

AXA Investment Managers

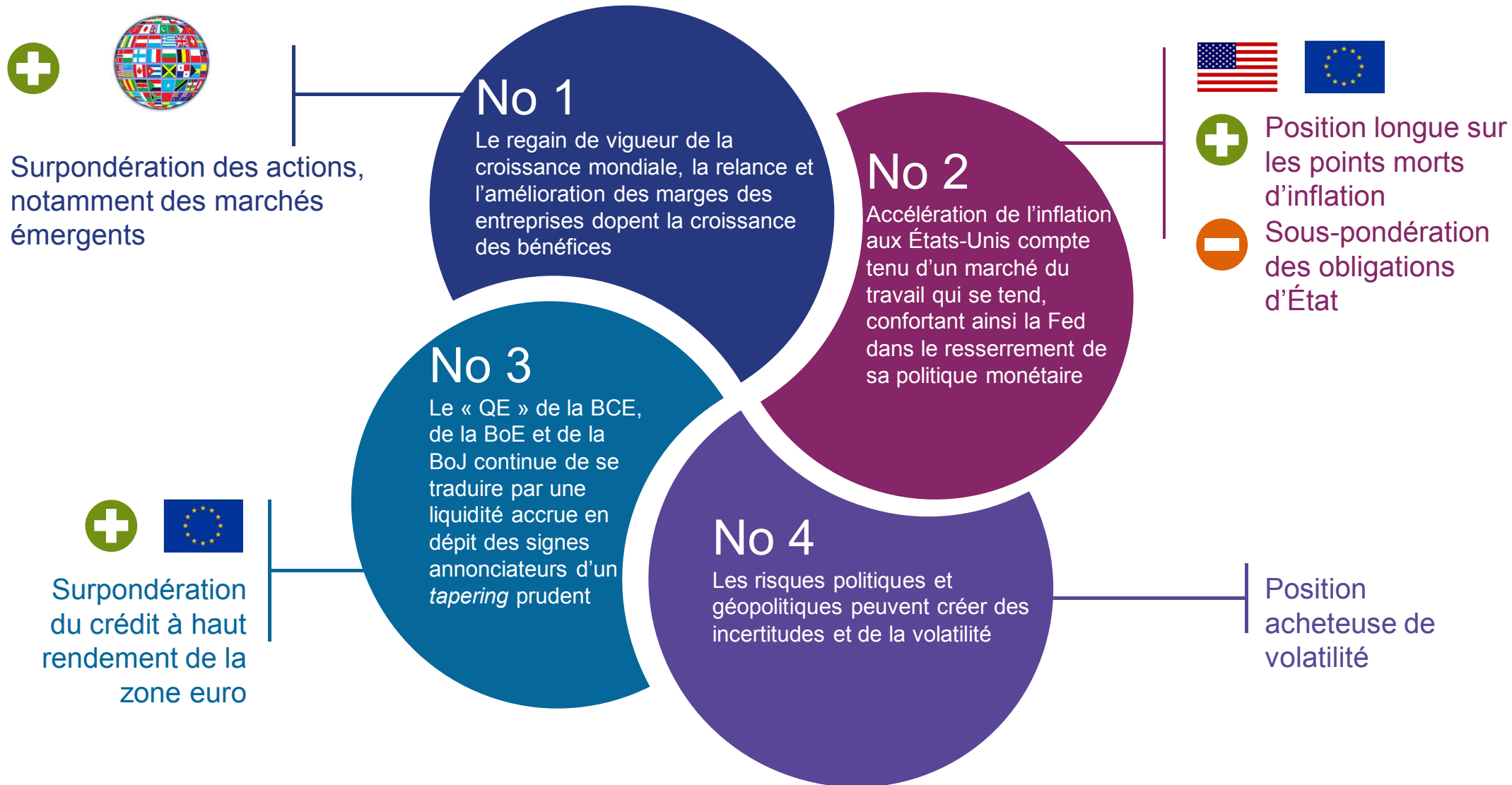
Multi Asset Investments Convictions en allocation d'actifs

27 septembre 2017

Ce document promotionnel est exclusivement destiné à des investisseurs professionnels conformément à la définition de la directive MIF (2004/39/CE).

Notre vision des marchés

Nos principaux messages et convictions



Nos principales convictions

Principales préférences entre les différentes classes d'actifs

Entre classes d'actifs

Allocation d'actifs

Les actifs que nous aimons le plus

▶ Actions

Les actifs que nous aimons le moins

▶ Obligations d'État

Au sein des classes d'actifs

Actions

▶ Zone euro
▶ Marchés émergents
▶ Banques de l'UEM

▶ États-Unis

Obligations

▶ Points morts d'inflation US
▶ Crédit HY euro
▶ Dette émergente (duration courte)

▶ Obligations d'État américaines
▶ Bunds allemands
▶ Crédit IG US

Devises

▶ SEK

Matières premières

Couverture

▶ Options d'achats d'actions à long terme

Positionnement en matière d'allocation d'actifs

Positionnement pour l'ensemble des classes d'actifs et au sein de chacune d'entre elles

Allocation d'actifs	Actions			Obligations		
Principales classes d'actifs	Marchés développés			Obligations d'état		
Actions				Zone euro core		
Obligations				Zone euro périph.		
Mat. premières				Royaume-Uni		
Liquidités				États-Unis		
				Inflation		
				États-Unis		
				Zone euro		
				Crédit		
				Crédit IG euro		
				Crédit IG US		
				Crédit HY euro		
				Crédit HY US		
				Dette émergente		
				Duration courte		
Légende	Négatif	Neutre	Positif	Variation	▲ Relèvement	▼ Abaissement

Scénarios central et alternatifs dans un contexte d'incertitude politique persistante



Faux départ ↓ 30%*

- ▶ Économie américaine dans un stade du cycle plus avancé que prévu : l'activité ralentit et déçoit la Fed, avec des répercussions dans l'ensemble du monde
- ▶ L'inflation ne rebondit pas et demeure inférieure à l'objectif
- ▶ Les banques centrales doivent marquer une pause dans leurs stratégies de sortie du QE
- ▶ Les craintes de stagnation séculaire refont surface
- ▶ Les anticipations de croissance et d'inflation sont révisées à la baisse



Scénario central ↑ 65%*

- ▶ L'incertitude politique aux États-Unis alimente des doutes croissants quant à la relance
- ▶ Croissance mondiale robuste, avec un léger ralentissement aux États-Unis compensé par la vigueur des économies européennes et émergentes
- ▶ Le risque politique ne crée pas de tensions importantes sur les marchés développés et émergents
- ▶ Les performances attendues sont faibles étant donné les valorisations élevées



« Caprice des taux »

5%*

- ▶ L'inflation américaine se redresse nettement et entraîne une réaction vive de la Fed
- OU
- ▶ Un pic de volatilité engendre un *deleveraging* forcé et un repli des marchés auto-entretenu (choc des VaR semblable à celui du Japon en 2003)
 - ▶ Forte hausse des rendements des bons du Trésor et Fed incapable de contenir les marchés
 - ▶ Hausse des taux internationaux dans le sillage de ce mouvement

IMPACT SUR LES CLASSES D'ACTIFS

- ▶ Légère dégradation de l'appétit pour le risque
- ▶ Rebond des **obligations d'État** et reprise de la quête de rendement
- ▶ Fléchissement des marchés des **actions** et des **matières premières**
- ▶ Résistance des spreads de **crédit**
- ▶ Hausse du taux de change EUR/USD au-delà de 1,25

- ▶ **Actions** : Les bénéfices élevés sont le moteur de performances positives, mais néanmoins modestes compte tenu de valorisations supérieures aux niveaux moyens
- ▶ **Obligations d'État** : Les rendements core devraient rester globalement stables en 2017, puis progresser légèrement en 2018
- ▶ **Crédit** : Valorisations visiblement élevées sous l'effet des politiques monétaires conciliantes et de la croissance modérée mais stable. La classe d'actifs devrait cependant résister

- ▶ **Obligations d'État** : Affaiblies par des ventes désordonnées
- ▶ **Crédit** : Écartement des spreads
- ▶ **Actions** : Baisse des valorisations engendrée par la hausse des taux d'actualisation Réapparition d'une corrélation positive avec les obligations
- ▶ **Les actifs émergents** sont mis en difficulté, sans grande distinction entre les marchés

* Probabilité de chaque scénario selon RIS 27/09/2017. Ces prévisions de spread sont fournies à titre d'illustration uniquement. Toutes ces hypothèses sont inspirées de données publiées par des fournisseurs officiels de statistiques économiques et concernant les marchés. AXA Investment Managers Paris décline toute responsabilité relative à une décision fondée sur ces informations ou à toute foi portée à ces informations.

Notre scénario macroéconomique

Croissance économique stable

Les banques centrales normalisent progressivement la politique monétaire

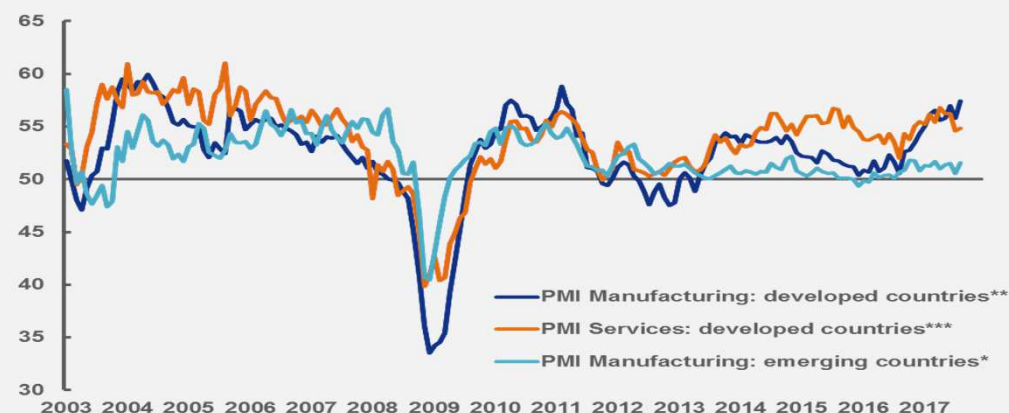
- ▶ **La croissance américaine reste vigoureuse, soutenue par l'investissement et la consommation.** Toutefois, nous **avons abaissé notre prévision de croissance du PIB en 2018 à 1,9%** en raison de la probabilité grandissante d'absence d'impulsion de la part de la politique budgétaire l'an prochain.
- ▶ **La zone euro conserve des perspectives de croissance économique solides,** l'activité atteignant des niveaux élevés dans tous les pays. Nous relevons notre prévision pour 2017 et 2018 en raison de l'accélération généralisée de l'économie sous l'effet de la vigueur de la consommation, de la résistance des investissements et de la contribution plus favorable des exportations nettes.
- ▶ **La Chine a enregistré une croissance robuste au 1er semestre,** portée par la demande intérieure et étrangère. Pékin devrait continuer de durcir sa politique au 2nd semestre, entraînant un affaiblissement supplémentaire du secteur immobilier et un nouveau mouvement de désendettement. La stabilité macroéconomique sera probablement privilégiée dans le *policy mix* pendant la transition de l'équipe gouvernementale ; la croissance est toutefois attendue en retrait en 2018, comme c'est généralement le cas après le Congrès du Parti Communiste.
- ▶ **Les conditions économiques pour les pays émergents** continuent de résister. Malgré un léger fléchissement de la dynamique, le contexte macroéconomique global est toujours favorable. L'inflation est globalement inférieure aux objectifs des banques centrales, qui bénéficient donc d'une marge de manœuvre pour assouplir leurs politiques le cas échéant.
- ▶ **Les grandes banques centrales devraient poursuivre la normalisation très progressive de leur politique monétaire.** L'absence d'accélération de l'économie américaine devrait conduire la Fed* à relever légèrement ses taux tout en continuant la réduction de son bilan. La BCE** devrait maintenir son biais accommodant, mais aussi annoncer ses projets de retrait graduel du QE*** (*tapering*) au cours des prochains mois. La BoJ**** maintiendra vraisemblablement le *statu quo* jusqu'au printemps 2018.

Prévisions de la Recherche et Stratégie d'investissement d'AXA IM

Croissance du PIB réel (%)		2015	2016	2017*	2018*
Monde	3,3	3,0	3,5	3,5	
Économies développées	2,1	1,7	2,1	1,9	
États-Unis	2,6	1,6	2,1	1,9	
Zone euro	2,0	1,9	2,2	2,0	
Royaume-Uni	2,2	2,0	1,7	1,2	
Suisse	0,8	1,3	1,0	1,5	
Japon	1,2	0,7	1,3	0,8	
Économies émergentes	4,2	4,1	4,5	4,7	
Chine	6,9	6,7	6,7	6,3	

Global PMI indices

(national PMI surveys weighted by PPP-adjusted nominal GDP)



* Poland, Mexico, Chile, South Afr., Russia, China, India, Brazil, Turkey, Hungary, Czech

** US, Euro area, Japan, UK, Australia, Canada, Sweden, Switzerland

*** US, Euro area, UK, Australia, Sweden

Source : AXA IM Research & Investment Strategy, Consensus Economics, FMI et Datastream au 27/09/2017.

*Réserve fédérale (Federal Reserve), **Banque centrale européenne, ***Assouplissement quantitatif **** Banque du Japon.

Présentation générale de notre allocation d'actifs

Nos vues :

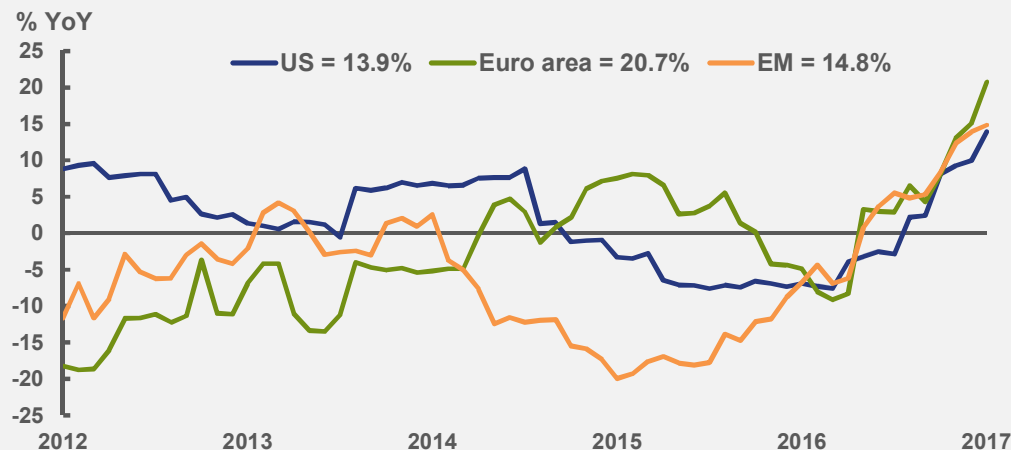
- ▶ **Les statistiques économiques** conservent une bonne orientation, en particulier en Europe, où les chiffres réels continuent de ressortir supérieurs aux attentes, et dans les pays émergents, qui bénéficient d'une dynamique de croissance robuste et sont plus résilients qu'au cours des vingt dernières années. Néanmoins, nous révisons notre prévision de croissance du PIB américain en 2018 de 2,2% à 1,9%. L'inflation insuffisante permet aux banques centrales de procéder lentement à la normalisation de leurs politiques monétaires
- ▶ Les **valorisations** des obligations d'État sont toujours très élevées, et leur niveau pour le crédit et les actions est justifié, voire parfois excessif. Pour les actions, cette tendance est compensée par le rebond généralisé des bénéfices des entreprises
- ▶ Le **sentiment** est favorable aux actifs risqués, mais sans excès de confiance (complaisance). Les actions pourraient bénéficier d'un mouvement d'euphorie caractéristique des fins du cycle
- ▶ Les **facteurs techniques** demeurent robustes pour les actions sans pour autant être tendus, et évoluent dans une fourchette étroite pour les obligations

Nos principales convictions :

- ▶ **Surpondération des actifs sensibles à la croissance (actions, crédit HY et dette émergente)** en raison de la solidité de la croissance mondiale, des conditions monétaires accommodantes favorisées par la faiblesse de l'inflation, et du sentiment de marché encore raisonnable
- ▶ Position structurellement vendeuse sur **les obligations d'État américaines, les emprunts d'État core de la zone euro et le crédit IG américain**, car la normalisation des politiques des banques centrales devrait entraîner une hausse des rendements obligataires, et que le crédit IG a tendance à sous-performer en fin de cycle

La croissance des bénéfices s'accélère nettement

Trailing earnings growth: US, Euro area & EM



Principales classes d'actifs

Actions			
Obligations			
Mat. premières			
Liquidités			

Perspectives et convictions pour les marchés d'actions

Nos vues :

- ▶ La **croissance mondiale** reste solide et la faiblesse de l'inflation permet aux banques centrales d'opérer une normalisation en douceur des conditions monétaires ; les prévisions de bénéfices sont toujours relativement faibles et paraissent possibles à dépasser dans la plupart des régions cette année.
- ▶ Le **sentiment** de marché ne suggère pas de confiance excessive ; cependant, les **valorisations** des actions sont élevées en valeur absolue et les actions des marchés non-américains semblent plus attrayantes, notamment dans la zone euro et les pays émergents.

Nos principales convictions :

- ▶ **Surpondération des marchés émergents** – Les actions émergentes bénéficient de l'affaiblissement du dollar, car l'appréciation des devises locales favorise une baisse de l'inflation, ce qui donne des marges de manœuvre aux banques centrales émergentes. Les valorisations sont bon marché (en base ajustée des secteurs, le PER affiche une décote de 20% par rapport aux prix des actions des marchés développés).
- ▶ **Surpondération de la zone euro** – Nous avons allégé la surpondération à cause du net ralentissement de la dynamique des bénéfices engendré par la hausse de l'euro. Toutefois, la région demeure surpondérée, car l'économie de la zone euro continue d'être plus performante que prévu et que les actions locales n'ont pas encore progressé autant que ne le justifie la dynamique économique. La perspective de réduction du programme d'achat d'actifs que laisse entrevoir la BCE **devrait bénéficier aux banques de l'UEM**, dont l'orientation est étroitement corrélée à celle des rendements obligataires.
- ▶ **Sous-pondération des États-Unis** – Les valorisations du marché américain sont extrêmes comparé au reste du monde, tandis que l'endettement des entreprises a renoué avec son précédent pic, ce qui pose problème dans une région où les entreprises sont elles-mêmes les principaux acheteurs nets d'actions.

Les actions internationales présentent une forte décote par rapport à celles des États-Unis

Fwd. PE ratio: global ex-US discount to US



Marchés développés

Zone euro				
RU				
Suisse				
Suède				
États-Unis				
Japon				

Marchés émergents & positions de diversification

Mar. émergents				
Banques de l'UE				

Perspectives et convictions pour les marchés des obligations d'État et indexées sur l'inflation

Nos vues :

- ▶ Les obligations internationales ont enregistré des performances robustes pendant l'été avec la chute des rendements observée dans le sillage du sommet de la BCE à Sintra en juin, qui avait entraîné une rapide réévaluation de la stratégie de sortie du QE européen. À présent, la moitié de ce rebond estival a été effacée et les rendements se maintiennent dans une fourchette étroite depuis le début de l'année. La croissance mondiale conserve une orientation positive, voire parfois supérieure au potentiel, mais les mauvaises surprises sur le front de l'économie et de l'inflation aux États-Unis vont plafonner la hausse des rendements. Les marchés continuent donc d'attendre peu de la Fed, ce qui, à notre avis, est une erreur. La réduction du bilan de la banque centrale américaine et la baisse du rythme des achats d'actifs de la BCE dans les prochains mois devraient maintenir quelques tensions haussières sur les rendements.
- ▶ Les marchés des obligations indexées sur l'inflation anticipent une légère reprise en Europe, et aux États-Unis les points morts se sont stabilisés, mais à des niveaux faibles.

Nos principales convictions :

- ▶ Obligations d'État : **Sous-pondération des obligations d'État américaines et des Bunds.**
- ▶ Surpondération **des obligations américaines indexées sur l'inflation** par rapport aux **bons du Trésor**. Nous avons coupé la surpondération des obligations indexées sur l'inflation de la zone euro, car l'appréciation de la monnaie unique va peser sur la hausse des prix.

Les rendements des obligations d'État core se redressent après les plus bas de l'été



Obligations d'État

Zone euro core	Orange		
Zone € periph.		Blue	
Royaume-Uni		Blue	
États-Unis	Orange		
Japon		Blue	

Inflation

ÉU			Green
Zone €		Blue	

Perspectives et convictions pour les marchés du crédit

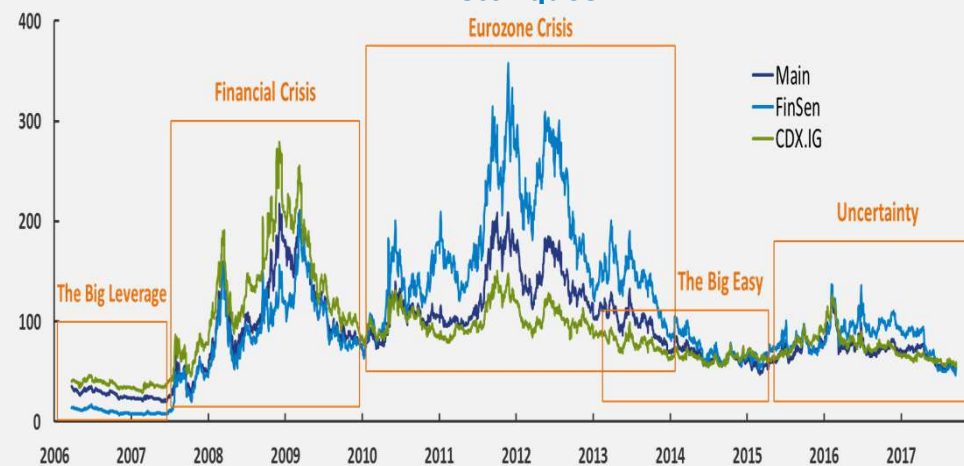
Nos vues :

- ▶ Les spreads de **crédit** sont historiquement faibles, et la probabilité de risque extrême toujours basse, mais le niveau des taux de financement rend le service de la dette plus abordable qu'en de précédentes occasions où les spreads atteignaient des niveaux semblables. La performance des spreads est largement décorrélée du comportement des taux sous-jacents, ce qui est pour l'instant favorable aux investisseurs. Nos modèles confirment toutefois que les valorisations sont élevées sur le segment IG, sauf au Royaume-Uni, où règnent des incertitudes quant à l'issue des négociations du Brexit.
- ▶ Sur les marchés du **haut rendement**, la valorisation des défauts est stable ; elle est légèrement plus chère aux États-Unis que dans la zone euro, où les prix demeurent néanmoins élevés. Difficile d'entrevoir un potentiel de performance important dans ce contexte. Les catalyseurs d'élargissement des spreads ne sont actuellement pas identifiables ; l'environnement macroéconomique demeure favorable aux marchés du crédit, les achats d'obligations IG de la BCE continuent d'influer de manière positive sur le crédit HY et la quête de rendement ne donne pas de signes d'essoufflement.

Nos principales convictions :

- ▶ **Positifs sur les titres High Yield en euro** avec une préférence pour les stratégies à durations courtes.

Les spreads sont très tendus au regard des niveaux historiques



Crédit

Crédit IG euro			
Crédit IG US			
Crédit HY euro			
Crédit HY US			

Perspectives et convictions pour les marchés de change

Nos vues :

- ▶ **USD** : la faiblesse actuelle de l'USD est sûrement exagérée, mais il manque un catalyseur crédible pour enclencher le mouvement inverse : la Fed exprime des inquiétudes grandissantes quant à l'absence de tensions inflationnistes et la perspective d'une réforme fiscale rapide s'éloigne de plus en plus.
- ▶ **EUR** : le marché des devises anticipe l'inflexion de la politique monétaire de la BCE, comme en 2015 avec le QE de la BCE et le *tapering* de la Fed, et avec des mouvements de même ampleur au niveau du différentiel de taux d'intérêt. Une nouvelle accélération du taux de change paraît peu probable, et la valorisation actuelle de l'EUR peut très bien se maintenir.
- ▶ **GBP** : la perspective d'un « Soft Brexit » semble surestimée par le marché étant donné la posture de l'UE dans les négociations, l'incertitude de la scène politique britannique, l'arrêt des investissements et les faiblesses de la demande intérieure au Royaume Uni. Cependant, le durcissement de ton de la BoE pousse le GBP à la hausse à court terme
- ▶ **CHF** : la dépréciation récente du franc suisse contre l'EUR peut engendrer de nouvelles sorties de capitaux : la BNS subit moins de pressions et le risque de désenclavement de la monnaie diminue.
- ▶ **CAD** : devant la croissance vigoureuse de l'économie canadienne, la BoC a accéléré son processus de normalisation, mettant fin à la sous-évaluation du CAD. Cependant, la divergence entre la perception du marché et les anticipations peu ambitieuses vis-à-vis de la Fed semble excessive. Un fléchissement significatif dans les prochaines statistiques du PIB pourrait entraîner une consolidation contre l'USD.
- ▶ **SEK** : face à la croissance solide, à l'inflation qui renoue avec l'objectif et à la perspective de la normalisation de la politique monétaire de la BCE, la Riksbank va devoir durcir le ton.

Nos principales convictions :

- ▶ Maintien d'une position **acheteuse de SEK vs EUR**.

La divergence entre la paire EUR/USD et le différentiel de taux rejoint les niveaux de 2015



Devises

USD/GBP		▼	
USD/EUR			
USD/CAD			
USD/CHF			
EUR/SEK	■		

Perspectives et convictions pour les marchés de matières premières

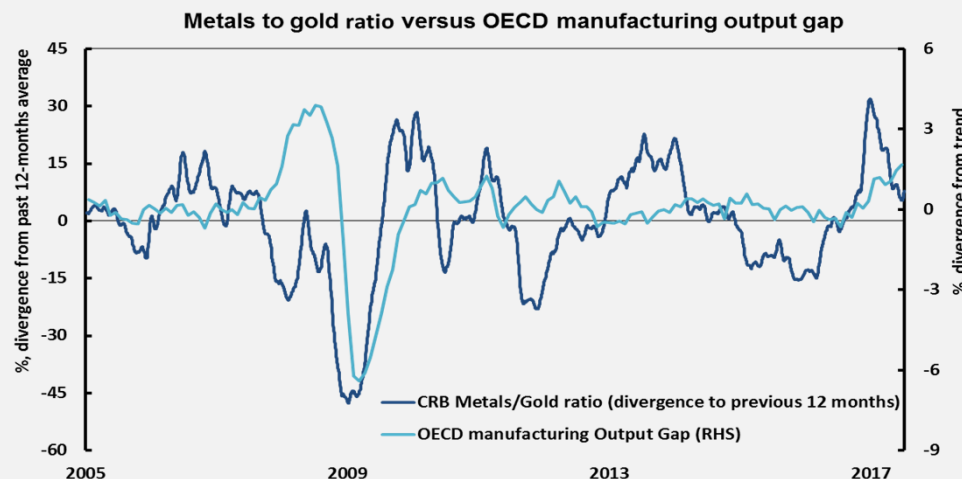
Nos vues :

- ▶ **La stabilité de la croissance mondiale** est un facteur positif pour les matières premières, en dépit de craintes continues concernant le niveau élevé de la production. La demande chinoise est encore relativement robuste, soutenue par les gigantesques plans d'infrastructures déployés à l'échelle nationale. Le sentiment et les facteurs techniques sont plus favorables et les valorisations sont proches de niveaux neutres.
- ▶ **Même si les quotas de production mis en place par l'OPEP sont compensés par l'accroissement de la production des gisements de schiste américains, l'amélioration de la demande** a entraîné une baisse des stocks pendant l'été. La probabilité grandissante d'un maintien des quotas de l'OPEP peut ramener le marché à l'équilibre pendant une partie de l'année 2018. Toutefois, le risque d'excès d'offre américaine plafonne le potentiel des prix, qui devraient donc se maintenir dans une vaste bande de fluctuation.
- ▶ **La solidité de la demande chinoise** conjuguée à la baisse de la production dans les grandes mines **soutient** les prix du cuivre, et donc ceux de l'ensemble des métaux industriels cette année. Néanmoins, notre avis est plus neutre étant donné la perspective d'un ralentissement de la croissance chinoise et d'une augmentation de l'offre entraînant une situation momentanée de « suroffre » en 2018.
- ▶ Le resserrement des politiques monétaires et la hausse des rendements obligataires vont normalement peser sur l'or, même si ce scénario est sans cesse repoussé à plus tard. Perspectives positives liées à l'accroissement de la demande en **actifs sûrs** face au risque politique.

Nos principales convictions :

- ▶ Nous maintenons notre **biais neutre** à l'égard des matières premières en tant que classe d'actifs. Nous prévoyons toujours un prix du pétrole dans une vaste bande de fluctuation, tandis que l'or continuera de jouer son rôle de couverture au cours des prochains mois.

Le ratio or/métaux implique une croissance proche de la tendance



Matières premières

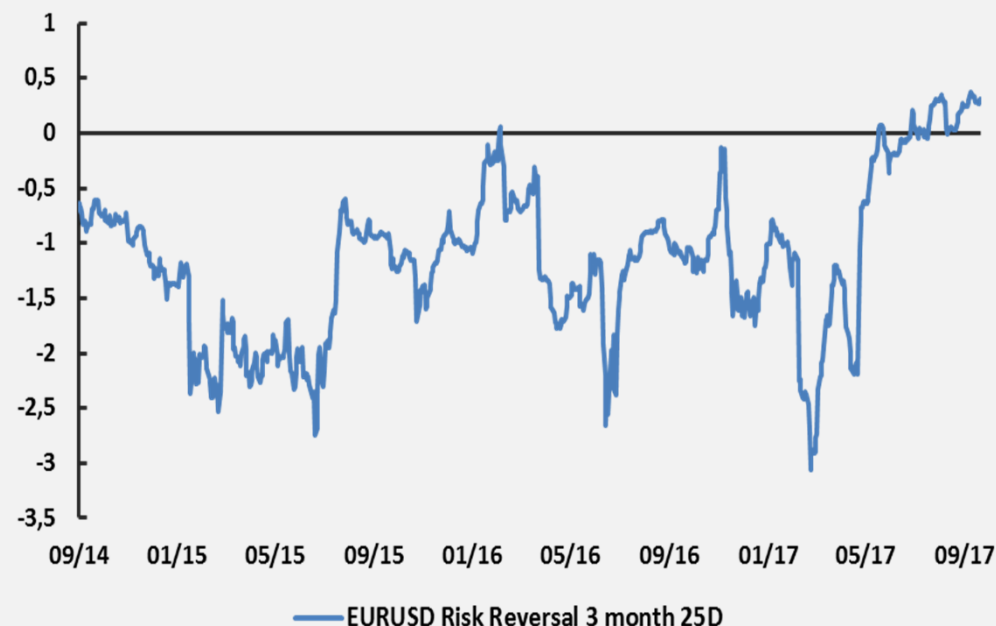
Pétrole			
Métaux industriels			
Or			

Perspectives et convictions pour le marché de la volatilité

Nos vues :

- ▶ La volatilité s'est légèrement accentuée au mois d'août sous l'effet des tensions liées aux essais nucléaires nord-coréens. D'un autre côté, le plafond de la dette américaine a été prolongé jusqu'à la fin de l'année. La volatilité implicite à 1 an des actions américaines et européennes a évolué en sens opposé, réduisant un écart déjà à son plus faible niveau historique. La volatilité implicite des devises s'est progressivement accrue, en particulier sur la paire EUR/USD.
- ▶ La valorisation de la volatilité des actions est toujours attrayante. Cependant, nous entrevoyons une opportunité au niveau de la volatilité implicite des bons du Trésor américain à 10 ans dans le contexte de la normalisation du bilan de la Fed. Cela étant, les volatilités réalisées demeurent globalement inférieures aux volatilités implicites.
- ▶ Les facteurs techniques sont neutres. Le skew (écart entre options d'achat et de vente de la volatilité implicite) de la paire EUR/USD demeure relativement intéressant (voir graphique). Du côté des actions, le skew est assez pentu, mais plus normalisé. L'achat d'options de vente est toujours relativement onéreux.
- ▶ **Catalyseur** : le mois d'août a évolué dans le sillage d'événements géopolitiques inattendus, avec une dose supplémentaire d'incertitude aux États-Unis liée au passage des ouragans. Parallèlement, la question du plafond de la dette a été totalement éclipsée et repoussée à décembre au plus tôt. Nous n'identifions pas de catalyseur de volatilité spécifique d'ici la fin du mois d'octobre (où auront lieu les réunions de la Fed et de la BCE). La volatilité à l'échelle internationale est également influencée par le marché des produits structurés japonais et sud-coréen. La forme et la taille du véga (taux de variation du prix d'une option consécutive à une variation de la volatilité implicite) des obligations « Uridashi » illustrent la manière dont peut évoluer la volatilité. Un repli brutal de ce marché peut entraîner une forte hausse de la volatilité à l'international, à l'image de ce qui s'était produit en août 2015.

Le skew de la paire EUR/USD à 3 mois atteint un point haut



Nos principales convictions :

- ▶ Nous sommes toujours **optimistes vis-à-vis de la volatilité des actions à long terme** au travers de stratégies structurées.
- ▶ À court terme, préférence pour la **volatilité des obligations américaines**.
- ▶ Pour les couvertures, préférence pour des **stratégies de « put spread »**, dans la mesure où le skew reste cher, et sur des échéances comprises entre 12 et 18 mois.