

Multi Asset Investments Convictions en allocation d'actifs

Janvier 2019

Notre vision des marchés

Nos principaux messages et convictions



+ Surpondération des actions émergentes et américaines

No 1

Bien qu'elle soit en train de ralentir, la croissance reste supérieure au potentiel et continue de soutenir les bénéfices des entreprises



- Sous-pondération des obligations d'État
- Sous-pondération du crédit Investment Grade

No 2

Les banques centrales normalisent progressivement leurs politiques monétaires

No 3

Les anticipations d'inflation très déprimées devraient rebondir avec l'accélération de la croissance des salaires



+ Position longue sur les points morts d'inflation

No 4

Volatilité potentiellement engendrée par les inquiétudes entourant la croissance mondiale, les risques politiques ou une escalade de la guerre commerciale



Position acheteuse de volatilité

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			
Principales classes d'actifs			
Actions			Positif
Obligations	Négatif		
Matières premières		Neutre	
Liquidités		Neutre	

Actions			
Marchés développés			
Zone euro	Négatif		
Royaume-Uni		Neutre	
Suisse		Neutre	
Suède		Neutre	
ÉU			Positif
Japon		Neutre	
Émergents & diversification			
M. émergents			Relèvement
Banques zone euro		Neutre	

Obligations			
Obligations d'État			
Zone euro core	Négatif		
Zone euro périph.		Neutre	
Royaume-Uni		Neutre	
ÉU		Neutre	
Inflation			
ÉU		Neutre	
Zone €			Positif
Crédit			
Crédit IG euro	Négatif		
Crédit IG US		Neutre	
Crédit HY euro		Neutre	
Crédit HY US		Neutre	
Dettes émergentes			
Duration courte		Neutre	

Légende

Négatif

Neutre

Positif

Variation

▲ Relèvement

▼ Abaissement

Source : AXA IM au 21/12/2018

Scénarios central et alternatif

Zone euro, dernière entrée et première sortie – L'enlisement de la BCE 30%*

- Choc négatif sur la zone euro : Brexit défavorable, flambée du risque en Italie, ralentissement plus prononcé que prévu de la demande chinoise...
- Après avoir accusé un retard pendant tout le cycle économique, la zone euro devient la première région à ralentir
- La BCE ne normalise pas ses taux, qui demeurent aux niveaux actuels en 2019 et 2020
- Les anticipations de croissance et d'inflation sont révisées à la baisse



- Dégradation de l'appétit pour le risque
- Les **obligations d'État**, valeurs refuge, se redressent et les spreads périphériques s'élargissent sous l'effet de la contagion depuis l'Italie ; l'euro se déprécie
- Les actions américaines surperforment. La dette émergente pourrait résister

Scénario central

55%*

- Ralentissement de la croissance aux États-Unis, en Chine et dans la zone euro, stabilité au Japon et dans les pays émergents hors Chine
- L'accélération de la croissance des salaires finit par créer des tensions haussières sur l'inflation sous-jacente, mais de manière lente et inégale
- La résistance des conditions macroéconomiques permet aux banques centrales d'alléger prudemment leurs dispositifs d'assouplissement monétaire
- Les marchés semblent évoluer dans une fourchette plus étroite, et dans des conditions plus volatiles. Les performances attendues sont faibles étant donné les niveaux de valorisation élevés



- **Actions** : Le fléchissement de la croissance des chiffres d'affaires et les pressions sur les marges soulèvent des inquiétudes majeures, mais les valorisations ne sont pas problématiques.
- **Obligations d'État** : Pic des rendements des bons du Trésor fin 2019, avec poursuite de l'aplatissement baissier (« bear flattening ») Normalisation seulement partielle des rendements des Bunds
- **Crédit** : Les spreads de crédit devraient s'écarter légèrement sous l'influence du resserrement progressif des politiques monétaires

La Fed adoucit le ton

15%*

- Comme en 1966 et en 1995, la Fed évite/repousse la fin du cycle au moyen de mesures d'assouplissement proactives
- L'économie américaine réussit un atterrissage en douceur en 2020, sur fond de chômage stable
- La politique accommodante de la Fed démarre dès fin 2019
- Croissance et inflation américaines supérieures aux attentes dans un cycle économique ultra-prolongé



- **Obligations d'État** : Re-pentification de la courbe des taux des bons du Trésor au niveau des points morts d'inflation et des primes de terme
- **Crédit** : Élargissement des spreads
- **Actions** : Marché haussier des actions américaines, possible réédition du « reflation trade ». Les actions émergentes surperforment
- **Devises** : Baisse de l'USD

* Probabilité de chaque scénario selon RIS au 21/12/2018. 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

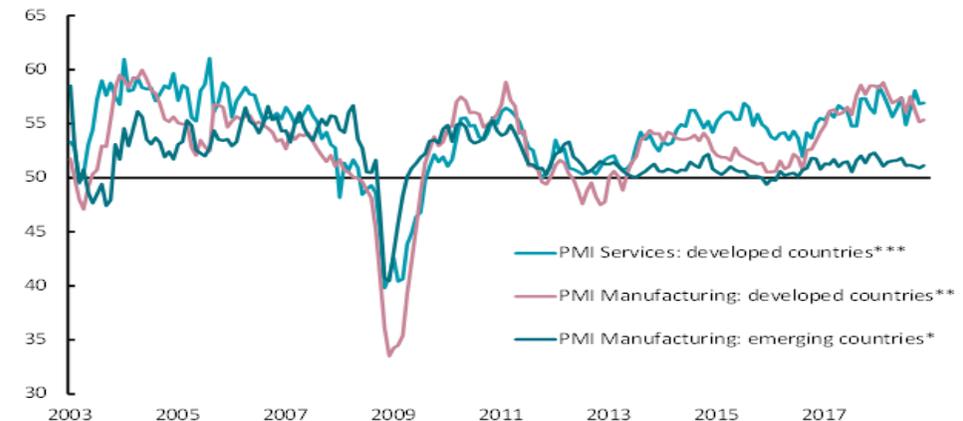
Face au ralentissement de la croissance, la politique monétaire devrait s'infléchir l'an prochain

- L'économie américaine devrait ralentir sous l'effet du resserrement des conditions financières, de la dissipation de l'impact de la relance budgétaire et de la dégradation de l'environnement commercial. Nous prévoyons toujours **un tassement de la croissance du PIB, passant de 2,8 % en 2018 à 2,3 % en 2019 et 1,4 % en 2020**, freinée par la décélération des dépenses des ménages et des investissements des entreprises
- Après une année 2018 décevante, **la croissance du PIB de la zone euro devrait ralentir, passant de 1,9 % cette année à 1,4 % en 2019 et 1,2 % en 2020** sous l'effet de la dégradation de l'environnement externe, du ralentissement des investissements des entreprises et d'un léger décrochage de la consommation privée, compensé en partie par des politiques budgétaires plus expansionnistes
- **L'économie chinoise a rencontré de plus en plus d'obstacles en 2018, tant sur le plan externe, avec les droits de douane, qu'au niveau domestique.** Prévoyant une trajectoire plus irrégulière en 2019, Pékin a ajusté ses politiques pour tenter d'organiser un atterrissage en douceur. **Le PIB devrait donc croître de 6,6 % en 2018 pour ralentir à 6,1 % en 2019 ainsi qu'en 2020**
- **Les économies émergentes devraient voir leur croissance se tasser légèrement à 4,6 % en 2019, après 4,7 % en 2018.** Toutefois, chaque région se trouve à un stade différent du cycle : **La croissance atteint son pic en Asie** et passe en-dessous de sa tendance, tandis qu'elle est **en rebond en Amérique latine** où l'économie avait atteint des niveaux très faibles précédemment; **le ralentissement le plus net est attendu dans les pays émergents d'Europe.**
- **Les grandes banques centrales devraient procéder doucement à la normalisation de leur politique monétaire.** La Fed* va poursuivre son durcissement progressif ce trimestre et le suivant, mais nous prévoyons un changement des perspectives de politique monétaire car la banque centrale commence à anticiper un ralentissement économique. La BCE** réduit son QE*** jusqu'à fin 2018 et indique que ses taux resteront inchangés jusqu'à septembre 2019, date à laquelle est prévu un relèvement du taux des pensions. Les détails techniques des réinvestissements ont été publiés et la possibilité d'opérations TLTRO n'est encore qu'en discussion. La BoJ**** devrait maintenir le statu quo.

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

Croissance du PIB réel (%)	2017	2018*	2019*	2020*
Monde	3,8	3,8	3,6	3,5
Économies développées	2,4	2,4	2,0	1,5
ÉU	2,2	2,8	2,3	1,4
Zone euro	2,4	1,9	1,4	1,2
Royaume-Uni	1,7	1,3	1,8	2,0
Suisse	1,7	3,0	1,7	1,5
Japon	1,7	0,7	0,9	0,5
Économies émergentes	4,7	4,7	4,6	4,7
Chine	6,9	6,6	6,1	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 Research & Investment Strategy, Consensus Economics, FMI et Datastream au 20/12/2018.

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

Présentation générale de notre allocation d'actifs

Nos vues :

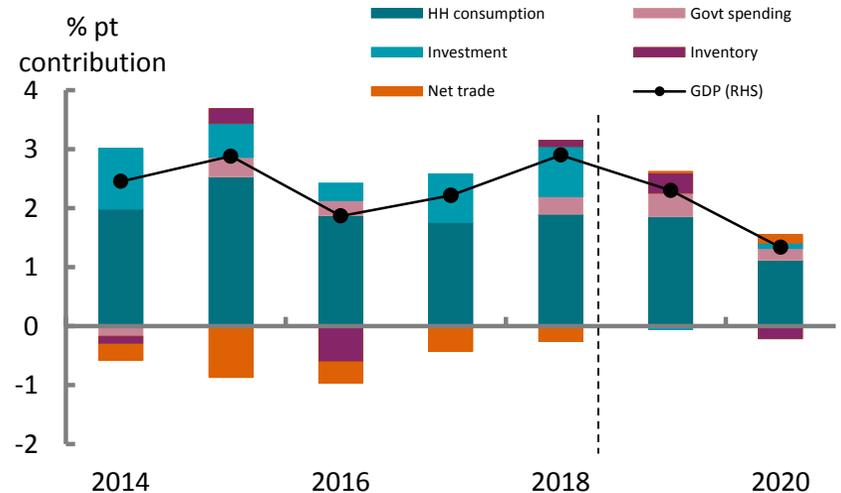
- **L'activité économique devrait ralentir dans les pays développés, ainsi qu'en Asie, et la croissance convergera progressivement vers son rythme tendanciel** sous l'effet du resserrement des conditions financières, de la dissipation de l'impact de la relance budgétaire (aux États-Unis), de l'environnement commercial, du pic des marges bénéficiaires et de la croissance plus faible du revenu des ménages. Dans ce contexte, **la croissance à deux chiffres des bénéfices des entreprises devrait redevenir inférieure à 10 %**
- **Les anticipations de poursuite de la croissance et une inflation proche de l'objectif permettront normalement à la Fed de continuer sa hausse des taux. Toutefois, les perspectives de la banque centrale devraient changer courant 2019 et commencer d'anticiper un ralentissement de l'activité**, avec seulement 2 relèvements des taux l'an prochain. La courbe des taux devrait s'aplatir davantage, et comme pendant les trois derniers mouvements similaires, cette inversion ne sera pas due à une hausse des taux courts, mais à un repli des taux longs, car les marchés commencent à s'ajuster peu à peu à des perspectives de tassement important de l'activité en 2020.
- **Les spreads des obligations d'entreprises vont vraisemblablement continuer à s'écarter** après avoir atteint des niveaux tendus par rapport aux moyennes historiques, car l'endettement des émetteurs est élevé (surtout aux États-Unis) et la croissance des bénéfices ralentit, sur fond de retrait du soutien des banques centrales. Le crédit IG est plus affecté que le crédit HY, dont le portage fournit habituellement une protection à ce stade du cycle.

Nos principales convictions :

- **Surpondération des actions américaines et émergentes** : malgré son ralentissement, la croissance est toujours supérieure au potentiel, et les valorisations sont devenues plus intéressantes
- Sous-pondération du **crédit IG**, dont les spreads devraient se creuser
- **Nous avons pris des bénéfices sur notre exposition longue aux bons du Trésor américain à 10 ans**, mais nous n'hésiterons pas à adopter de nouveau cette position si les rendements à 10 ans redeviennent supérieurs à 3 %

La croissance devrait se tasser

US contributions to growth



Principales classes d'actifs

Actions				▲
Obligations		▲		
Matières premières			▲	
Liquidités			▲	

Variation

▲ Relèvement

▼ Abaissement

Perspectives et convictions pour les marchés d'actions

Nos vues :

- **Malgré leur récente volatilité, les actions présentent encore un potentiel haussier pour 2019.** Certes, la croissance mondiale ralentit et des pressions s'exercent sur les marges (hausse des coûts unitaires du travail), ce qui devrait limiter la progression des bénéfices. Toutefois, la politique monétaire devrait rester accommodante, avec des taux directeurs réels toujours trop faibles pour être compatibles avec un ralentissement imminent. **Nous prévoyons des bénéfices par actions en hausse de 7 % environ aux États-Unis.**
- **Les valorisations sont devenues nettement plus attractives** mais leur potentiel haussier semble maintenant plus limité, en raison de la diminution des liquidités excédentaires, de la hausse des taux courts américains et de l'accroissement de la prime de risque actions (volatilité plus élevée et dégradation du sentiment des investisseurs). Au regard des ratios prix/bénéfices, les segments les moins chers sur la plupart des principaux marchés présentent maintenant des décotes très importantes.

Nos principales convictions :

- **Surpondération des États-Unis** – Les statistiques économiques indiquent que la croissance du PIB réel est toujours solide. La consommation des ménages, moteur clé de la demande aux États-Unis, reste robuste : l'endettement est faible et la confiance toujours très élevée. Les valorisations ont déjà baissé de près de 20 % cette année
- **Sous-pondération de la zone euro** – Après avoir accusé un retard dans tout le cycle économique, la zone euro risque d'être la première à ralentir à cause de sa dépendance envers des facteurs externes/de sa fragilité inhérente. L'accroissement du risque politique continue de peser sur les actions de la zone via une poursuite de la hausse de la prime de risque actions, tandis que les banques demeurent à la peine en l'absence de pentification de la courbe des taux, qui sont repartis à la baisse
- **Nous relevons notre opinion sur les actions des marchés émergents** – Après une année 2018 très difficile, nous avons le sentiment que 2019 pourrait être mieux orientée. Les valorisations se sont améliorées, les révisions de BPA donnent des signes d'accélération, les flux investis sont positifs et la classe d'actifs bénéficiera des perspectives de fin du cycle de resserrement monétaire de la Fed.

Les valorisations s'améliorent

MSCI AC World: Forward price to earnings



Marchés développés

Zone euro	▲		
Royaume-Uni		▲	
Suisse		▲	
Suède		▲	
États-Unis			▲
Japon		▲	

Émergents & diversification

M. émergents			▲
Banques zone euro		▲	

Variation

▲ Relèvement

▼ Abaissement

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

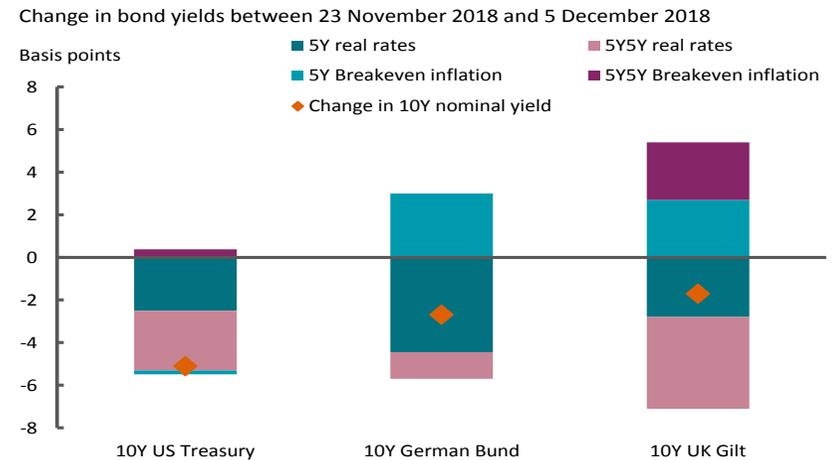
Nos vues :

- **Les rendements des obligations d'État core ont renoué avec le bas de leurs fourchettes, compressés par la montée des inquiétudes entourant l'économie mondiale et le risque d'erreur politique de la Fed, qui pourrait entraîner une récession.** L'appétit pour le risque est toujours faible : les marchés du crédit comme des actions ont peiné à dégager des performances positives en novembre. Nous avons constaté certains mouvements de couverture de positions courtes extrêmes sur les marchés des taux core, notamment aux États-Unis, tandis que les flux sur les marchés d'actifs risqués sont clairement négatifs (sauf sur les actions émergentes). Nos perspectives pour les taux core demeurent un peu plus élevées que celles du marché, où les investisseurs semblent demeurer sur la touche en raison de la liquidité restreinte et de la performance particulièrement décevante de la plupart des classes d'actifs depuis le début de l'année. On peut avancer que certains indicateurs de marché (par exemple, la forme de la courbe des taux, les spreads de crédit) préfigurent une hausse des risques de récession dans les 24 prochains mois environ, mais cette probabilité demeure inférieure aux craintes des investisseurs.
- **L'inflation reste un risque modéré du fait de la faiblesse des prix énergétiques,** et les marchés se sont ajustés en conséquence, tandis que l'inflation salariale, bien que positive, n'est pas considérée comme une menace imminente en dépit des tensions constatées sur les marchés de l'emploi en Europe et aux États-Unis.

Nos principales convictions :

- Obligations d'État : **Sous-pondération des marchés core européens (France)**
- Inflation : **Position longue mais réduite sur les points morts d'inflation de la zone euro**

Le repli des rendements est essentiellement dû à la baisse des taux réels



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

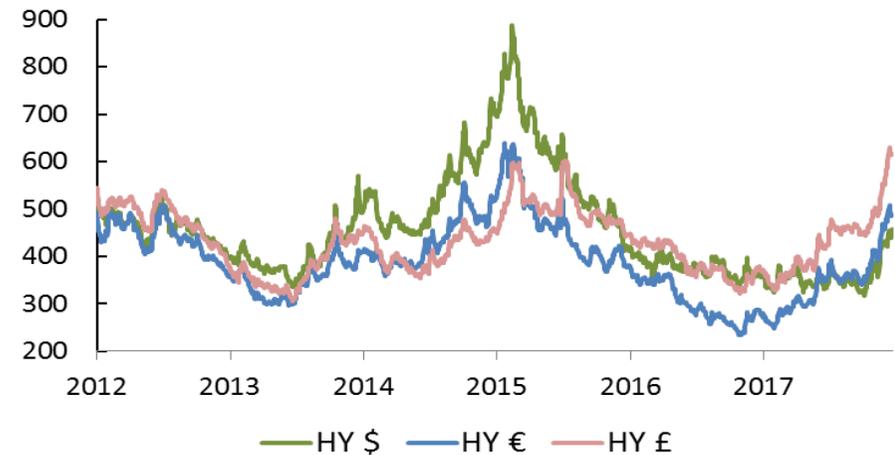
Nos vues :

- Les spreads de crédit sont résolument mal orientés, car l'appétit pour le risque disparaît sur les marchés actions et du crédit à l'approche de la fin de l'année, dans un contexte de performance particulièrement négative pour presque toutes les classes d'actifs en 2018.....**le fait que les meilleures performances aient été celles des Bunds parle de lui-même. Pour l'instant, l'élargissement des spreads reflète l'affaiblissement des perspectives de croissance mondiale et la reconnaissance du levier de plus en plus important des entreprises alors que le cycle s'approche de son terme. Cela étant, cet accès de faiblesse ne préfigure pas à coup sûr une récession imminente, et le mouvement des prix montre clairement que les actions et les spreads évolueraient favorablement en cas d'adoucissement de ton dans la guerre commerciale sino-américaine. Le sentiment et les flux d'investissement dans le crédit restent donc négatifs, notamment sous l'effet des inquiétudes politiques en Europe (Brexit et Italie). **Les marchés du crédit Investment Grade sont toujours onéreux ; les opportunités sont plus évidentes parmi les titres High Yield**, où le niveau actuel des spreads devient de plus en plus attractif si notre scénario central se concrétise (en particulier concernant le risque de récession très faible aux États-Unis à moyen terme).
- La BCE mettra un terme aux achats de son QE ce mois-ci, et les réinvestissements fourniront des flux favorables aux marchés dans les prochains trimestres, notamment au regard de la liquidation récente des positionnements sur le crédit IG. En tenant compte des flux du QE, le profil du crédit IG en EUR passe de cher à neutre dans notre modèle.

Nos principales convictions :

- Sous-pondération du **crédit Investment Grade**, Exposition neutre au **crédit High Yield en USD et EUR**

Les spreads du crédit IG en euro et HY en GBP renouent avec les plus hauts de 2016



Crédit

Crédit IG euro	Orange	Grey	Grey
Crédit IG US	Orange	Grey	Grey
Crédit HY euro	Grey	Teal	Grey
Crédit HY US	Grey	Teal	Grey

Variation

▲ Relèvement

▼ Abaissement

Perspectives et convictions pour les marchés de change

Nos vues :

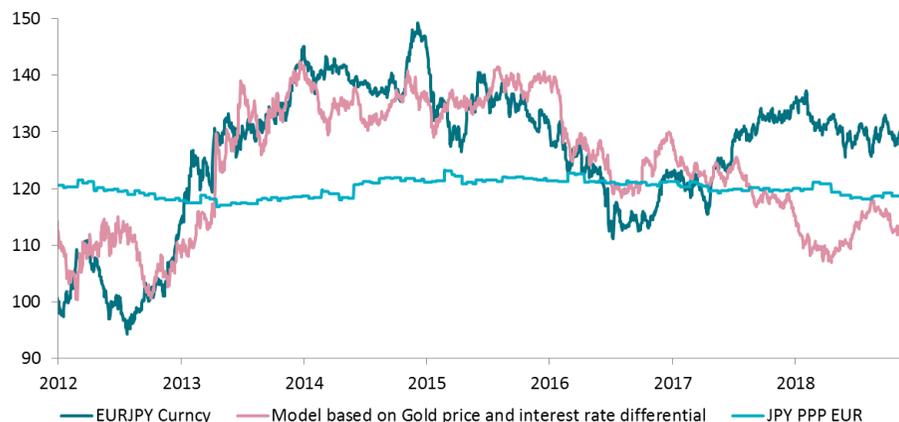
- **USD** : La tendance du dollar paraît assez mature, mais elle est toujours soutenue par la divergence entre la croissance des États-Unis et l'expansion lente des autres pays développés, ainsi que par la menace protectionniste pour la croissance mondiale et le portage important de l'USD. Le sentiment évoluera si la confiance envers la croissance mondiale se restaure ou si la guerre commerciale prend fin.
- **EUR** : L'accélération de la croissance des salaires devrait soutenir la demande intérieure et l'inflation. Mais compte tenu de la croissance et de l'inflation toujours décevantes, la BCE ne va probablement pas aller plus vite dans le resserrement de sa politique monétaire. Le sentiment peut devenir négatif, car les questions du Brexit et du budget italien ne sont pas encore résolues, et les exportations allemandes souffrent de l'affaiblissement du commerce international
- **GBP** : Le vote sur l'accord de retrait crée de nouvelles tensions politiques, mais aussi d'autres issues possibles, comme la révocation de la notification de sortie via l'Article 50. Les mouvements de repli offrent une opportunité d'achat attractive, en raison du fort potentiel d'appréciation de la livre si un « Brexit sans accord » est évitée.
- **JPY** : Contre l'EUR, le JPY est soutenu par la volatilité et la sous-évaluation du marché d'actions, mais ces facteurs ne sont pas assez forts pour lui permettre de dominer l'USD, qui bénéficie de la hausse des rendements américains.
- **CHF** : Le statut de « valeur refuge » du CHF perd de l'intérêt face au rendement plus élevé de l'USD. La BNS maintient un biais accommodant, tandis que les indicateurs de croissance et d'inflation sont maintenant en train de s'essouffler comme dans la zone euro.
- **CAD** : La sous-évaluation du CAD paraît désormais disproportionnée : les pouvoirs publics ont pris des mesures pour réduire l'offre excessive de pétrole et annoncé des incitations fiscales pour favoriser les investissements des entreprises et rester dans la course avec les États-Unis, tandis que les marchés considèrent que la BoC, comme la Fed, va réduire ses interventions malgré une inflation toujours soutenue et des taux encore éloignés du niveau de neutralité.
- **AUD** : Pressions à prévoir sur l'AUD dans un contexte de glissade continue du marché immobilier, la demande intérieure étant affaiblie par l'endettement important des ménages.

Nos principales convictions :

- Malgré notre perspective négative sur l'EUR, pas de position actives actuellement dans les portefeuilles

Source : AXA IM, Bloomberg au 21/12/2018

Le JPY est toujours sous-évalué contre l'EUR malgré la hausse de la volatilité des actions et le portage positif de la devise



Devises

USD/EUR			
USD/JPY			
USD/GBP			
USD/CAD			
USD/AUD			
USD/CHF			

Variation

▲ Relèvement

▼ Abaissement

Perspectives et convictions pour le marché de la volatilité

Nos vues :

- **Le régime de volatilité a changé courant 2018, en partant du marché américain à la suite de craintes entourant l'inversion de la courbe des taux, qui peut être un signal de récession.** La guerre commerciale a également contribué à la hausse du risque sur le marché mondial. Parallèlement, la volatilité en Europe semble se maintenir à des niveaux faibles, ce qui entraîne un creusement de l'écart de volatilité US-Europe. Le marché des actions de la zone euro demeure sous l'influence des produits structurés en renforçant les pressions baissières sur la volatilité. Globalement, la volatilité s'est accrue dans toutes les classes d'actifs, mais dans des proportions différentes. Un événement « inconnu et insoupçonné » sera capital en 2019 pour créer un potentiel baissier supplémentaire. Dans ce contexte, le déploiement d'une couverture contre le risque extrême peut constituer une bonne opportunité.
- Sur le front de la volatilité des actions, le skew est toujours cher et la structure par termes est inversée depuis début décembre sur le marché américain. À noter que la volatilité réalisée est toujours inférieure à la volatilité implicite découlant des prix à 3 mois.
- La volatilité des taux (y compris des obligations) et des devises a entamé une tendance haussière.
- Dans l'ensemble, nous serons très attentifs à l'évolution de la volatilité implicite multi-classes d'actifs au travers des corrélations croisées.

Nos principales convictions :

- À moyen terme, notre opinion est très positive envers **la volatilité des actions de la zone euro**
- Nous avons identifié une opportunité d'actifs croisés sur **le taux de change GBP/USD**
- Opinion toujours positive à l'égard de **la volatilité de l'or** à moyen terme
- Avis favorable sur **la couverture du risque extrême**

Source : AXA IM, Bloomberg au 21/12/2018
Calcul des corrélations selon la méthodologie des facteurs d'atténuation

Corrélation historique des volatilités implicites

