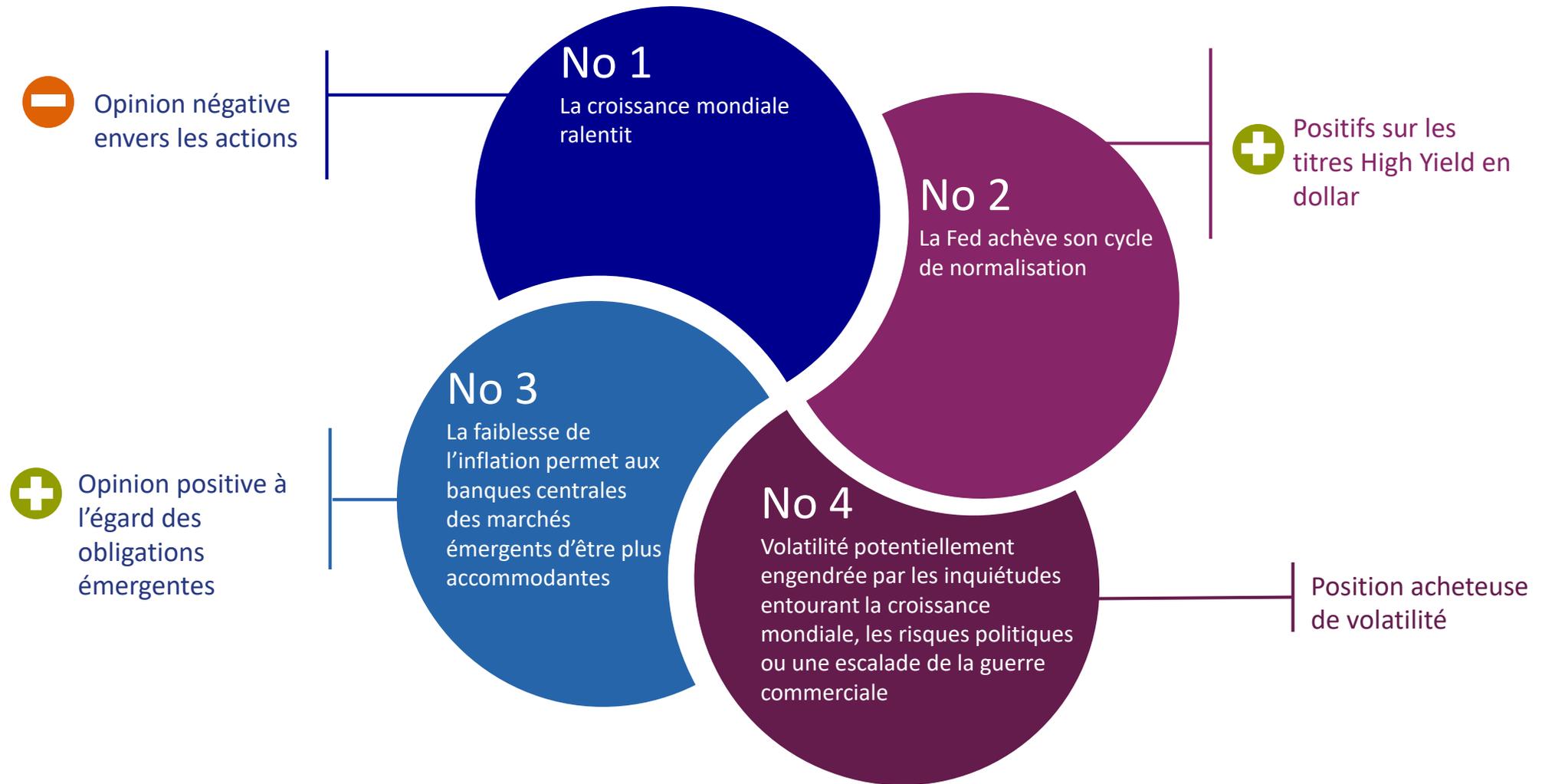


# Multi Asset Investments Convictions en allocation d'actifs

Juin 2019

# Notre vision des marchés

## Nos principaux messages et convictions



Source : AXA IM au 28/05/2019

# 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			
<b>Principales classes d'actifs</b>			
Actions	▲		
Obligations			■
Matières premières		▲	
Liquidités		▲	

Actions			
<b>Marchés développés</b>			
Zone euro	■		
Royaume-Uni		▲	
Suisse		▲	
Suède		▲	
ÉU		▲	
Japon		▲	
<b>Émergents &amp; diversification</b>			
M. émergents		▲	
Banques de l'UEM			■

Obligations			
<b>Obligations d'État</b>			
Zone euro core		▲	
Zone euro périph.		▲	
Royaume-Uni		▲	
ÉU		▲	
<b>Inflation</b>			
ÉU		▲	
Zone €		▲	
<b>Crédit</b>			
Crédit IG euro		▲	
Crédit IG US		▲	
Crédit HY euro		▲	
Crédit HY US			■
<b>Dettes émergentes</b>			
Obligations émergentes			■

Légende

■ Négatif

■ Neutre

■ Positif

Variation

▲ Relèvement

▼ Abaissement

Source : AXA IM au 28/05/2019

# Scénarios central et alternatif

## Peu de moyens pour contrer une récession causée par la guerre commerciale

↑ 40%\*

- L'escalade de la guerre commerciale cause un choc négatif sur la croissance, avec des répercussions sur toutes les grandes économies
- Le ralentissement aux États-Unis est plus rapide que prévu et la stabilisation macroéconomique en Chine et/ou dans la zone euro ne prend pas forme
- Les anticipations de croissance et d'inflation fléchissent, et les bénéfices des entreprises se contractent sous l'effet des augmentations de salaires et d'un manque de pouvoir de fixation des prix
- La Réserve fédérale américaine réduit nettement ses taux d'intérêt et la zone euro a peu d'outils de relance à disposition

- **Actions** : Dégradation de l'appétit pour le risque et repli des actions
- **Les obligations d'État** se redressent grâce à leur statut de valeurs refuge
- Des pressions commencent à s'exercer sur la dette émergente

## Scénario central

↑ 55%\*

- Sauf choc négatif, les politiques de relance devraient soutenir la croissance jusqu'en 2020
- Un accord commercial réduit le risque baissier ; toutefois, une trêve étendue n'est pas une paix durable
- L'accélération de la croissance des salaires finit par créer des tensions haussières sur l'inflation sous-jacente, d'abord dans les pays où la reprise est prolongée
- Politique monétaire : statu quo de la Fed en 2019. Pour la BCE, la normalisation est reportée au prochain cycle
- Potentiel haussier des actifs risqués en cas d'apaisement des tensions commerciales

- **Actions** : Le fléchissement de la croissance des chiffres d'affaires et les pressions sur les marges soulèvent des inquiétudes majeures
- **Obligations d'État** : les rendements devraient progresser avec la dissipation de l'aversion pour le risque liée à la guerre commerciale
- **Crédit** : Contexte relativement favorable aux spreads, dans la mesure où la croissance atteint peut-être son plancher et où les banques centrales s'abstiennent d'intervenir

## Accélération de fin de cycle ↓ 5%\*

- Les accords conclus sur le front commercial favorisent une extension du libre-échange à l'échelle mondiale
- Les politiques de relance visant à éviter la guerre commerciale soutiennent la croissance économique au-delà des attentes
- La croissance de la productivité accentue les pressions sur l'inflation et permet aux banques centrales de maintenir une politique conciliante
- Croissance et inflation supérieures aux attentes aux États-Unis/dans l'UEM/dans le monde, dans un cycle économique ultra-prolongé
- La BCE met un terme à ses taux d'intérêt négatifs en 2020 La Fed maintient patiemment un biais restrictif

- **Actions** : L'appétit pour le risque domine et les actions atteignent de nouveaux sommets, sur fond de surperformance des marchés émergents
- **Obligations d'État** : Hausse des points morts d'inflation américains et européens
- **Crédit** : Les spreads se resserreront si la Fed fait preuve de patience

\*Probabilité de chaque scénario selon AXA IM au 28/05/2019. Ces prévisions 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

Évolution ce mois : Relèvement ↑ Abaissement ↓

# Notre scénario macroéconomique

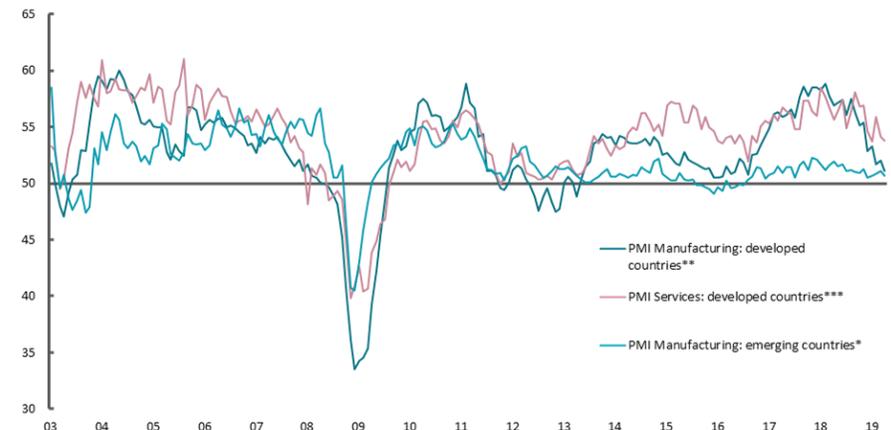
## Croissance plus lente et statut quo de la politique monétaire

- **Les perspectives économiques aux Etats Unis dépendent d'un accord commercial** car la relation États-Unis/Chine est de plus en plus symbiotique, avec des canaux de transmission qui s'étendent au-delà des exportations. Après la solidité du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre, nous avons relevé **notre prévision de croissance à 2,5 % pour 2019 et 1,8 % pour 2020**. Si un accord commercial est conclu, la Fed maintiendra le statu quo cette année avant de resserrer de nouveau sa politique en 2020 ; toutefois, une dégradation des perspectives de croissance sur fond d'inflation modérée favoriserait une approche plus accommodante
- **La croissance dans la zone euro au 1<sup>er</sup> trimestre a été plus forte que prévu**, marquée par un redressement dans tous les pays. Néanmoins, des disparités persistent entre les activités de services et le secteur manufacturier, axé sur les exportations, qui est en position de faiblesse. **Notre prévision de croissance du PIB a été légèrement revue à la hausse à 1,1 % en 2019, puis 1,2 % en 2020. Les perspectives sont néanmoins incertaines**
- Le rebond de **l'activité économique chinoise** a été de courte durée, les chiffres d'avril étant ressortis inférieurs aux attentes. Une escalade des tensions commerciales sino-américaines pèserait sur le secteur extérieur. Pékin ne va probablement pas neutraliser sa politique à ce stade et de nouvelles mesures devraient soutenir un peu l'économie à court terme. **Nous maintenons notre prévision de croissance du PIB de 6,3 % en 2019 et 6,1 % en 2020**
- **L'activité au 1er trimestre des économies émergentes a résisté**, reflétant un plus bas dans la production industrielle en mars, **mais les intervenants redoutent de plus en plus que cette amélioration ne soit que temporaire** après la publication des chiffres affaiblis de l'activité et des PMI en Chine, auxquels s'ajoutent les craintes entourant la guerre commerciale
- **Les grandes banques centrales marquent une pause dans la normalisation de leur politique monétaire**. La Fed\* américaine maintient une perspective plus « patiente ». La BCE devrait rester accommodante\*\* et maintenir des taux stables tout au long de cette année et en 2020 en raison de ses perspectives prudentes, et ce malgré des signaux contrastés sur le front du TLTRO III et de la nécessité d'instaurer des taux par paliers (tiering). La BoJ\*\*\* devrait maintenir le statu quo

## Prévisions de AXA IM Research & Investment Strategy\*

Croissance du PIB réel (%)	2018	2019*	2020*
<b>Monde</b>	3,6	3,4	3,6
<b>Économies développées</b>	2,3	1,9	1,7
ÉU	2,9	2,5	1,8
Zone euro	1,8	1,1	1,2
Royaume-Uni	1,3	1,5	1,3
Suisse	2,5	1,0	1,3
Japon	0,7	0,3	0,5
<b>Économies émergentes</b>	4,4	4,4	4,7
Chine	6,6	6,3	6,1

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, Consensus Economics, FMI et Datastream au 28/05/2019

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

# Présentation générale de notre allocation d'actifs

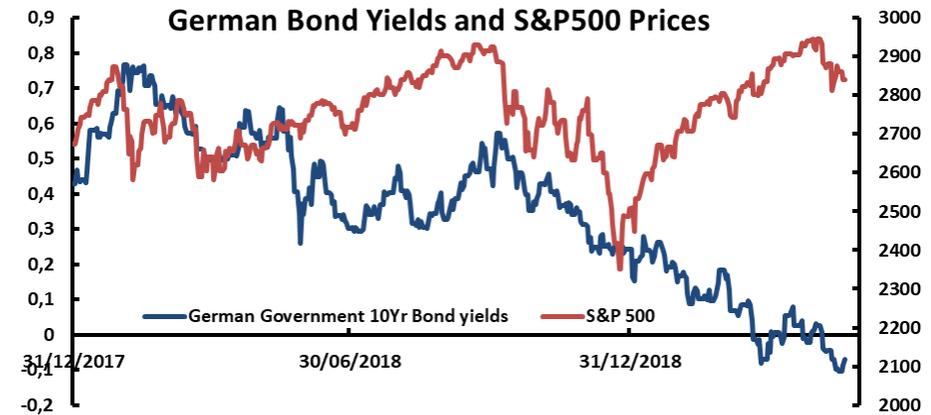
## Nos vues :

- **La guerre commerciale reste une préoccupation centrale. Par rapport aux obligations d'État les marchés actions développés anticipent beaucoup moins d'impacts négatifs du commerce international sur la croissance mondiale.** Cette divergence s'explique en partie par le fait que selon les investisseurs, la Fed pourrait être forcée d'intervenir si une correction des marchés actions devait entraîner un resserrement des conditions financières. Ces anticipations contribuent à éviter un mouvement de marché négatif et incitent les investisseurs à se positionner à l'achat lorsque les marchés baissent. Globalement, nous pensons que **les risques s'accroissent et justifient une approche plus prudente au sein de nos portefeuilles**
- Premièrement, **les négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis sont en train de se dégrader.** La Chine n'est pas près de céder, et la probabilité pour qu'aucun accord ne soit conclu avant le sommet du G20 (les 28 et 29 juin) est manifestement de plus en plus grande. De plus, un nombre croissant de signaux indiquent que la guerre commerciale se mue peu à peu en guerre économique totale, comme en témoigne la crise récente concernant Huawei
- Deuxièmement, **la baisse des marchés qui pousserait la Fed à intervenir est probablement plus importante que le repli modeste qu'accusent aujourd'hui les marchés.** La tonalité de la réunion de mai du FOMC n'allait pas dans le sens des anticipations selon lesquelles la Fed se dirige inévitablement vers des réductions de taux à court terme à titre d' « assurance ».
- Enfin, **nous attendons encore des signes clairs prouvant que la croissance mondiale a atteint son plancher.**

## Nos principales convictions :

- **Notre opinion est prudente concernant les actions des marchés développés,** car les risques se sont accrus depuis l'escalade de la guerre commerciale
- **Nous maintenons une opinion positive sur la dette émergente et le crédit High Yield américain,** car la tonalité plus conciliante de la Fed est favorable aux positions de portage
- **Nous maintenons notre opinion des obligations d'État « core » de la zone euro à neutre,** le fléchissement de la croissance et la baisse de l'inflation devant plafonner les rendements obligataires

Par rapport aux obligations, les actions des MD anticipent beaucoup moins de tendances négatives au niveau du commerce international



## Principales classes d'actifs

Actions	▼		
Obligations			■
Matières premières		■	
Liquidités	▲		

Variation

▲ Relèvement

▼ Abaissement

# Perspectives et convictions pour les marchés d'actions

## Nos vues :

- **Notre attitude plus prudente s'est révélée justifiée, mais pas pour les raisons que nous avions anticipées. De fait, la baisse du marché a été précipitée par la rupture inattendue des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine.** L'environnement macroéconomique mondial demeure favorable, mais il est encore trop tôt pour observer l'impact positif des mesures de relance chinoises, qui devraient être visibles à la fin du 2ème trimestre. Les chiffres du secteur manufacturier sont toujours faibles, mais semblent atteindre un plancher. La politique conciliante des banques centrales est favorable. **Nous prévoyons toujours des BPA en hausse de 4-5 % environ** aux États-Unis et en Europe.
- **Les valorisations ont renoué avec le milieu de leur fourchette.** Le potentiel de réévaluation nous paraît maintenant plus limité et la performance devrait être alignée avec la croissance des BPA. De plus, les facteurs techniques sont neutres.

## Nos principales convictions :

- **Opinion neutre à l'égard des États-Unis** – Les statistiques économiques indiquent que la croissance du PIB réel est toujours satisfaisante. La consommation des ménages, moteur clé de la demande aux États-Unis, conserve du potentiel : l'endettement est faible et la confiance toujours très élevée. Les bénéfices publiés au titre du 1er trimestre ont été supérieurs aux attentes.
- **Sous-pondération de la zone euro** – Des inquiétudes persistent à l'égard de la grande fragilité du contexte macroéconomique, des révisions négatives de bénéfices et des perturbations sur le front politique. Des améliorations dans la production manufacturière allemande et en Chine sont indispensables. L'un des principaux risques est que le gouvernement américain décide de s'attaquer au secteur automobile allemand avec de nouveaux droits de douane.
- **Opinion neutre envers les actions émergentes** – Notre positionnement surpondéré a été réduit à neutre. L'escalade des tensions commerciales est très préjudiciable. Malgré le virage accommodant de la Fed et la relance en Chine, l'appréciation du dollar américain est un obstacle considérable. Des situations spécifiques posent également problème dans plusieurs grands pays comme le Brésil, l'Argentine, le Venezuela et la Turquie. Le sentiment se dégrade très vite.

## Les valorisations sont au milieu de leur fourchette

### MSCI World: Forward price to earnings



### Marchés développés

Zone euro	▲		
Royaume-Uni		▲	
Suisse		▲	
Suède		▲	
ÉU		▲	
Japon		▲	

### Émergents & diversification

M. émergents		▼	
Banques de l'UEM			▲

Variation

▲ Relèvement

▼ Abaissement

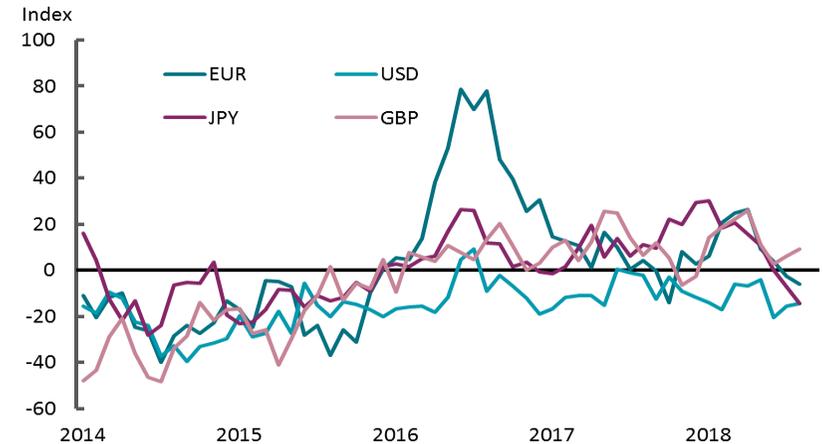
# Perspectives et convictions pour les marchés des obligations d'État et indexées sur l'inflation

## Nos vues :

- **Les rendements souverains se replient à nouveau, tandis que les courbes des taux s'aplatissent après un bref mouvement de pentification entre le début et la mi-avril, où les rendements ont progressé. Les tensions liées aux taxes à l'importation, centrées sur les États-Unis et la Chine, se sont accrues et ont des répercussions négatives pour l'Europe. Ces conditions pèsent sur les anticipations d'échanges commerciaux, et par conséquent de croissance mondiale, dans les prochains trimestres.** Dans les pays développés, les indicateurs avancés reflètent une possible amélioration à venir ; pourtant, les chiffres de l'activité réelle, en particulier en Chine, demeurent mal orientés. Cette situation, alors que les banques centrales sont clairement disposées à se montrer plus conciliantes, bénéficie à la demande sur les principaux marchés obligataires. De manière intéressante, les banques centrales, plus spécifiquement la Fed, avaient tenté de contrer les anticipations d'assouplissement monétaire ; mais leurs efforts ont été sabordés par les États-Unis et la Chine qui ont augmenté l'enjeu des négociations de droits de douane, qui dictent l'appétit des investisseurs pour les actifs sans risque. Les valorisations demeurent très tendues, mais nous maintenons nos investissements à des fins de gestion de la durée (sans surpondération dans les principales stratégies obligataires).
- **Les valorisations de l'inflation sont toujours affaiblies, car les indices de surprise sont résolument négatifs (à l'exception d'un modeste rebond au Royaume-Uni).** Étant donné le contexte actuel, nous ne voyons aucun catalyseur susceptible d'entraîner une rapide réévaluation du risque d'inflation. Par conséquent notre positionnement est neutre et nous ne recommandons pas d'augmenter pour l'instant les expositions au risque de cette classe d'actifs.
- **Nos principales convictions :**
- Obligations d'État : **opinion neutre**
- Obligations indexées sur l'inflation : **opinion neutre**

## L'inflation surprend plutôt à la baisse en ce moment

Citigroup surprise index in inflation



### Obligations d'État

Zone euro core		▲	
Zone euro périph.		▲	
Royaume-Uni		▲	
ÉU		▲	
Japon		▲	

### Inflation

ÉU		▲	
Zone €		▲	

Variation

▲ Relèvement

▼ Abaissement

# Perspectives et convictions pour les marchés du crédit

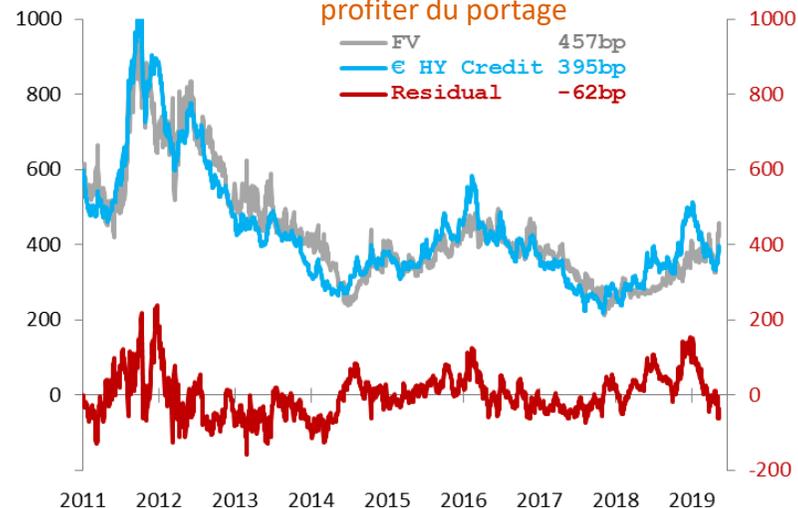
## Nos vues :

- **La volatilité des spreads de crédit s'est accrue après la réapparition des inquiétudes liées aux droits de douane et le durcissement de ton américain dans les négociations avec la Chine**, qui a réagi par des représailles. Le regain des tensions politiques en Europe a également contribué à la volatilité. Le comportement actuel du marché ressemble à une consolidation à la suite des performances disproportionnées dues au resserrement des spreads et à la baisse des taux depuis le début de l'année. L'absence de réallocation au risque en faveur des actions est à souligner et la tendance des allocations en place depuis janvier est toujours à l'œuvre.
- Dans l'ensemble, les marchés du crédit se négocient actuellement en-dessous du milieu de leur fourchette de spread de 2016-2018. Les valorisations de l'investment grade sont les plus élevées et les actifs américains sont soutenus par une inversion des conditions de crédit, qui s'assouplissent à nouveau. **Le marché du crédit High Yield en EUR affiche une correction plus marquée que son homologue américain, qui paraît d'autant plus intéressant si l'on tient compte du coût des couvertures de change.**
- **Par conséquent, nous maintenons notre opinion neutre envers le crédit Investment Grade, tout en étant conscients que les flux de réallocation sont toujours favorables.** Nous augmenterons potentiellement notre exposition si la phase de consolidation actuelle offre un niveau d'entrée plus attrayant. Les portefeuilles demeurent investis dans les stratégies à plus fort effet de portage (titres High Yield) et privilégient la zone euro aux États-Unis en ce qui concerne les nouvelles émissions.

## Nos principales convictions :

- Opinion neutre sur le crédit **Investment Grade**
- Opinion positive sur le crédit **High Yield**

Spreads du crédit par rapport aux taux, aux devises et à la volatilité des actions pour les obligations HY en EUR...chers mais stables, profiter du portage



## Crédit

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

Variation

▲ Relèvement

▼ Abaissement

Source : AXA IM, Bloomberg au 28/05/2019.

# Perspectives et convictions pour les marchés de change

## Nos vues :

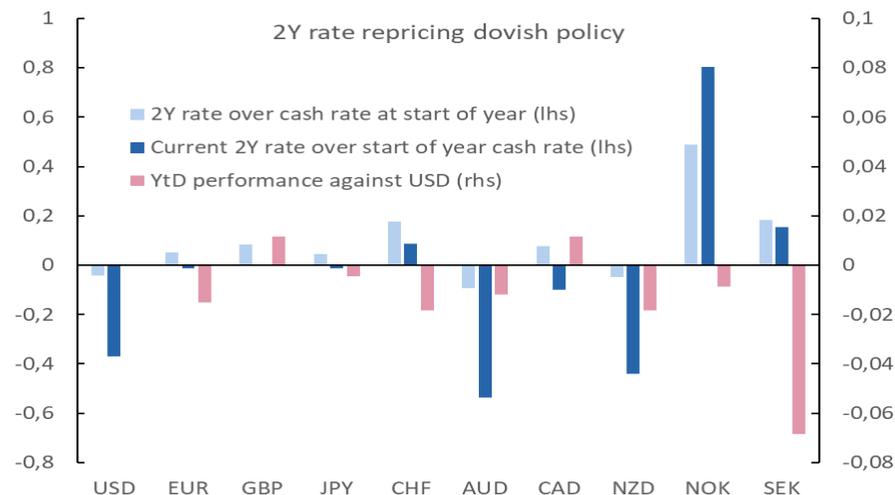
- **USD** : La faiblesse de la croissance et de l'inflation et la dégradation du commerce mondial poussent un plus grand nombre de banques centrales à assouplir leurs politiques. La présence de politiques conciliantes pendant une période prolongée est bénéfique au carry trade sur l'USD malgré une valorisation élevée, un positionnement long des investisseurs et l'existence d'obstacles structurels (déficits du compte courant et budgétaire)
- **EUR** : Les derniers chiffres de l'activité en Europe ont reflété plus de résistance que prévu, même si l'euro est demeuré vulnérable aux évolutions défavorables du commerce international. Le taux de change EUR/USD a gardé sa lente trajectoire baissière en raison de l'intensification de la guerre commerciale, où le secteur automobile européen risque d'être la prochaine cible des taxes douanières des États-Unis : une position vendeuse génère du portage
- **GBP** : L'extension du délai de l'Article 50 a écarté les craintes d'absence d'accord de Brexit à court terme. Depuis, les discussions entre partis se sont soldées par un échec et le gouvernement a de nouveau perdu des soutiens aux élections et dans les sondages. La GBP manque d'un catalyseur positif immédiat pour remédier à sa sous-évaluation importante, sur fond de montée de l'incertitude politique.
- **JPY** : Une fois encore, le JPY a joué son rôle d'actif refuge face à l'aggravation du conflit commercial. Moins vulnérable et moins cher contre l'EUR que contre l'USD.
- **NOK** : La Norges Bank a accéléré le resserrement de sa politique monétaire en raison d'une inflation nettement supérieure à l'objectif et d'indicateurs de croissance résistants. La NOK est bon marché et présente un portage en hausse, tandis que les cours pétroliers sont favorables.
- **CHF** : Devient un marché refuge moins efficace, et surtout moins intéressant que l'USD. Son portage négatif, l'environnement accommodant et la tonalité conciliante de la BNS devrait peser sur le CHF.
- **AUD** : La RBA est confrontée à l'importante contraction du marché immobilier, à la faiblesse de la demande intérieure et à l'endettement élevé des ménages. Elle devrait maintenir le virage accommodant adopté récemment, tout comme la RBNZ, première banque centrale du G10 à avoir réduit ses taux depuis 2016.

## Nos principales convictions :

- Nous maintenons la position vendeuse EUR/GBP et la position acheteuse de NOK contre l'AUD et le CHF

Source : AXA IM, Bloomberg au 28/05/2018.

## La Norvège, intrus parmi les banques centrales accommodantes du G10



## Devises

USD/EUR			
USD/JPY			
USD/AUD			
EUR/GBP			
USD/NOK			
USD/CHF			

Variation

▲ Relèvement

▼ Abaissement



# Perspectives et convictions pour le marché de la volatilité

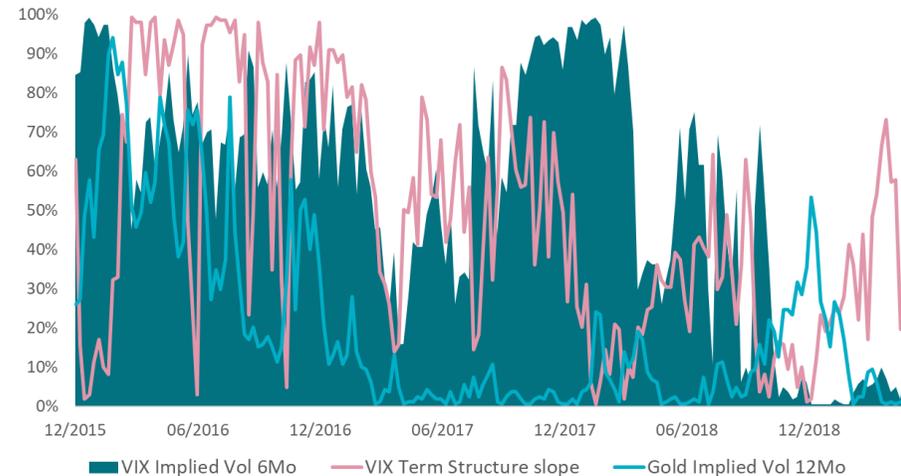
## Nos vues :

- Les marchés sont fragilisés par **la thématique de la guerre commerciale**, dont l'impact définitif est incertain pour de nombreuses économies. Reportée jusqu'à fin octobre 2019, la question du Brexit pourrait rester en toile de fond jusqu'à septembre. Parallèlement, les élections européennes n'ont aucun effet sur le marché pour l'instant, ce qui nous incite à maintenir une posture défensive. Depuis début mai, le regain des tensions entre la Chine et les États-Unis exerce des pressions baissières sur les actions (américaines et émergentes). Nos différents indicateurs n'ont pas signalé de contagion liée à la correction récente du marché actions sur la volatilité des autres classes d'actifs
- Dernièrement, la volatilité des actions américaines/émergentes et des cours est revenue à sa moyenne historique sur 3 ans.
- Dans l'ensemble, la volatilité implicite des options 12 mois dans la monnaie se maintient à des niveaux historiquement faibles.
- Le skew des actions est toujours cher et la structure par termes s'est aplatie sur le segment 3 mois-1 an.

## Nos principales convictions :

- Notre opinion est toujours positive envers la **volatilité des actions de la zone euro**,
- Nous surveillons toujours le point d'entrée sur les **variance swaps de devises**,
- Position sur la **volatilité implicite avec le VIX**.

## Centile de 3 indicateurs clés sur 3 années glissantes<sup>(1)</sup>



Source : AXA IM, Bloomberg au 21/05/2019.

(1) Volatilité implicite constatée pour les options exercées dans la monnaie sur tous les horizons.