

# La Macro et Omicron

## Edito Stratégie d'Investissement Mensuelle



**Gilles Moëc,**  
AXA Group Chief Economist,  
Head of AXA IM Research



**Chris Iggo,**  
AXA IM Chief Investment Officer,  
Core Investments

### Points clés

- Omicron semble être moins sévère, mais « booster les boosters » à lui seul peut ne pas suffire à préserver la capacité des systèmes de santé
- La Réserve Fédérale et la Banque Centrale Européenne ont un avis différent sur le risque d'inflation, et agissent en conséquence
- Des facteurs macroéconomiques et techniques ont stimulé les rendements du marché
- Les valorisations demeurent élevées et pourraient être remises en cause si l'inflation restait tendue
- Le niveau des rendements réels reste à surveiller en 2022 – nous attendons une légère hausse sur l'année

### Omicron au microscope

Nous espérions vraiment que pour le dernier éditorial avant la période des fêtes de 2021, nous n'aurions pas besoin d'évoquer à nouveau la pandémie. Malheureusement, l'émergence de la variante Omicron nous oblige à envisager un risque baissier pour notre scénario central pour 2022. Beaucoup de choses sont encore inconnues au moment où nous écrivons, mais certaines études quantifiées et sérieuses sont maintenant disponibles, nous permettant de tirer des conclusions provisoires sur l'impact possible sur l'économie mondiale.

L'Agence de sécurité sanitaire du Royaume-Uni a mené une étude sur 581 cas symptomatiques d'Omicron (sans indication de leur gravité). Deux doses d'Astra Zeneca n'offrent aucune protection statistiquement significative. Deux doses de Pfizer offrent une faible protection. Cependant, les boosters semblent fournir une protection décente, bien qu'inférieure à celle observée dans le cas du variant Delta. L'accélération du programme de rappel est la réponse logique. Cependant, avec une efficacité de 75%, même les rappels ne permettraient pas d'atteindre l'immunité collective (en supposant que les « hésitants au vaccin » puissent être convaincus). Cela ne suffit donc pas pour être rassuré. La gravité des symptômes en cas d'infection doit également être prise en compte.

Alors qu'Omicron se propage beaucoup plus rapidement que les versions précédentes du virus, jusqu'à présent en Afrique du Sud, il n'a pas déclenché d'augmentation significative du nombre de victimes. Cette observation empirique est maintenant étayée par une étude à grande échelle réalisée par la société d'assurance Discovery. Selon une analyse de 78 000 résultats de tests attribués à la variante par Discovery, la « gravité intrinsèque », c'est-à-dire la probabilité d'être

hospitalisé, d'Omicron est inférieure de 29% à celle de la première version en corrigeant des effets du statut vaccinal. Deux doses de Pfizer fourniraient une protection de 70% contre les hospitalisations – tandis que la protection de 30% contre les infections symptomatiques confirme le message des données britanniques. L'étude n'explore pas l'efficacité des rappels, mais la conclusion logique est que cela augmenterait encore plus le niveau de protection contre l'hospitalisation.

Il n'est donc pas surprenant que les gouvernements se concentrent sur l'accélération des programmes de rappel comme alternative aux restrictions de mobilité sévères. Au rythme observé la semaine dernière – qui a déjà été dépassé – il faudrait 2 à 2,5 mois pour obtenir une troisième dose pour 75% de la population en Europe. Cela prendrait beaucoup plus de temps aux États-Unis (> 6 mois).

En outre, cela ne traiterai pas de la fraction de la population qui a jusqu'à présent rejeté les vaccins. L'introduction de restrictions conditionnelles au statut vaccinal individuel semble avoir un impact sur l'adoption des premières doses en Allemagne – où un nombre important d'« hésitants à la vaccination » subsiste. Il faudra toutefois attendre la fin de 2022 pour que ces « nouveaux convertis » atteignent le meilleur niveau de protection.

Au total, la combinaison d'une vitesse de propagation élevée de la variante et d'un nombre encore important de personnes sans aucune protection peut signifier que, même avec une gravité plus faible, des mesures restrictives supplémentaires seront nécessaires dans les semaines à venir en tant que « coupe-circuit » pour préserver les systèmes de santé. Cela nuirait à la croissance du PIB cet hiver, même s'il s'agirait probablement d'une simple pause dans la trajectoire de reprise. Nous ne sommes pas revenus à la case départ dans la lutte contre la pandémie.

Dans cet environnement incertain, les banques centrales affichent des attitudes différentes. La Réserve Fédérale (Fed) a clairement « basculé », exprimant ses inquiétudes quant au fait que le pic d'inflation actuel ne s'enracine et ne soit maintenant le résultat du fonctionnement endogène de l'économie. L'accélération de la stratégie de sortie en tant que telle n'est pas une surprise, mais nous pensons que cela permettrait simplement à la Fed d'évoquer la *possibilité* d'une série de hausses à partir du début de 2022. Que le membre médian du Comité de politique monétaire fédéral (FOMC) s'attende désormais à trois hausses l'année prochaine suggère déjà que nous ne sommes plus dans le domaine du possible, mais dans le domaine de l'intention. Nous pensons que ces mouvements *hawkish*, malgré le risque Omicron, reflètent une conviction de la Fed que, comme lors des vagues précédentes, la tolérance au risque sanitaire serait élevée aux États-Unis et qu'un ralentissement significatif de l'activité économique pourrait être évité. Ce qui est rassurant, c'est que le marché continue de croire que ce resserrement monétaire précoce suffira à étouffer l'inflation dans l'œuf, de sorte que les taux d'intérêt à long terme restent bas. Nous pensons toutefois que le risque « d'en faire trop » est tangible aux États-Unis. Nous sommes frappés par le fait que les anticipations d'inflation à 10 ans soient à nouveau inférieures à l'objectif de la Fed. Il semble donc que le marché obligataire prenne en compte le risque d'un ralentissement trop marqué de l'économie.

La Banque Centrale Européenne (BCE) adopte l'approche inverse. Même si l'assouplissement quantitatif (QE) sera réduit en 2022, il est toujours clair que le Conseil des gouverneurs ne veut pas augmenter les taux directeurs avant 2023. Nous pensons que cela a du sens. Les conditions macroéconomiques des deux côtés de l'Atlantique sont très différentes. Dans la zone euro, l'inflation reste essentiellement un phénomène exogène et l'écart de production reste négatif. Contrairement aux États-Unis, il n'y a pas de demande excédentaire que la banque centrale pourrait se permettre de freiner afin de contenir l'inflation.

## Les valorisations pourraient-elles s'ajuster ?

L'inflation atteint des sommets inégalés depuis plusieurs décennies dans les économies développées. Les marchés ont anticipé le début d'un cycle de hausse des taux d'intérêt en 2022. Pourtant, les rendements obligataires à long terme restent faibles. Ils sont faibles par rapport aux taux d'inflation actuels et faibles par rapport à ce qu'ils étaient avant la pandémie de la COVID-19. Si les rendements obligataires ne peuvent pas augmenter en dépit d'une hausse de l'inflation et d'un resserrement monétaire, cela donne-t-il aux investisseurs le feu vert pour rester agressivement exposés aux actifs à risque sur les marchés du crédit et des actions ?

Avec nos équipes de gestion de portefeuille, nous évaluons régulièrement les perspectives de rendement au moyen d'un cadre prenant en compte les facteurs macroéconomiques, les valorisations, le climat de confiance des investisseurs et les facteurs techniques des marchés. Les tendances macroéconomiques ont été favorables, car l'environnement politique a permis une reprise rapide de la croissance et a soutenu les fondamentaux des entreprises. Cela s'est manifesté par une forte croissance des bénéfices par action sur les marchés d'actions et par de faibles taux de défaillance des entreprises. Un deuxième facteur important est d'ordre technique. Il est le plus évident sur les marchés obligataires, où les achats d'obligations par les banques centrales ont été une raison essentielle du maintien des rendements à un niveau aussi bas. Depuis des années, la prédominance des banques centrales a poussé les investisseurs en quête de rendement vers le crédit et le haut rendement, contribuant ainsi à contenir les coûts de financement des entreprises. Nous pouvons également voir comment la confiance a joué un rôle dans la conduite des marchés depuis 2020. L'élaboration et l'exécution des programmes de vaccination ont favorisé l'optimisme dans les perspectives des investisseurs et se sont traduites par une hausse des marchés boursiers à plusieurs reprises.

Tous ces moteurs positifs pour les marchés ont compressé le seul élément qui a continué de mettre les investisseurs mal à l'aise : les valorisations. À l'avenir, certains des autres moteurs seront moins favorables. La croissance restera positive, mais le dérivé de la croissance s'affaiblira – tant en termes de PIB que de bénéfices. Le support technique des obligations se détériorera également à mesure que la Réserve fédérale (Fed) réduira ses achats d'obligations. Le sentiment est déjà mis à mal par l'émergence du variant Omicron.

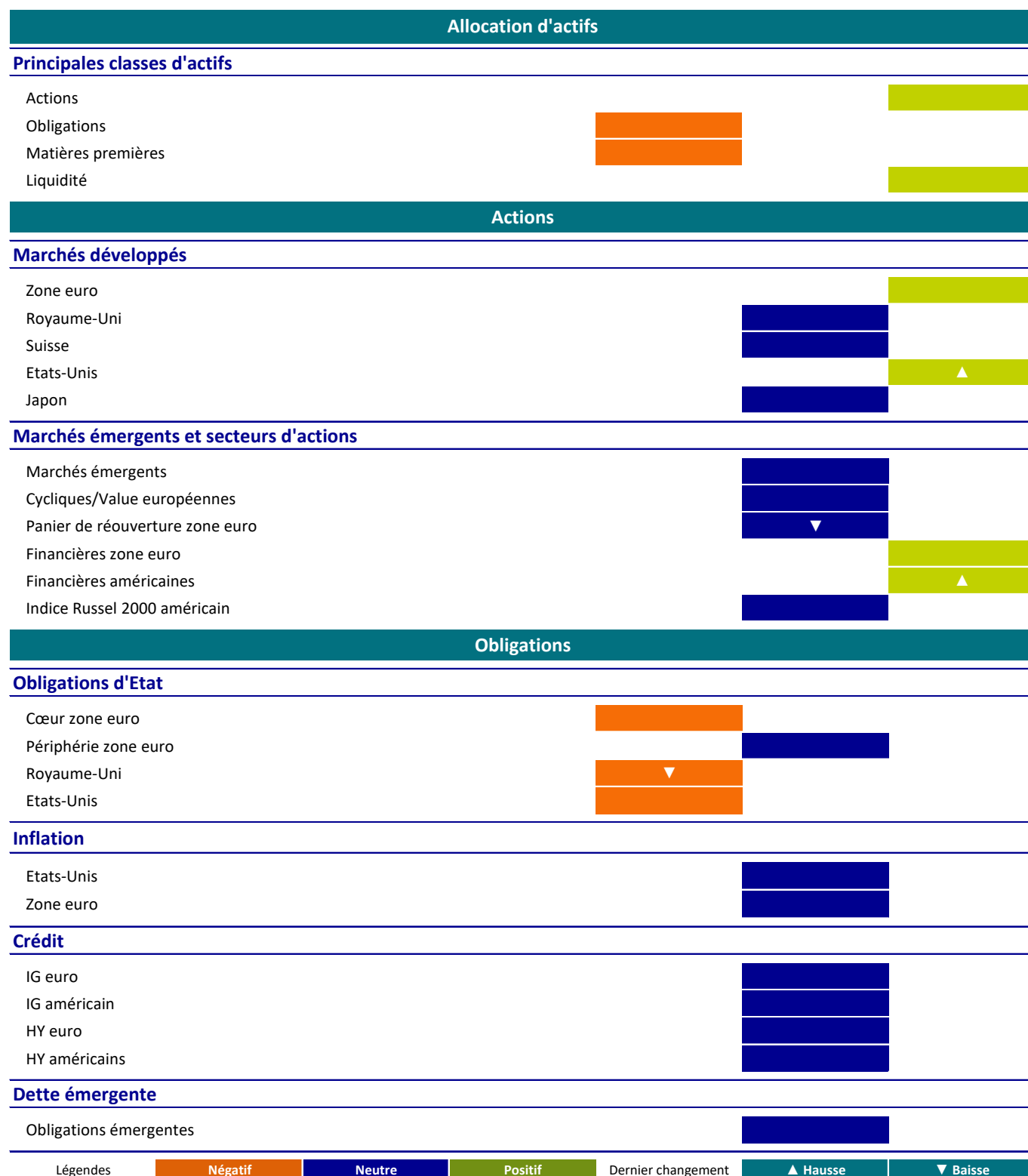
Les marchés obligataires et boursiers sont sans doute très chers dans l'environnement inflationniste actuel, en particulier aux Etats-Unis. Si l'inflation reste plus élevée que ce qui est actuellement prévu, un ajustement de la valorisation devient plus probable, signifiant des rendements plus élevés et des multiples cours-bénéfices plus faibles. Jusqu'à présent, le consensus prévoit une baisse de l'inflation en 2022. Dans un tel scénario, les attentes actuelles en matière de taux d'intérêt semblent appropriées et les marchés peuvent continuer à considérer avec un certain confort les suppléments de rendement apportés par les marchés du crédit et la croissance toujours historiquement solide des bénéfices dans le monde des actions. Les rendements n'atteindront peut-être pas les niveaux de 2021, mais une exposition au crédit, pour le portage, et aux actions mondiales est justifiée dans ce contexte.

La mesure clé à suivre pour prévenir un ajustement potentiellement systémique des valorisations est celle des rendements réels. Ils restent très négatifs mais devraient augmenter au cours de l'année prochaine. Cette hausse devrait être légère, conformément à un cycle de resserrement modeste de la Fed. Les rendements réels à court terme – dans la zone des cinq ans sur le marché américain par exemple – ont déjà commencé à se raffermir. Une hausse modeste des rendements réels ne devrait pas être trop préjudiciable mais permettrait aux rendements obligataires nominaux de commencer à dépasser la borne haute de la fourchette d'évolution observée en 2021 et pourrait limiter toute nouvelle expansion des « multiples » des actions américaines. Le risque d'un choc plus important sur les rendements réels existe, mais dans l'histoire récente, cela n'a été observé qu'en 2013, lorsque la Fed a surpris et ébranlé le marché dans ce qui est devenu le "taper tantrum" (annonce de la réduction du QE). Espérons que la Fed ait préparé le marché en conséquence cette fois-ci.

Des facteurs macroéconomiques et techniques légèrement moins porteurs, ainsi que certains risques en matière de valorisation, devraient se combiner pour donner lieu à des rendements proches de zéro pour les obligations d'Etat des pays « cœur », légèrement positifs pour le crédit et le haut rendement et à des rendements à un chiffre pour les actions mondiales. Pour l'instant, notre opinion reste donc constructive sur les actifs à risque, mais l'évolution des rendements réels sera déterminante à l'approche du cycle de relèvement des taux l'année prochaine.

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

# Allocation d'actifs recommandée



Source : Recherche AXA IM – au 15 décembre 2021

## Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2020		2021*		2022*		2023*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
<b>Monde</b>	<b>-3.2</b>	<b>5.7</b>		<b>4.2</b>		<b>3.6</b>		
<b>Economies avancées</b>	<b>-5.0</b>	<b>4.9</b>		<b>3.8</b>		<b>2.4</b>		
Etats-Unis	-3.4	5.5	5.5	3.5	4.0	2.7	-	
Zone euro	-6.7	5.0	5.0	3.9	4.3	2.1	-	
Allemagne	-4.9	2.6	2.7	3.5	4.3	1.9	-	
France	-8.0	6.7	6.5	3.6	3.8	2.0	-	
Italie	-8.9	6.2	6.1	3.7	4.2	1.9	-	
Espagne	-10.8	4.3	5.0	5.5	5.9	3.0	-	
Japon	-4.9	1.9	2.2	3.5	3.0	1.6	-	
Royaume-Uni	-10.0	6.8	6.9	5.0	4.7	2.3	-	
Suisse	-2.5	3.5	3.4	3.0	3.0	1.6	-	
Canada	-5.3	4.4	5.0	3.7	4.1	2.6	-	
<b>Economies émergentes</b>	<b>-2.0</b>	<b>6.2</b>		<b>4.4</b>		<b>4.3</b>		
<b>Asie</b>	<b>-0.8</b>	<b>6.8</b>		<b>5.1</b>		<b>5.1</b>		
Chine	2.3	7.9	8.0	5.0	5.1	5.3	-	
Corée du Sud	-0.9	4.0	4.0	2.6	3.1	2.1	-	
Reste de l'Asie émergente	-4.6	5.8		5.5		5.3		
<b>LatAm</b>	<b>-7.1</b>	<b>6.2</b>		<b>2.6</b>		<b>2.5</b>		
Brésil	-4.1	5.1	4.9	1.2	1.1	2.0	-	
Mexique	-8.5	6.0	5.9	2.6	2.9	2.2	-	
<b>Europe émergente</b>	<b>-2.1</b>	<b>5.9</b>		<b>3.8</b>		<b>2.8</b>		
Russie	-3.0	4.5	4.2	3.2	2.6	2.0	-	
Pologne	-2.7	5.1	5.1	5.0	5.0	3.6	-	
Turquie	1.8	9.5	8.9	3.6	3.5	3.0	-	
<b>Autre EMs</b>	<b>-2.4</b>	<b>4.2</b>		<b>4.1</b>		<b>3.9</b>		

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 16 décembre 2021

\* Prévisions

Inflation IPC (%)	2020		2021*		2022*		2023*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
<b>Economies avancées</b>	<b>0.7</b>	<b>3.1</b>		<b>3.1</b>		<b>2.2</b>		
Etats-Unis	1.2	4.7	4.4	4.1	3.7	2.9	-	
Zone euro	0.3	2.6	2.4	2.7	2.3	1.8	-	
Japon	0.0	-0.2	-0.2	0.7	0.7	0.6	-	
Royaume-Uni	0.9	2.4	2.4	3.8	3.7	1.9	-	
Suisse	-0.7	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	-	
Canada	0.7	3.4	3.3	3.1	2.9	2.3	-	

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 16 décembre 2021

\* Prévisions

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

## Résumé des prévisions

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

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 16 décembre 2021

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

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](http://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