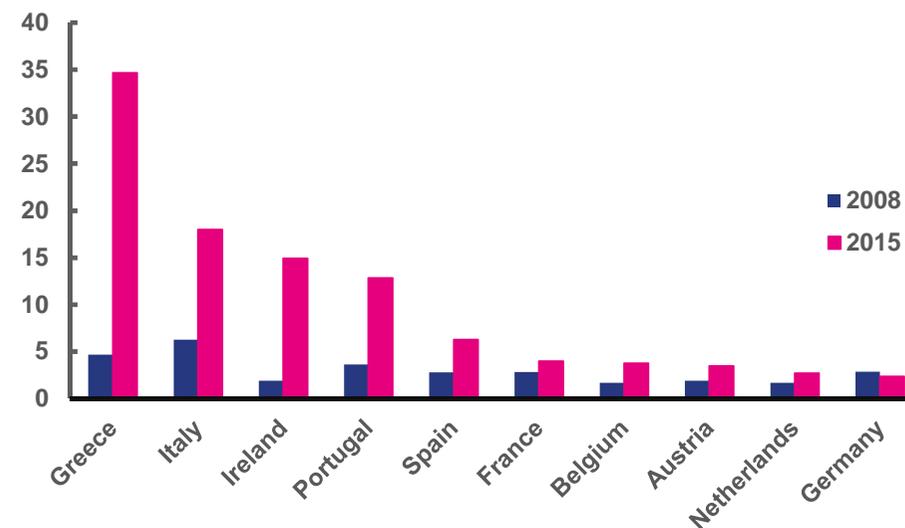
Output gap (EMU)



Source : FMI, OCDE et Recherche AXA IM

Les prêts non performants pèsent aussi

Euro-area banks' non-performing loans (% total loans)



Source : BCE et Recherche AXA IM

Taux bas – causes du côté de la demande

## La politique monétaire est une conséquence, pas une source de taux bas

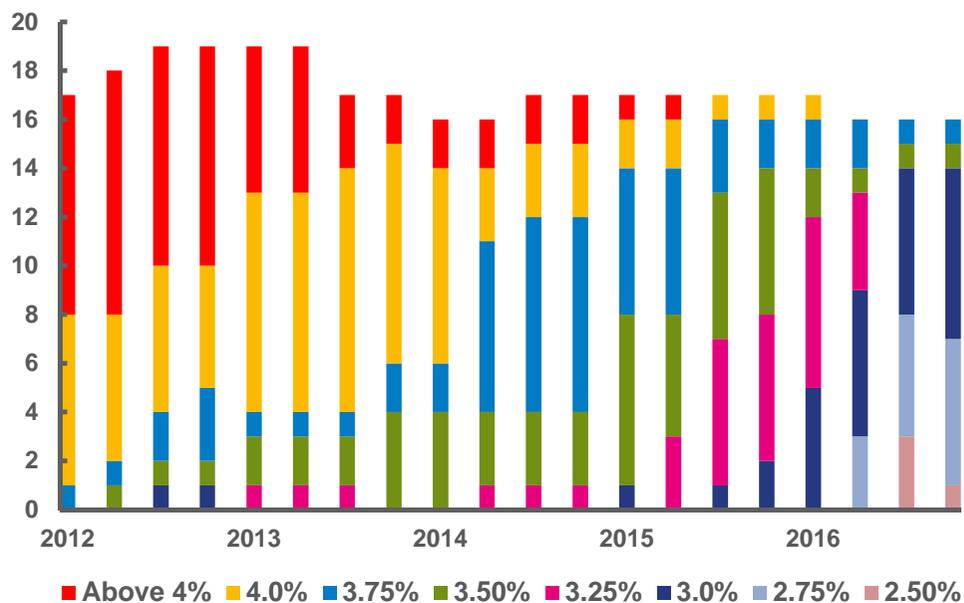
Face à une moindre croissance potentielle (nominale), les banques centrales ont progressivement réduit leur estimation du taux d'équilibre (taux neutre) et augmenté leur bilan

La probabilité de nouveaux QEs dans le futur étant plus élevée, la cible des taux longs a baissé encore davantage

### Une composante cyclique dans le taux de long terme

FOMC view on the terminal fed funds rate

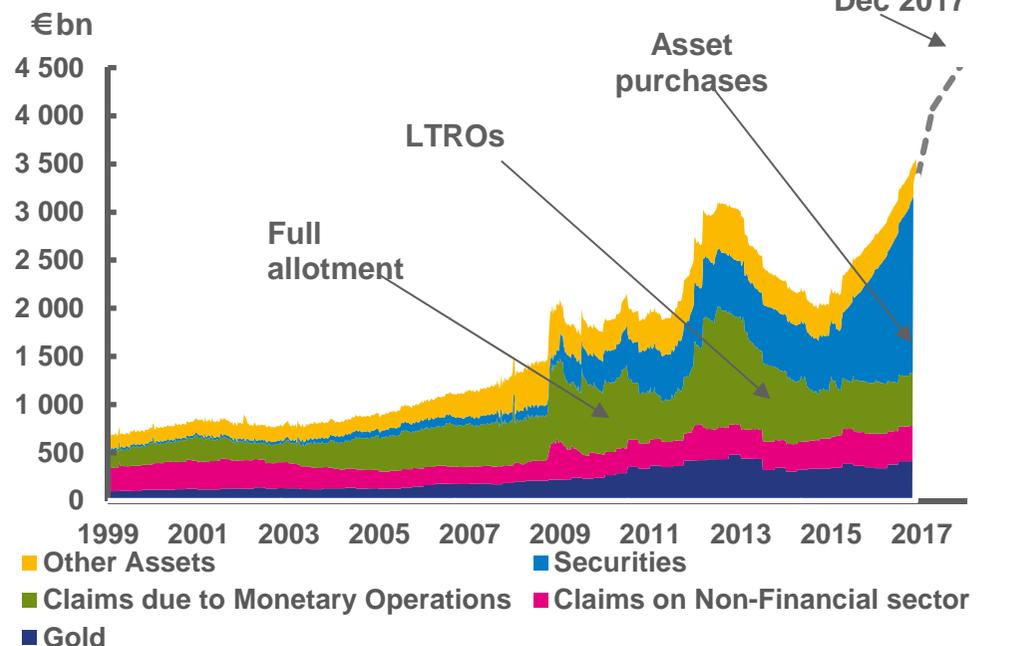
Number of votes



Source : FOMC et Recherche AXA IM

### Le QE : une réaction à la stagnation séculaire

ECB balance sheet



Source : BCE et Recherche AXA IM

## Soutenue par une modeste reprise

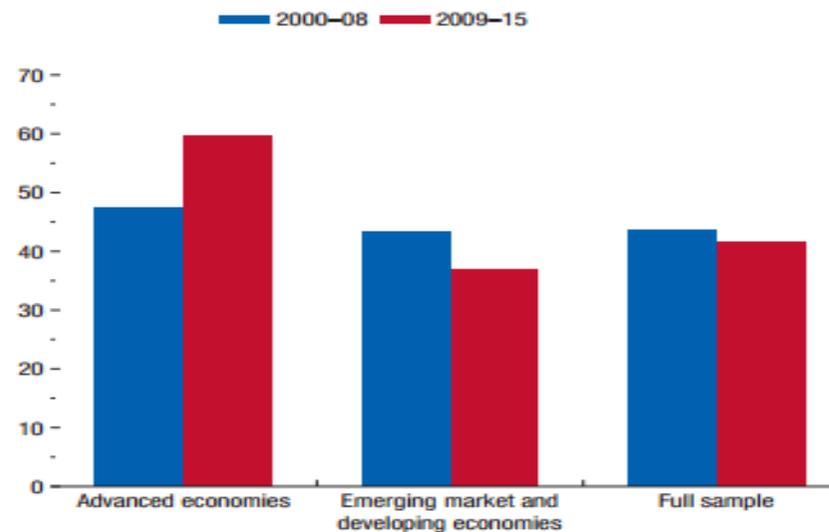
- L'inflation mondiale ayant dépassé 2%, les risques de déflation ou de stagflation ont diminué
- L'inflation est un phénomène mondial qui s'explique à 60% au moins par des tendances communes
- Les marchés émergents sont plus sensibles aux phénomènes domestiques que les marchés développés

### Remontée de l'inflation mondiale

#### Global inflation



### Les facteurs mondiaux ont davantage d'impact sur l'inflation des pays développés



Source: IMF staff calculations.

Note: The figure reports the share of variation in headline consumer price inflation explained by the first common factor based on a principal component analysis. The sample comprises 120 economies, including 31 advanced economies.

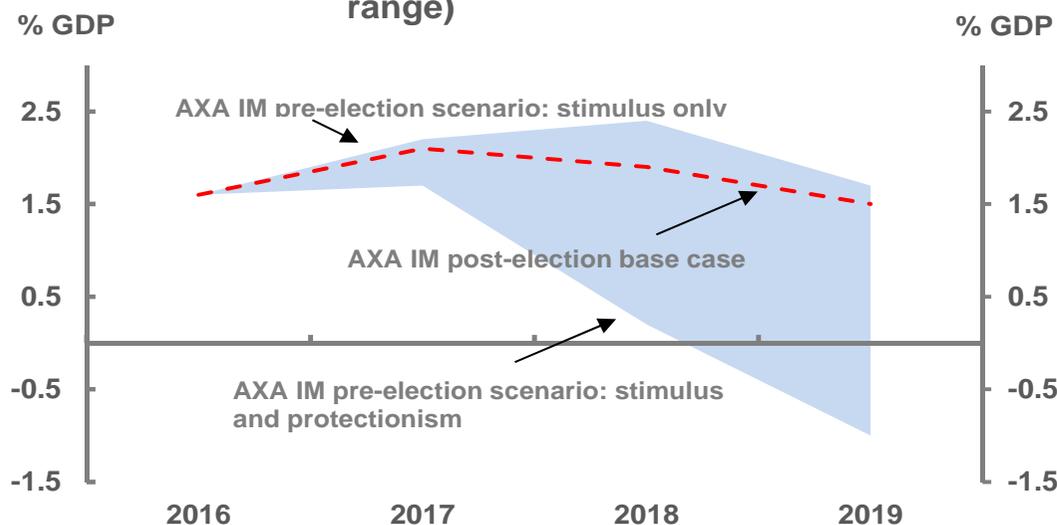
Sources : FMI, Datastream, Recherche AXA IM

## L'élection de Donald Trump a ravivé les anticipations d'inflation

- A l'issue de la victoire de Trump, trois points économiques majeurs laissent **les marchés croire en un plus fort soutien à la demande quand le cycle économique est à son pic...** mais les marchés ont choisi des **hypothèses décidément positives**
- Budget : peu de dépenses publiques, mais des réductions d'impôts
- La déréglementation financière : afin de soutenir le crédit aux ménages et aux PME
- Commerce extérieur : certains droits de douane ciblés seulement

### Accélération de la croissance du PIB américain

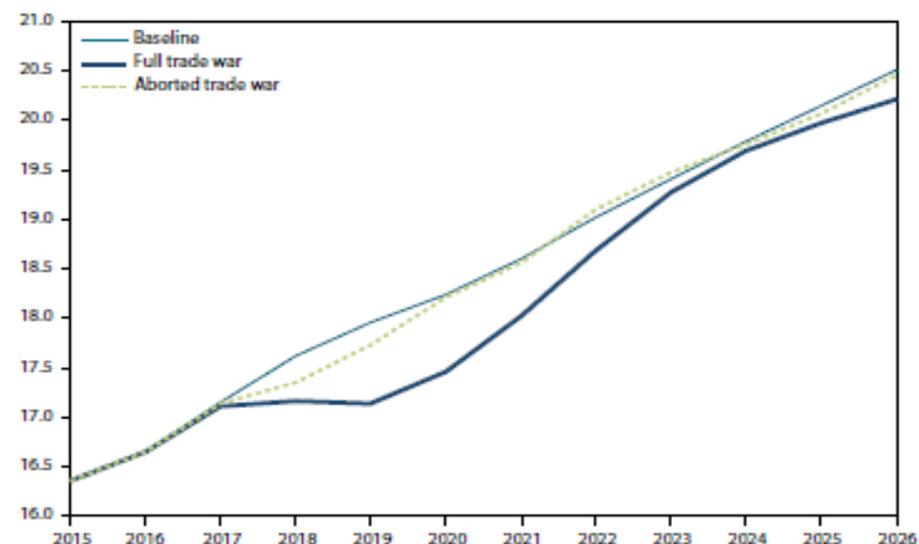
US growth outlook (with pre-election scenario range)



Source: Recherche AXA IM

### Le PIB américain souffrirait de protectionnisme

Projected US GDP under baseline, full trade war, and aborted trade war scenarios, 2015-26  
trillions of 2009 US dollars



Source : Peterson Institute

## Reflation significative des salaires aux États-Unis

- Le marché du travail américain devrait générer une pression sur les prix domestiques
- La nouvelle administration de Trump est susceptible de créer de l'inflation supplémentaire aux États-Unis sous l'effet des politiques budgétaire et commerciale
- La relance budgétaire devrait se concrétiser fin 2017 mais surtout en 2018, lorsque le cycle économique sera à son pic et poussera l'inflation à la hausse

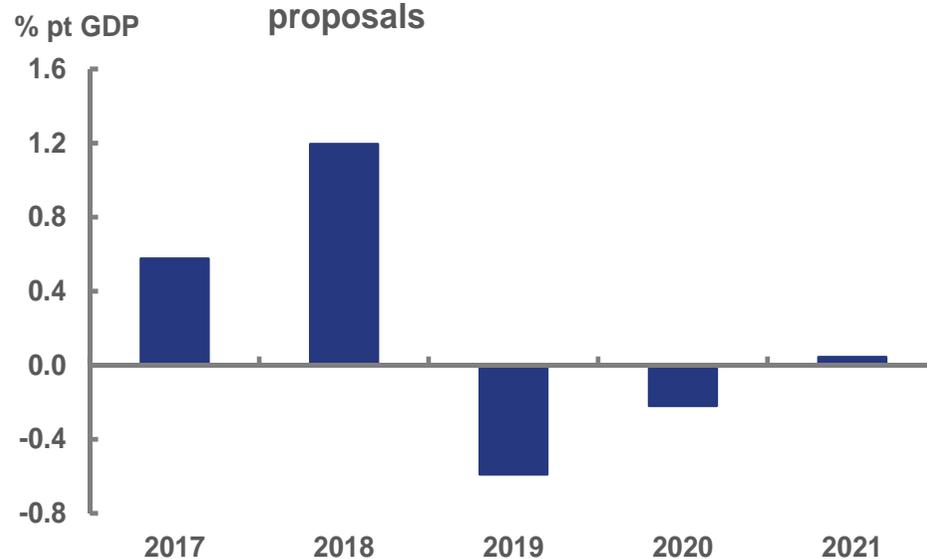
### Accélération des salaires réels

US Atlanta Fed wage tracker



### Politique budgétaire pro-cyclique en 2017-2018

Estimated growth stimulus of Trumps fiscal proposals



Source : Fed d'Atlanta, BLS, Bureau of Economic Analysis et Recherche AXA IM

Source : études fiscales, FRB et Recherche AXA IM

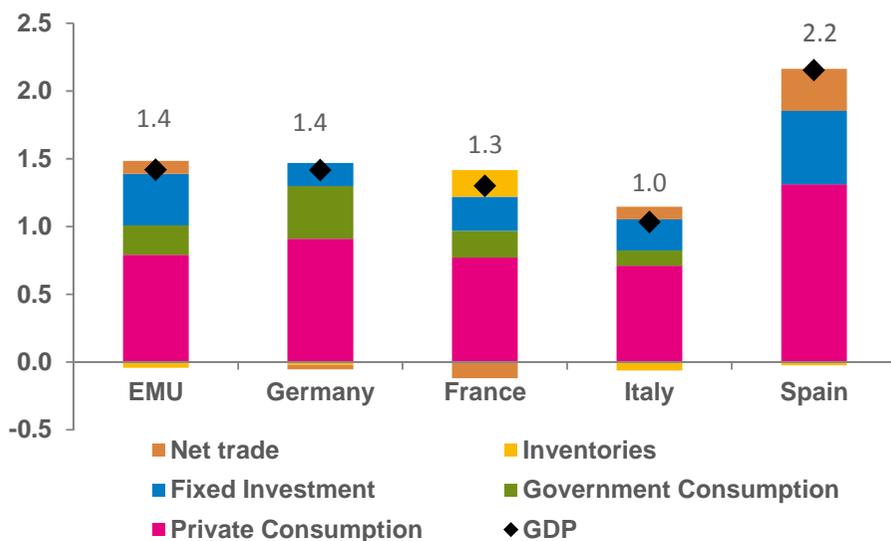
## 2017: une nouvelle année de modeste reprise

La croissance devrait rester modérée en 2017 en zone Euro (1,5%, après 1,6% en 2016) et équilibrée entre les pays

- La croissance sera essentiellement domestique avec la consommation comme principal contributeur.
- Assouplissement fiscal limité au sein des pays de la zone Euro (~0.1-0.2% du PIB).
- Seule l'Italie devrait bénéficier d'un assouplissement fiscal en 2017, L'Espagne devra consolider (0,5% du PIB), alors que la France et l'Allemagne seront à la neutralité.

Croissance du PIB équilibrée entre les pays de la zone Euro

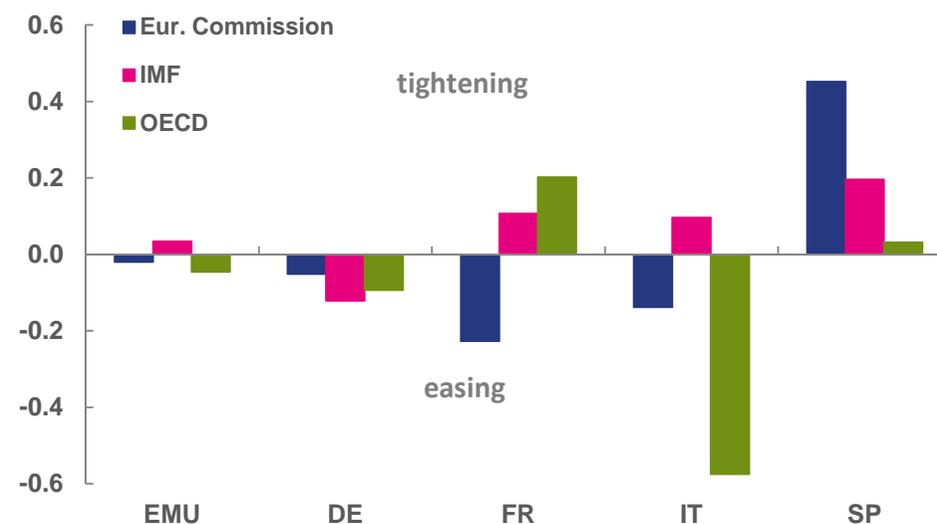
2017 GDP forecasts (%)



Source: Eurostat, AXA IM Research

Assouplissement fiscal limité en 2017

2017 fiscal stance (impulse in % of GDP)



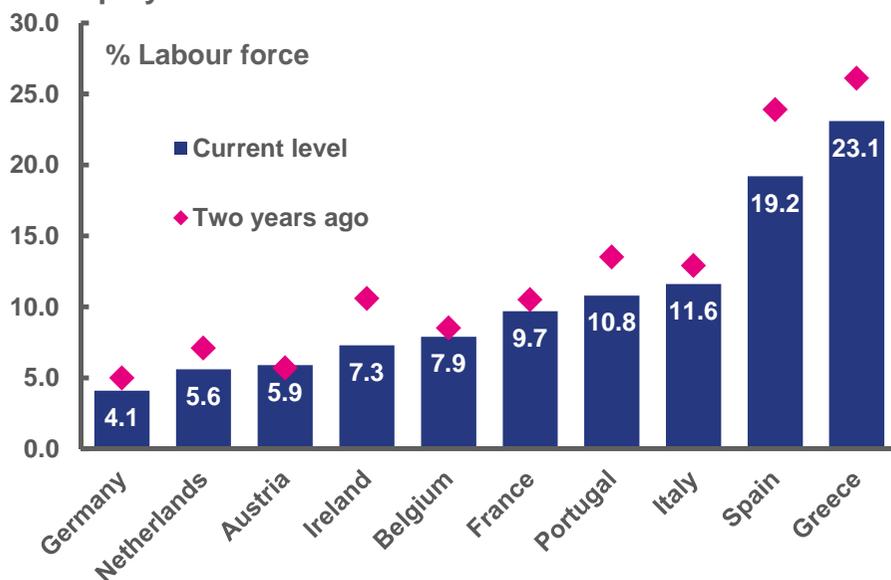
Source: European Commission, IMF, OECD, AXA IM Research

## Alors que l'inflation rebondit progressivement en zone euro

- L'ancrage des anticipations d'inflation a été ébranlé et commence seulement à rebondir
- Au-delà des effets de base liés à l'énergie au début de 2017, les déterminants de long-terme de l'inflation s'améliorent
- L'inflation en Allemagne est clé : les tensions sur le marché du travail et le rééquilibrage des revenus en faveur des ménages pourraient stimuler la consommation privée, alors que la dépense publique est soutenue par la politique d'immigration. Ces dynamiques pourraient contribuer à augmenter les tensions inflationnistes

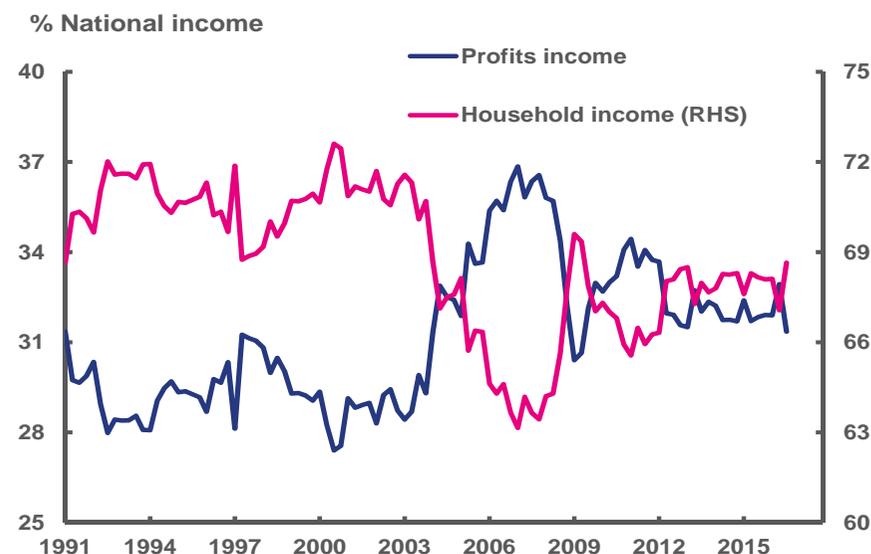
### Le marché du travail s'améliore en Europe

Unemployment rates in the euro area



### Rééquilibrage actuel en faveur des ménages

Distribution of income in Germany



Source : Datastream, Recherche AXA IM

Source : Destatis, Recherche AXA IM

## Vers une normalisation progressive

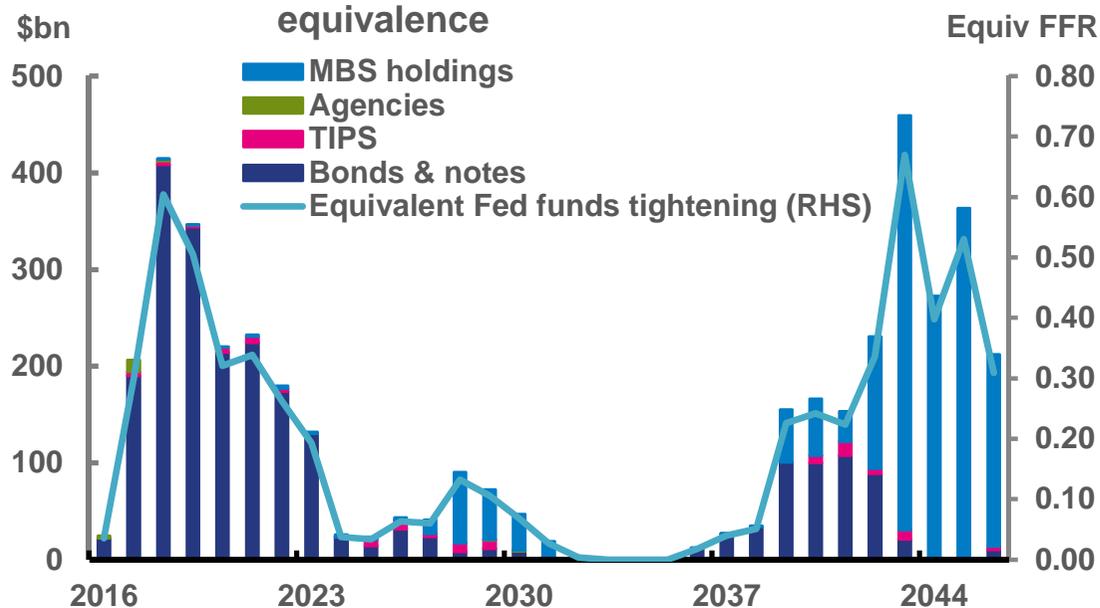
En 2015 et 2016, les marchés ne croyaient pas aux prévisions de normalisation de la Fed qui a dû progressivement convergé vers les anticipations de marché avec seulement une hausse (en décembre). En 2017, la Fed a réussi à bouger les marchés, avec une probabilité de hausse en mars passant de 34% à 92% en 2 semaines

Nous anticipons **3 à 4 hausses en 2017 et 4 de plus en 2018**. Avec des taux à 2.0-2.5% fin 2018, la question du bilan va devenir importante

“L’ajustement technique” de la BCE en décembre 2016 est le **début du tapering**

La prochaine question pour la Fed est le bilan

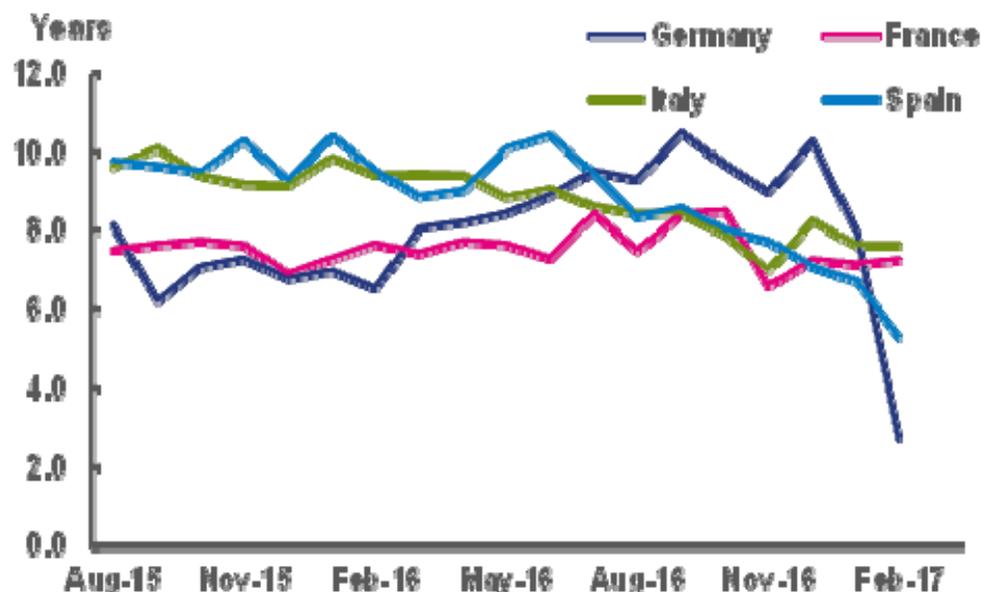
Fed balance sheet (Nov 16) and tightening equivalence



Source: FRBNY and AXA IM Research

Le QE baisse déjà en maturité... et en montant à partir d'avril

ECB PSPP programme: average maturity of new purchases



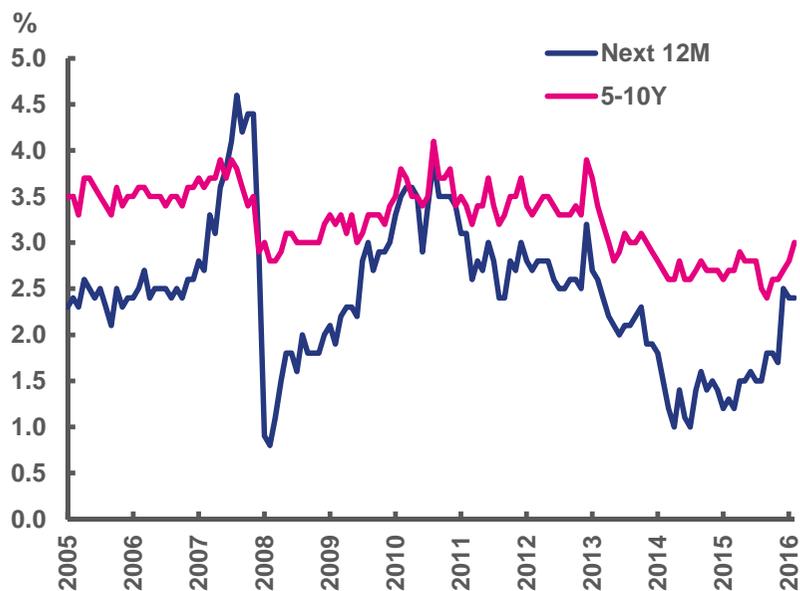
Source: ECB and AXA IM Research

## Les tensions inflationnistes au Royaume-Uni

- L'inflation au Royaume-Uni a augmenté au cours de l'année dernière, grâce à l'amélioration de l'activité économique et la croissance des salaires au-dessus de 2 %
- Deux facteurs vont continuer de pousser l'inflation à la hausse : l'effet de base sur le prix de l'énergie et la dépréciation de la livre sterling en cours depuis le référendum du Brexit (les prix à l'importation augmentent de plus de 10% par mois)
- Nous prévoyons que les pressions sur les prix vont continuer, avec une inflation en hausse de 0,7% en 2016 à 2,1 % en 2017 et 2,8 % en 2018. Cela est confirmé par la récente remontée des anticipations d'inflation

### Hausse des anticipations d'inflation

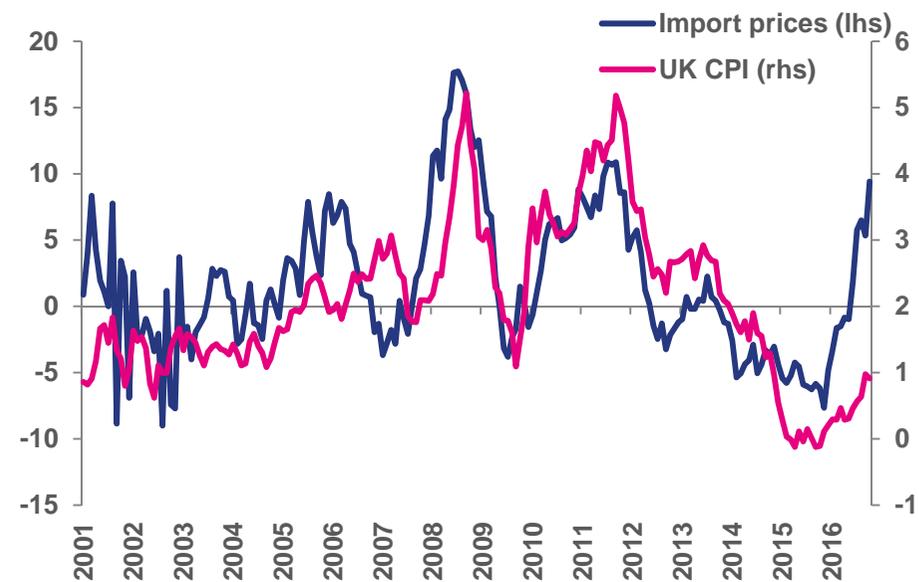
UK consumer inflation expectations



Source : Datastream, Recherche AXA IM

### La dépréciation de la livre sterling pousse le prix des importations à la hausse

UK import price growth versus CPI inflation (%yoy)



Source : Destatis, Recherche AXA IM

## Les anticipations d'inflation apportent déjà un premium plus élevé

- Le pessimisme excessif des anticipations d'inflation s'est corrigé aux États-Unis mais demeure dans la zone euro
- Notre analyse montre que l'inflation est bel et bien de retour
- Cette évolution devrait continuer à soutenir le retour de la prime d'inflation

### Les anticipations d'inflation ont retrouvé leur niveau de long-terme aux Etats-Unis, pas en zone euro

US 10Y inflation breakevens



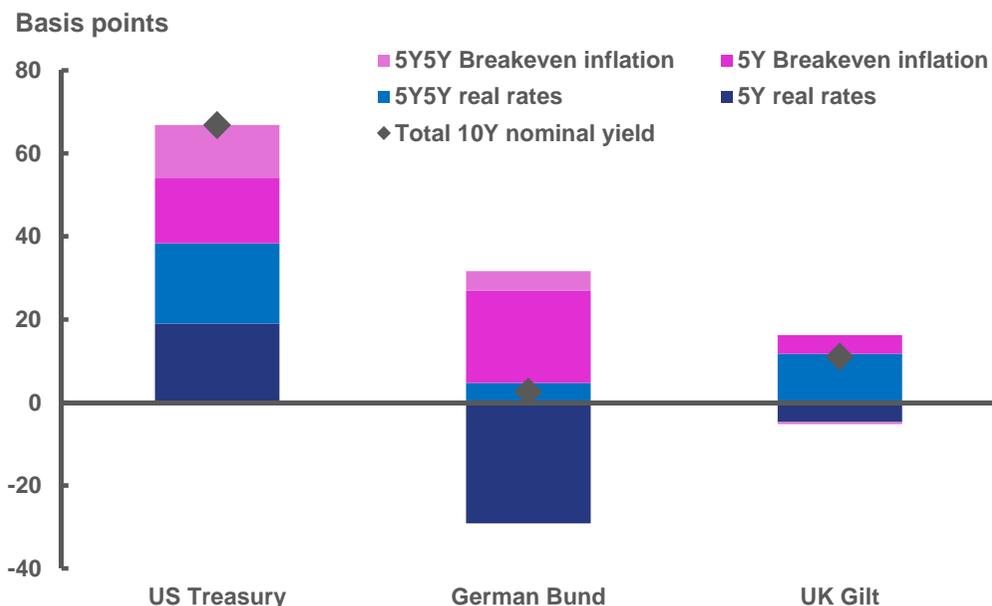
German 10Y inflation breakeven



Source: Bloomberg, Recherche AXA IM

### Répartition de la baisse des taux

Change in bond yields between 4 November and 30 December



Source: Bloomberg, Recherche AXA IM

## Allocation d'actifs : le retour des taux

---

### Nous restons prudents sur les conséquences de la hausse des taux

- ▶ Les taux augmentent, mais l'inflation également, donnant moins de rendement réel que nominal
- ▶ Deux piliers à l'investissement : la prudence demande de chercher la préservation du capital, la remontée lente des taux, une gestion plus active pour faire face à une diversification qui se complique

### Nos allocations d'actifs reflètent la hausse des taux d'intérêt dans un environnement (politique) très incertain

- ▶ Nous préférons les actions et le crédit aux obligations souveraines
- ▶ Au sein du FI, nous privilégions une duration courte et du « high yield » plutôt que les « investment grade » ; au sein des dettes souveraines, nous favorisons les obligations indexées sur l'inflation, les pays cœurs aux périphériques
- ▶ Pour les actions, nous préférons les Etats-Unis aux autres régions

### Dans cet environnement, privilégier des solutions agiles et alternatives reste très attractif

- ▶ Une gestion plus active peut permettre aux portefeuilles multi-classes d'actifs d'être moins sensibles à la remontée des taux, et plus protecteurs contre l'inflation
- ▶ L'immobilier permet de sélectionner des rendements attractifs même dans un environnement de taux haussiers, en préférant les bons fondamentaux aux investissements opportunistes
- ▶ Les « prêts » offrent des rendements équivalents au crédit, mais avec une volatilité et une sensibilité à la hausse des taux moins forte

# 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.

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.

*FTSE International Limited (« FTSE ») © FTSE [année]. FTSE® est une marque du London Stock Exchange Plc et de The Financial Times Limited qui ont concédé une licence à FTSE pour son utilisation. Tous droits relatifs aux indices FTSE sont la propriété de FTSE et/ou des concédants de sa licence. FTSE et les concédants de sa licence déclinent toute responsabilité en cas d'erreur ou d'omission concernant les indices FTSE ou les données sous-jacentes y afférant. Toute reproduction ou distribution des données FTSE est interdite, sauf consentement exprès et écrit de FTSE*

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 2016