

Les banques centrales et la politique peuvent-elles faire dérailler la reprise en cours ?

La reprise timide se poursuit, face à des risques croissants

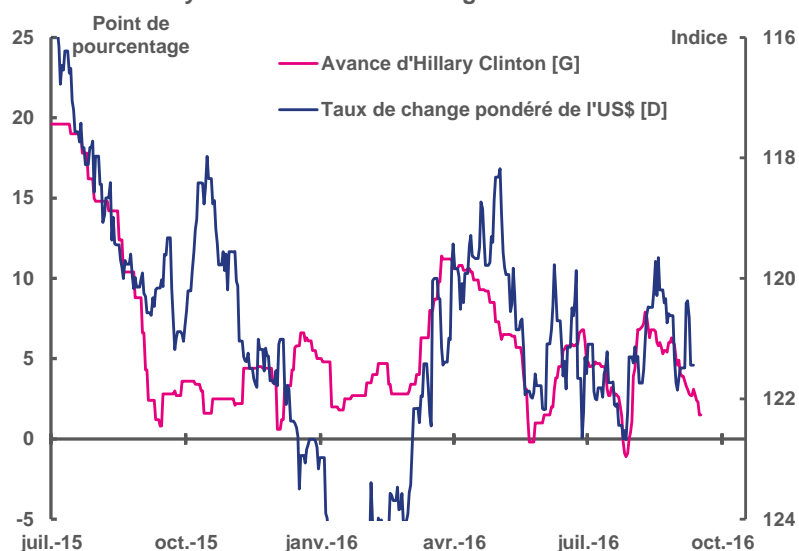
Points clés

- Un été étonnamment paisible en dépit du Brexit et la modeste reprise en cours ne devraient pas laisser la place à trop de complaisance.
- L'action des banques centrales est scrutée par les marchés mais les attentes pourraient être trop élevées : alors que la Fed prépare un resserrement modeste, et la Banque du Japon une stabilisation de sa politique monétaire, nous nous attendons à une action modeste de la BCE en décembre. Les marchés pourraient bientôt mettre en doute le « nouveau normal » des banques centrales.
- Les risques politiques reviennent progressivement sur le devant de la scène, avec notamment l'approche des élections présidentielles américaines. Un regain d'aversion au risque est possible, mais les marchés pourraient considérer l'élection de Donald Trump comme favorable au dollar car soutenant l'activité économique à court terme et stimulant la rentabilité des entreprises. Puis le referendum italien suivra mais trop tard pour que le sujet bancaire revienne en 2016.
- Dans ce contexte, nous restons sous-pondérés sur les actions et neutres sur les taux. Nous gardons confiance dans le crédit, soutenu par la quête de rendement au niveau mondial et des facteurs techniques solides en Europe. Nous avons des inquiétudes au sujet de la volatilité à venir.

Figure 1

Les marchés semblent considérer une élection de Trump favorable au dollar

Avance d'Hillary Clinton dans les sondages et dollar



Source : Bloomberg et Recherche AXA IM

Recommandation d'allocation d'actifs

Allocation globale	Court terme (3-6M)	Moyen terme (12-24M)
Liquidité	=	=
Actions	●	●
Obligations d'Etats	=	●
Crédit	●	=

▲/▼ Changements du mois

Source : Recherche AXA IM

Un bel été

L'été, qui semblait devoir à nouveau être difficile suite au référendum britannique et aux inquiétudes à l'égard du secteur bancaire italien, a finalement été paisible.

Le calme relatif après le Brexit a été permis par l'assouplissement des politiques monétaires. La BoE, qui a annoncé un paquet de soutien préemptif (baisse de taux de 25pb, un soutien au financement, 60Mds£ d'achats de gilts et 10Mds£ d'achats de crédit d'entreprises pour les 18 mois à venir). En conséquence, loin de la forte aversion au risque prévue, les actions ont atteint des sommets et les taux obligataires ont baissé, avec de nouvelles anticipations d'assouplissement des politiques monétaires au niveau mondial.

Toutefois, l'absence de clarté dans le processus de Brexit pourrait peser sur les perspectives. Le nouveau gouvernement britannique n'a guère clarifié ce à quoi pouvait ressembler la procédure ou le calendrier d'un éventuel Brexit (hors l'annonce d'un système d'immigration à points). Bien qu'il existe peu d'indication sur la performance de l'économie britannique depuis le vote, nous pensons que les enquêtes auprès des entreprises, qui suivent une trajectoire erratique, sont cohérentes avec notre scénario de croissance modérée au second semestre 2016. Néanmoins, avec un deuxième trimestre plus ferme que prévu, notre prévision de croissance pour 2016 est en légère hausse à 1,8% (consensus : 1,6%). Notre prévision pour 2017 est quasi inchangée à 0,4% (consensus à 0,8%).

En Italie, un plan de recapitalisation des banques minutieusement élaboré a contenu les craintes sur l'ensemble du système bancaire – même si nous voyons toujours des risques à la baisse dans ce domaine – et cela apparemment sans compromettre les chances du Premier ministre Matteo Renzi de gagner le référendum constitutionnel (dont la date doit encore être annoncée pour fin octobre/novembre). Matteo Renzi a entre-temps commencé à retirer sa menace de démissionner s'il perdait le référendum, afin d'éviter de personnaliser le vote.

Dans ce contexte, l'activité de la zone euro devrait rester solide pour le reste de l'année (après un début de troisième trimestre modéré). Il semble y avoir peu de répercussions immédiates du Brexit sur l'activité de la zone euro. En outre, la croissance a été raisonnablement solide depuis 2014 et a permis une amélioration des marchés du travail de la zone euro. Ceci soutient de plus en plus la demande intérieure. Même si nous attendons un ralentissement du PIB au troisième trimestre, nous prévoyons une croissance de la zone euro de 1,5% en 2016 (consensus : 1,5%).

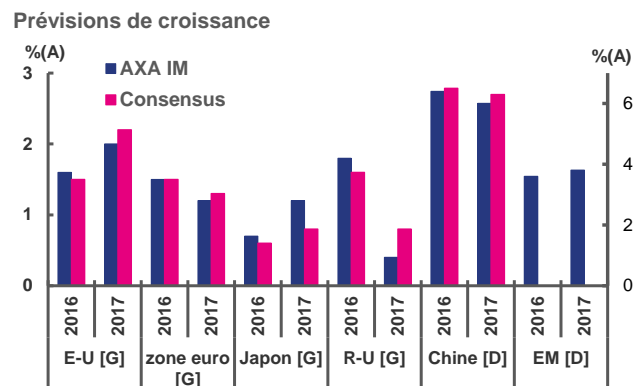
Croissance mondiale toujours modeste

Ailleurs dans le monde, la croissance reste plus soutenue (Figure 2). Après un deuxième trimestre assez robuste, la croissance chinoise devrait rester solide. Nous attribuons la faiblesse de juillet à de graves inondations qui ont entraîné des fermetures d'usines et des reports d'achats. Nous nous attendons à ce que

l'activité se redresse dans les prochains mois, soutenue par les coûts de la reconstruction et des achats de rattrapages. En outre, en août, la Chine a annoncé la première progression de ses importations sur un an depuis octobre 2014, alors que les baromètres du commerce régional suggèrent un rythme soutenu du commerce international dans l'ensemble de l'Asie.

Figure 2

Les prévisions de croissance



Source : Bloomberg et Recherche AXA IM

Nous maintenons notre prévision de croissance du PIB de 6,4% en 2016 (consensus : 6,5%). Un changement d'orientation politique en Chine, moins axée sur la stabilisation de la croissance et davantage sur les réformes et la réduction des capacités, est susceptible de provoquer un ralentissement pour le reste du second semestre. Le *policy mix* restera en soutien sur le plan budgétaire, tandis que les préoccupations des autorités sur les risques financiers peuvent limiter un nouvel assouplissement de la politique monétaire, en dépit d'une inflation (IPC) qui est passé à 1,3% en août.

Plus généralement, notre relatif optimisme pour une expansion mondiale au second semestre est encouragé par les signes de légère amélioration des PMI en Amérique latine (les PMI asiatiques ont modestement progressés tandis que ceux d'Europe centrale et orientale se stabilisent). Dans la plupart des régions (à l'exception de l'Europe centrale et orientale), ceci est soutenu par une baisse progressive de l'inflation, reflet des prix de l'énergie et de l'atténuation des effets de change. Ceci a toutes les chances de permettre aux banques centrales de maintenir leurs politiques monétaires plutôt accommodantes (à quelques exceptions près, dont le Mexique), et nous attendons des baisses de taux au Brésil et en Russie. En outre, les conditions financières ont permis de soutenir les afflux de capitaux, en particulier sur le segment de la dette émergente. Nous prévoyons une croissance des émergents de 3,6% en 2016, reflétant une forte expansion de l'Asie émergente (5,7%), une accélération de l'Europe émergente (0,8%) et une stabilisation en Amérique latine à -1,0%.

Dynamique américaine modérée à l'approche des élections

Les indicateurs américains continuent d'indiquer une reprise modérée. Au-delà de l'industrie, l'indice ISM non-

manufacturier enregistre sa plus forte baisse en août, son plus bas depuis six ans. Mais les dépenses de consommation ont augmenté de 4,4% (annualisés) au deuxième trimestre, et nous prévoyons une croissance solide au troisième trimestre à la faveur de la récente hausse de la confiance des consommateurs, qui est désormais proche de ses sommets post-2008. Les ventes de détail d'août pourraient expliquer certaines faiblesses des enquêtes de conjoncture, notamment en raison de la baisse des achats de véhicules. Les perspectives d'investissement des entreprises restent plus positives au troisième trimestre, avec une stabilisation après une période de faiblesse, tandis que l'investissement résidentiel semble rebondir.

Dans l'ensemble, nous attendons une croissance américaine solide au troisième trimestre, probablement supérieure à 3% sur une base annualisée, dopée par la fin de la contraction des stocks, suivie par une croissance plus modérée au quatrième trimestre (2% environ). La perspective d'un renforcement au second semestre soutient notre prévision de croissance à 1,6% en 2016 (consensus : 1,5%). Nous estimons que cette dynamique rafferme permettra une modeste accélération du PIB en 2017, à 2,0% (consensus : 2,2%).

Peut-on faire confiance aux banques centrales ?

La BCE a défié les anticipations de marché d'un nouveau stimulus en septembre, mais a laissé entendre un report à décembre. La BCE a revu légèrement à la baisse ses prévisions de PIB, résultat du Brexit, mais bien moins que les 0,5pp sur deux ans suggérés antérieurement par le président Draghi. Ceci n'a eu qu'un léger impact sur les perspectives d'inflation. Avec des prévisions d'inflation toujours en deçà de l'objectif, nous voyons une occasion d'extension de l'assouplissement quantitatif – ce que Draghi a reconnu, et qui est partagé par le marché. L'annonce d'un comité chargé d'étudier les options d'ajustement de mise en œuvre du QE, conséquence de l'extension, ajoute à notre attente. Toutefois, nous nous méfions qu'un tel élargissement puisse rester modeste et ne représenter qu'un ajustement des paramètres techniques pour permettre l'achat d'actifs pour quelques mois au-delà de mars 2017, avec une faible incidence sur le marché.

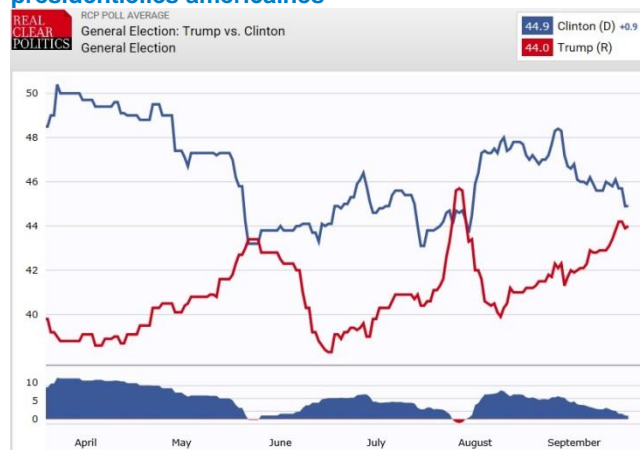
Après son très attendu "bilan détaillé du QQE", la BoJ a décidé des ajustements limités de politique monétaire en septembre, principalement par l'introduction d'un « contrôle de la courbe des taux ». Le résultat est proche de nos attentes et vise à faire d'une pierre deux coups : i) répondre aux préoccupations du secteur financier en limitant l'aplatissement de la courbe ; ii) rendre le programme de QQE plus durable dans le temps. Les marchés ne semblaient pas convaincus, avec une nouvelle appréciation du yen depuis le 21 septembre. Dans l'ensemble, cette mesure indique que la BoJ a renoncé à agir de manière proactive à soutenir l'activité. Nous notons néanmoins que ce nouveau cadre pourrait permettre une coordination plus étroite des politiques monétaire et budgétaire. La Fed n'a pas surpris les marchés en septembre, et le statu quo politique laisse

entrevoir un possible relèvement des taux en décembre. La Fed reste prudente, mais plus optimiste sur la croissance et les créations d'emplois à court terme. À plus long terme, le FOMC a abaissé son estimation du taux de croissance de long terme de 1,8% à 2,0%, et a en conséquence revu ses perspectives de taux court à long terme à 2,8-3% (contre 3,0-3,3% auparavant). Par ailleurs, la Fed a remarqué l'amélioration de plusieurs indicateurs du marché du travail, et laisse entendre que les risques sont maintenant plus équilibrés. Dans ce contexte, les marchés, comme nous, prévoient une hausse de 25pdb en décembre. Au-delà, et sur les perspectives de poursuite de la reprise économique, la Fed devrait relever ses taux de nouveau en 2017. Mais la lenteur du rythme de resserrement devrait avoir relativement peu d'impact sur les taux longs ou le dollar, qui seront plus sensibles aux élections.

Élections américaines

Le débat télévisé du 26 septembre devrait déclencher une réaction de marché liée à l'élection. La forte chute de Donald Trump dans les sondages après la convention républicaine de juillet s'inverse. Récemment, il a réduit l'écart (Figure 3), sans doute en raison du recentrage de sa campagne sur les valeurs républicaines. Trump a modifié ses propositions économiques (en ligne avec les parlementaires républicains), rendu visite au président mexicain Nieto afin de dissiper les inquiétudes quant à son racisme, et parlé de renforcer l'effort militaire américain (sans le chiffrer) pour obtenir une « paix du fort ». Le premier débat télévisé entre Trump et Clinton le 26 septembre pourrait jouer un rôle déterminant.

Figure 3
Evolution des sondages pour les élections présidentielles américaines



Source : Real Clear Politics, au 19 septembre 2016

Nous supposons qu'une victoire de Clinton serait accueillie par un rebond de soulagement et un retour de l'appétit au risque. La réaction à une victoire de Trump est moins évidente. Les propositions économiques Trump/Chambre républicaine consistent principalement en une relance budgétaire ciblant les entreprises. Si Trump atténue certaines de ses propositions les plus agressives sur l'immigration et le commerce international, les marchés pourraient se concentrer sur le soutien à l'activité économique et l'amélioration de la

rentabilité des entreprises. Les marchés devraient être plus intéressés par l'élection après le débat télévisuel. Les élections précédentes ont rarement déclenché de la volatilité sur les marchés, de brusques fluctuations des devises ou d'ajustement des taux. Mais celle-ci pourrait amener plus de volatilité. A ce stade, en observant l'écart dans les sondages entre les deux candidats, les marchés semblent considérer une élection de Trump comme positive pour le dollar, au moins en termes de taux de change pondéré (Figure 1).

Maintenir la sous-pondération sur les actions et garder confiance dans le crédit

Les banques centrales restent la principale force de soutien au marché. Mais comme ces politiques monétaires plus accommodantes pourraient disparaître lentement, nous voyons de plus en plus de chances de réactions volatiles du marché. Même sans annonce surprenante, en raison des décisions moins fortes de la BCE et de la BoJ, les marchés obligataires ont réagi brutalement. La partie longue de la courbe des emprunts d'État allemands a gagné environ 15pb et les marchés actions ont corrigé. Ceci fait simplement apparaître la mesure d'addiction des marchés à la liquidité. Dès lors, nous insistons sur les risques suivants :

- Une croissance légèrement plus forte signifierait moins de liquidité ou pire,
- la crainte que les banques centrales s'interrogent sur l'efficacité de leur politique pourrait facilement faire dérailler les marchés, en particulier les actions que nous considérons comme presque « valorisées à la perfection ».

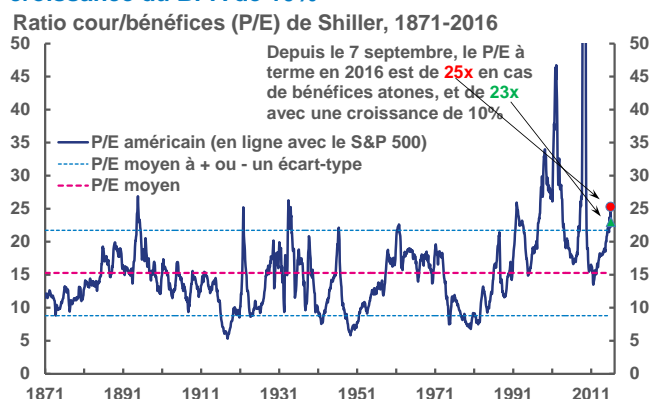
Par conséquent, nous conseillons de rester sous-pondérés sur les actions.

Les marchés actions ont continué d'afficher une performance positive cet été dans un environnement de croissance stable et, plus important, une hausse constante de la croissance attendue des bénéfices (mesurée par le taux de croissance anticipé à douze mois). À la veille de la saison des résultats du troisième trimestre, les anticipations de bénéfices mondiaux sont autour de 10%. Cependant, la croissance des bénéfices publiés est restée négative. En conséquence, les marchés actions mondiaux se négocient nettement au-dessus de 21x P/E (les bénéfices publiés). Pire encore, les mesures classiques de valorisation suggèrent que la bourse américaine, essentielle pour un pari directionnel, est chère. L'indice Shiller P/E se négocie actuellement à environ 25x en supposant des bénéfices stables en 2016 (Figure 4). La dernière fois que nous avons observé des valorisations aussi élevées dans un marché en hausse était début 1992, puis à la fin des années 90 et au début des années 2000, lorsque l'éclatement de la bulle technologique a entraîné un effondrement des bénéfices et des valorisations en hausse brutale. Dans une hypothèse consensuelle de la croissance des bénéfices à 10%, les multiples seraient de 23x, une valorisation toujours tendue. Pour ramener les valorisations dans une fourchette d'un écart-type, la croissance des bénéfices

doit être supérieure à 15%, ce qui semble difficile à atteindre dans l'environnement économique actuel¹.

Figure 4

Des valorisations élevées, même en supposant une croissance du BPA de 10%



Source : site internet de Robert J. Shiller et Recherche AXA IM

À notre avis, les mouvements les plus récents des marchés actions témoignent de tensions croissantes. Outre la hausse des bénéfices et la forte valorisation, les marchés se sont appuyés sur la liquidité, ce qui a bénéficié à tous les styles d'investissement, sauf contrariants. C'est pourquoi nous mettons en garde contre « l'exubérance irrationnelle » sur le marché des actions.

Obligations : risques de duration plus équilibré

Les marchés mondiaux ont subi une légère correction au cours des dernières semaines, avec une hausse des taux des emprunts d'État de 10-20pb aux États-Unis et en Europe. Ce mouvement a débuté au Japon en août, suite à la réunion décevante de la BoJ en juillet, mais les marchés européens et américains ont fait de même après la réunion de la BCE début septembre. Il est intéressant de noter que, malgré l'attention des marchés centrée sur la pentification de la courbe des taux par la BCE et la BoJ, nos outils analytiques suggèrent que l'essentiel de ce mouvement des taux était en fait porté par le marché britannique des Gilts. Un positionnement lourd pendant et après le Brexit semble avoir été partiellement corrigé, d'où l'augmentation sensible des taux des Gilts (0,75% contre 0,51%).

La question est de savoir si la pression à la baisse sur les taux à long terme, résultant de l'assouplissement quantitatif en zone euro et au Japon, va diminuer, conduisant à une deuxième vague de correction. La BoJ semble satisfaite de l'évolution des prix et de la courbe des taux actuelle. En conséquence, son approche de ciblage de la courbe des taux permet le statu quo. En ce qui concerne la BCE, nous prévoyons une extension du programme d'achat d'actifs en décembre combinée à des changements apportés à sa mise en œuvre qui

¹ Ghotgalkar, V., Page, D. et Wenzel, F., « [Actions américaines – les risques sont à la baisse](#) », Recherche AXA IM, 9 septembre 2016.

devraient permettre de réduire légèrement la pression sur la partie longue de la courbe allemande.

En conséquence, le risque de duration est aujourd'hui plus équilibré qu'il l'était précédemment, ce qui conforte notre position neutre à court terme. Si nous sommes prudents concernant les risques à venir, notamment sur le plan politique, à une époque où les marchés ont un appétit au risque assez élevé, nous notons que le soutien des banques centrales semble atteindre ses limites et pourrait même décliner sur la partie longue. Nous conservons une préférence pour les bons du Trésor américain, où les perspectives de rendement sont plus élevées et les facteurs techniques moins présents.

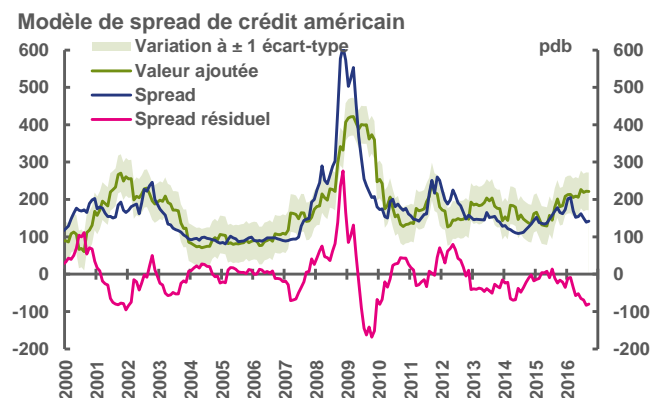
Long sur le crédit, malgré la forte valorisation

Les facteurs techniques solides, l'abondance de la liquidité et la baisse des risques extrêmes offrent encore une vue positive au crédit. Nous prévoyons que le HY sera le principal bénéficiaire de cet environnement favorable, cette classe d'actifs offrant une reprise satisfaisante tandis que l'action des banques centrales demeure le principal soutien pour le crédit IG, en particulier en Europe.

Nous pensons cependant que la valorisation est devenue chère pour la plupart des crédits, à l'exception du GBP. En particulier, nos indicateurs de valorisation du crédit IG américain sont maintenant au-delà du seuil d'un sigma (Figure 5). Nous nous attendons à ce que les taux de défauts restent limités (seulement deux producteurs d'énergie ont fait défaut récemment), atténuant les inquiétudes quant à la valorisation du crédit américain. En effet, le taux de défaut hors énergie demeure anodin.

Figure 5

Le crédit IG américain est devenu extrêmement cher



Source : BoAML et Recherche AXA IM

Les achats de la BCE et de la BoE depuis la mi-septembre offrent un solide filet de sécurité à la diffusion du risque. Dans le même temps, les rachats d'obligations souveraines compriment les taux et alimentent la quête de rendements par les investisseurs.

La récente demande supplémentaire de la part des banques centrales et la baisse du coût du capital créent le risque d'une offre additionnelle. Pourtant, nous avons observé peu de signes d'augmentation de l'endettement en Europe, en dépit de la hausse du volume d'opérations

du marché primaire. En effet, la première émission à un rendement négatif sur la tranche de maturité 3-4 ans s'est produite ce mois-ci.

Même si nous voyons un recul des *spreads* en raison de l'abondance de l'offre, les facteurs techniques solides devraient bientôt les faire rebondir dans le contexte de la publication des bénéfices du troisième trimestre (à partir de la mi-octobre).

Nous maintenons notre préférence pour le haut rendement par rapport à l'IG, compte tenu de son portage plus intéressant et de la stabilité de l'environnement macroéconomique. Parmi ces marchés, le HY américain devrait générer d'excellentes performances absolues avec la hausse des taux USD, alors que le HY européen devrait offrir des rendements positifs par effet de contagion des rachats d'actifs de la BCE. Nous ne sommes pas hostiles à l'IG en soi, mais son faible taux/*spread*, l'offre potentielle et l'aversion au risque de duration, sont de nature à limiter le potentiel de hausse des rendements au-delà du portage.

Actions : rester défensif

Nos recommandations d'allocation par région gardent une orientation défensive compte tenu de notre prudence vis-à-vis du marché actions mondial. Nous privilégions les États-Unis par rapport à la zone euro en raison : (1) de la situation macroéconomique relativement solide, (2) de sa nature défensive dans les scénarios de marché défavorables, (3) de la valorisation relative de la zone euro en perspective historique corrigée de l'effet sectoriel et (4) des risques politiques extrêmes relativement moins élevés liés au référendum italien. En outre, en dépit des élections, les États-Unis ont encore un statut de valeur refuge et tendent à offrir une protection en cas de faible performance généralisée, même quand ils sont à l'origine du problème. En regard de l'historique des écarts de valorisation, l'Europe n'est pas particulièrement bon marché par rapport aux États-Unis. Le marché américain est également plus attractif en termes de rentabilité et d'endettement.

L'activité économique faiblissante sape les perspectives de bénéfices au Japon, et la BoJ semble renoncer à une politique toujours plus accommodante. La croissance des bénéfices nippons reste morose, avec des ventes qui stagnent et des marges en contraction. Le yen s'est apprécié d'environ 15% depuis le début de l'année et va continuer de peser sur les exportations. Nous maintenons notre sous-pondération des actions japonaises.

Nous restons neutres sur le Royaume-Uni, mais restons toutefois préoccupés par les risques associés au Brexit, et ses conséquences à long terme. De plus, nous n'aimons pas sa forte exposition sectorielle aux matières premières, même si la faiblesse de la livre sterling et une BoE prudente restent des soutiens importants. En Suisse, nous estimons que le marché est un peu cher et ne devrait être soutenu que par les opérations de fusion-acquisition dans un avenir proche. La nature défensive du marché suisse, sa forte exposition aux bénéfices

mondiaux et une composition sectorielle favorable devraient payer à plus long terme.

Sur les marchés émergents, nous conservons notre position neutre. En dépit de l'accélération de l'activité et d'une modération de l'inflation, nous restons préoccupés par l'évolution de l'endettement des entreprises et par les problèmes structurels de plusieurs marchés. Au sein de la classe d'actifs, nous conservons nos paris régionaux : surpondérer l'Asie / sous-pondérer l'Amérique latine et la zone EMEA. La récession pèse sur les résultats d'importants pays comme le Brésil et la Russie, et nous estimons que les prévisions de croissance intégrées par les marchés sont trop optimistes. La capacité à fournir davantage de soutiens monétaire et budgétaire crée un filet de sécurité macroéconomique, un facteur important qui sépare l'Asie des autres régions émergentes. Les marchés émergents se négocient à un multiple de bénéfices moins élevés et jouissent d'une rentabilité supérieure, appuyées par des estimations de croissance et de bénéfices relativement solides.

Prendre garde à ce qui pourrait advenir

En résumé, une plus grande stabilité de l'environnement macroéconomique a favorisé les marchés actions qui ont progressé, conduit à une légère augmentation des taux des emprunts d'État, et soutenu la surperformance du crédit. Alors que nous prévoyons la persistance de conditions favorables sur le plan macroéconomique, des risques politiques et des signaux subtils de réorientation de la politique monétaire mondiale pourraient changer la donne. Ceci est d'autant plus vrai que le monde s'intéresse de plus près à des élections présidentielles américaines au résultat incertain.

ALLOCATION D'ACTIFS RECOMMANDEE

Allocation globale	Court terme (3-6M)	Moyen terme (12-24M)
Liquidité	=	=
Actions	●	●
Obligations d'Etats	=	●
Crédit	●	=

▲/▼ Changements du mois

Actions	Court terme (3-6M)	Moyen terme (12-24M)
Etats-Unis	=	=
Zone euro	●	=
Royaume-Uni	=	=
Suisse	=	●
Japon	●	●
Amérique latine	●	=
Europe émergente	●	=
Asie émergente	●	●

▲/▼ Changements du mois

Obligations d'Etat	Court terme (3-6M)	Moyen terme (12-24M)
Etats-Unis	●	●
Zone euro	=	=
Cœur zone euro	=	=
Périphérie zone euro	=	=
Royaume-Uni	=	=
Japon	=	=
Pays Emergents	=	=
Swap spreads	=	●
Indexées à l'inflation	=	●
Etats-Unis	●	●
Europe	=	●

▲/▼ Changements du mois

Crédit	Court terme (3-6M)	Moyen terme (12-24M)
Corporate - Etats-Unis	●	=
Corporate - zone euro	=	●
High Yield - Etats-Unis	●	●
High Yield - zone euro	●	=

▲/▼ Changements du mois

Nos convictions

- Nous suggérons de maintenir la liquidité à neutre.
- Les niveaux élevés de valorisation et des attentes en termes de croissance des bénéficiaires soutiennent notre sous-pondération des actions.
- Un environnement de croissance faible plaide en faveur des instruments de taux. Nous continuons de surpondérer le crédit, porté par le programme de rachat de la BCE.

- =====
- L'incertitude sur les bénéficiaires, les risques politiques et le beta élevé nous incitent à la prudence sur les actions européennes.

- Nous confirmons la sous-pondération des actions japonaises sur la base de l'appréciation du yen et de l'essoufflement de la dynamique des bénéficiaires. Un rebond des financières suite à l'annonce de la BoJ reste possible.

- Nous suggérons d'aligner les marchés émergents et les marchés développés mais nous confirmons notre vue positive concernant l'Asie émergente.

- =====
- La politique monétaire pèse sur la prime de terme au niveau mondial. Malgré la politique de la Fed, les bons du Trésor américain sont très attrayants en raison du portage et de la recherche globale de rendement.

- Les changements marginaux sur le CSPP ont permis un rééquilibrage des risques sur le Bund. Les spreads périphériques semblent serrés et ne rémunèrent pas suffisamment compte tenu des risques.

- Nous maintenons nos positions sur les obligations indexées américaines dans un contexte de hausse des prix et des salaires.

- =====
- Le crédit reste notre classe d'actifs préférée en dépit du resserrement des spreads. Les valorisations élevées et la hausse de l'endettement des entreprises incitent à la prudence sur l'IG américain.

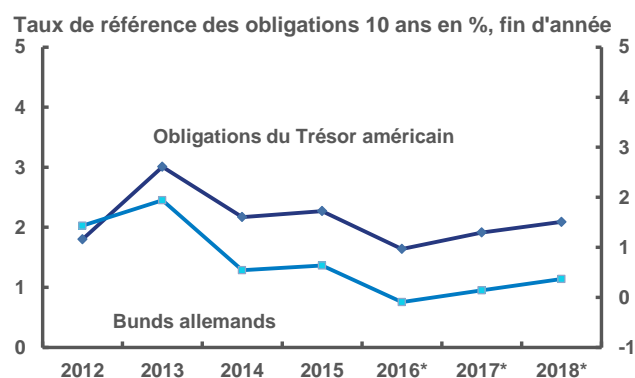
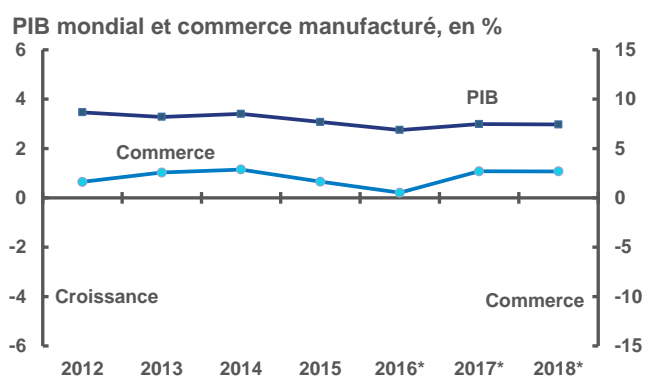
- Le crédit en zone euro (IG et HY) continuera de bénéficier du CSPP de la BCE. De plus, les bilans des entreprises européennes sont dans l'ensemble solides.

RESUME DES PREVISIONS

22 septembre 2016	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*	2018*
Croissance							
Monde (PPP)	3.5	3.3	3.4	3.1	2.7	3.0	3.0
Croissance (Market FX rate)	2.5	2.4	2.7	2.7	2.4	2.7	2.6
Etats-Unis	2.2	1.7	2.4	2.4	1.6	2.0	1.8
Zone euro	-0.8	-0.3	0.9	1.6	1.5	1.2	1.2
Royaume-Uni	1.3	1.9	3.1	2.4	1.8	0.4	1.5
Japon	1.7	1.4	-0.1	0.6	0.7	1.2	1.2
Chine	7.7	7.7	7.3	6.8	6.4	6.0	5.9
Reste de l'Asie	5.8	5.8	6.1	6.2	5.0	4.8	4.8
Reste du monde	3.6	3.3	3.0	2.0	2.0	2.7	2.8
Commerce mondial							
Biens manufacturés	1.6	2.6	2.9	1.6	0.5	2.7	2.7
Inflation							
Etats-Unis	2.1	1.5	1.6	0.0	1.1	2.2	2.0
Zone euro	2.5	1.4	0.4	0.0	0.1	0.9	1.0
Royaume-Uni	2.8	2.6	1.5	0.1	0.7	1.7	2.1
Japon	-0.5	0.0	2.7	0.8	-0.1	0.3	0.4
Pétrole brut (Brent), US\$/baril							
	112.0	108.9	99.2	53.0	42.4	50.8	54.9
Taux officiels et devise (fin de période)							
Etats-Unis							
Fed funds (actuel/objectif)	0.17	0.09	0.06	0.35	0.63	0.88	0.63
Oblig. Trésor 10 ans	1.80	3.01	2.17	2.27	1.64	1.91	2.09
Zone euro							
EONIA	0.13	0.17	-0.05	-0.25	-0.4	-0.4	-0.4
Bunds 10 ans	1.43	1.94	0.54	0.63	-0.10	0.14	0.36
€1 = ... US\$	1.33	1.38	1.21	1.09	1.08	1.05	1.07
Japon							
Jour le jour	0.09	0.10	0.05	0.05	-0.04	-0.04	-0.04
JGB 10 ans	0.79	0.74	0.33	0.27	-0.04	0.11	0.36
US\$1 = ... JPY	76	105	120	120	100	100	99
€1 = ... JPY	115	145	145	130	108	105	106
Royaume-Uni							
Base BoE	0.5	0.5	0.5	0.5	0.1	0.1	0.5
Gilt 10 ans	1.96	3.03	1.76	1.96	0.5	0.8	1.1
€1 = ... GBP	0.81	0.83	0.78	0.74	0.86	0.83	0.83
Suisse							
Jour le jour	-0.2	-0.1	-0.2	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8
10 ans	0.45	1.09	0.37	-0.07	-0.5	-0.2	0.3
€1 = ... CHF	1.21	1.23	1.20	1.09	1.08	1.05	1.04

Sources : FMI, Datastream, Recherche AXA IM

*Prévisions AXA IM

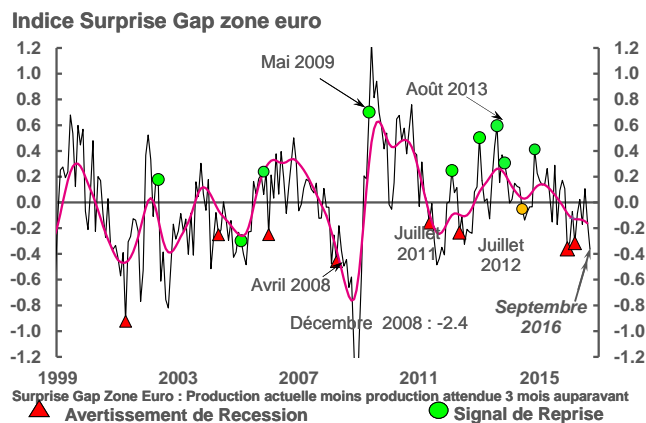


Ces prévisions ne constituent pas nécessairement un indicateur fiable quant aux performances futures

CHARTBOOK : SURPRISE GAPS ET RAB

Figure 6

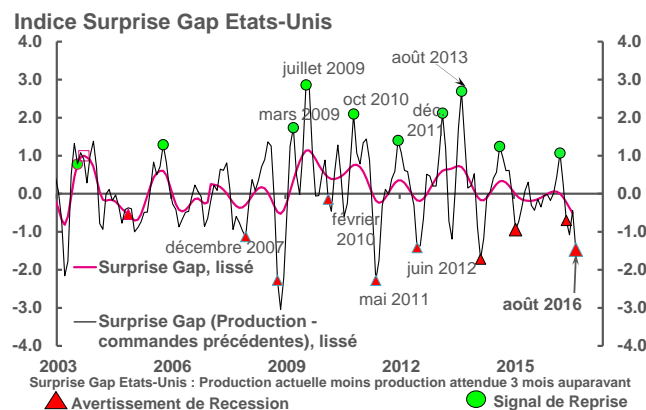
Surprise gap euro : à des niveaux négatifs inquiétants



Source : Ifo, Insee, Istat, INE, CBS, NBB, AXA IM Research

Figure 7

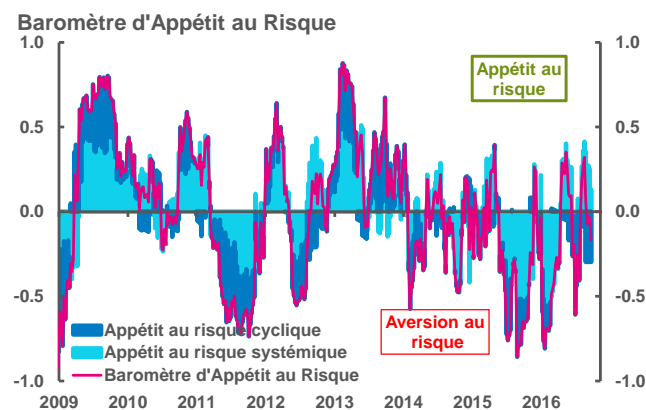
Surprise gap américain : toujours plus négatif



Source : ISM, AXA IM Research

Figure 8

RAB : retour à des niveaux négatifs avec un risque cyclique



Source : Markit, Bloomberg, Datastream, AXA IM Research

Surprise gap zone euro : profondément négatif

Le surprise gap de la zone euro a reculé pour le deuxième mois consécutif, atteignant son plus bas niveau depuis fin 2011, suggérant une dynamique inquiétante dans le secteur manufacturier. Cela reflète essentiellement le sentiment des entreprises qui ont vu leur production fortement chuter en France, en Espagne et aux Pays-Bas, tout en restant relativement robustes en Allemagne.

Surprise gap Etats-Unis

Le Surprise Gap américain a de nouveau reculé en terrain négatif, en ligne avec ses niveaux les plus bas de la mi-2012 ou de février 2014. Nous pensons que ces résultats sont exagérés, mais qu'ils impliquent un ralentissement de la croissance pour le troisième trimestre aux alentours de 3 %.

Baromètre d'appétit au risque (RAB)

Après un rebond post Brexit, notre indicateur RAB est de retour en septembre en territoire d'aversion au risque. Sans surprise, cela est dû essentiellement à la chute du surprise gap, tandis que le spread des obligations d'entreprises et la tendance de ces trois derniers mois restent positifs en termes d'appétit pour le risque.

Sur un plan plus global, le risque systémique demeure favorable aux actions.

PERFORMANCE DES MARCHES

22 septembre 2016		Perf (%)				
		-1M	-3M	-12M	YTD	
Univers obligataire						
Obligations d'Etat						
Etats-Unis	(indice JPM EMU GBI ALL Mats)	-0.5	0.5	4.9	4.9	
Europe	(indice JPM EMU GBI ALL Mats)	-0.7	1.4	6.6	5.5	
Royaume-Uni	(BofA ML UK Gilts All Mats)	-1.8	6.3	13.3	13.5	
Japon	(BofA ML JP All Mats)	-0.9	-1.5	5.5	4.4	
Obligations indexées						
Etats-Unis	(Barclays Glb Inf US)	-0.3	1.7	6.2	0.0	
Europe	(Barclays Euro IL BD All Mats)	-0.3	1.1	3.6	3.9	
Royaume-Uni	(Barclays Glb Inf UK)	0.0	16.3	22.1	0.0	
Crédits Investment Grade						
Etats-Unis	(BofA ML Corp Master)	-0.5	2.1	8.1	8.5	
Europe	(BofA ML EMU Corp)	-0.2	1.9	6.4	5.7	
High Yield						
Etats-Unis	(BofA ML US HY Master II)	0.0	4.7	8.8	14.2	
Europe	(BofA ML Euro High Yield)	-0.1	2.7	6.2	7.0	
Obligations émergentes						
en monnaie locale	(perf en \$) (JPM GBI-EM Global Composite)	-1.9	4.0	14.7	16.5	
en devises fortes	(JPM EMBI Global Composite)	-0.3	5.2	13.8	14.4	
Actions (Indice MSCI, rendement total)						
MSCI Monde						
		-0.9	3.6	7.1	3.3	
Etats-Unis		-1.8	3.1	10.7	6.3	
Europe		0.1	4.8	4.5	1.5	
Europe Small caps		1.2	5.0	8.7	2.8	
Zone Euro		-0.1	1.6	-0.4	-4.0	
	France	0.4	1.2	0.8	-1.3	
	Allemagne	-0.9	4.5	5.0	-2.2	
	Italie	0.5	-5.7	-22.4	-21.2	
	Espagne	4.2	1.9	-8.6	-6.0	
Royaume-Uni		-0.3	10.9	16.4	13.3	
Suisse		1.2	3.9	-1.2	-2.5	
Japon		4.1	5.0	-6.3	-11.9	
Marchés émergents		0.4	9.5	11.8	12.4	
	Asie	1.6	11.4	12.7	11.7	
	Europe de l'Est	0.5	3.4	4.6	9.0	
	Amérique Latine	-1.8	9.0	17.6	23.2	
Matières premières (S&P GSCI, rendement total)						
Indice global Matières premières (light energy)		-3.1	-6.6	-9.0	1.8	
Energie	derniers chiffres (Brent)	46.9	-6.6	-10.2	-24.3	3.0
Métaux industriels	derniers chiffres (Copper)	4763.0	-2.1	2.3	-1.7	6.7
Métaux précieux	derniers chiffres (Gold)	1325.9	-0.8	5.2	18.0	26.6
Produits de l'agriculture			-0.1	-8.3	-1.0	0.4
Devises						
€1 = ... USD	derniers chiffres	1.114	-1.6	-1.2	-0.5	2.5
\$1 = ... YEN	derniers chiffres	100.705	0.5	-3.7	-16.4	-16.3
£1 = ... USD	derniers chiffres	1.296	-0.7	-11.7	-16.3	-12.1
\$1 = ... YUAN	derniers chiffres	6.671	0.3	1.4	4.7	2.7

Source: Datastream, AXA IM

En devise locale

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

VALORISATION DES MARCHES D' ACTIONS

22 septembre 2016			PE Cours/Bénéfice		Croissance des bénéfiques (%)		Ratio PEG	
			2016	2017	2016	2017	2016	2017
			2016	2017	2016	2017	2016	2017
Etats-Unis	S&P 500	2163.1	18.3	16.2	0.5	13.0	n.s.	1.2
Canada	TSE300	14710.8	19.3	15.6	-2.4	23.9	n.s.	0.7
Japon	Topix	1352.7	14.0	12.7	10.7	10.0	1.3	1.3
Zone euro	DJ EUROSTOXX 50	2982.2	13.9	12.4	-1.6	11.9	n.s.	1.0
Allemagne	DAX	10436.5	13.4	12.1	-2.1	11.1	n.s.	1.1
France	CAC40	4409.6	14.3	13.0	-0.1	9.8	n.s.	1.3
Royaume-Uni	FTSE 100	6834.8	17.2	14.8	-6.4	16.4	n.s.	0.9
Italie	FTSE MIB	16349.8	15.5	12.0	21.3	29.1	0.7	0.4
Espagne	Madrid General	882.7	16.0	13.3	-2.3	20.3	n.s.	0.7
Pays-Bas	AEX	447.5	18.2	14.9	-3.7	21.9	n.s.	0.7
Belgique	Bel 20	3566.5	18.1	17.0	-2.0	6.8	n.s.	2.5
Suisse	SMI	8226.5	17.7	16.0	-4.3	10.5	n.s.	1.5
Suède	OMX	1422.7	15.9	14.8	-4.4	7.9	n.s.	1.9

Source: Datastream; IBES; Bloomberg

n.s. = non significatif / n.a. = non disponible

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

GLOSSAIRE DES ABREVIATIONS

1T05	premier trimestre 2005	JGB	obligations souveraine japonaise
1S05	premier semestre 2005	£	livre sterling
(A)	glissement annuel	LatAm	Amérique latine
(M)	variation mensuelle	LTRO	opérations de refinancement à long terme
(T)	variation trimestrielle	MES	Mécanisme Européen de Stabilité
[D]	échelle droite (graphique)	NAIRU	non-accelerating rate of unemployment
[G]	échelle gauche (graphique)	ncvs	non corrigé des variations saisonnières
ABE	Autorité Bancaire Européenne	NFIB	National Federation of Independent Business
AQR	Examen de la qualité des actifs	OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
BCE	Banque Centrale Européenne	OMT	opérations monétaires sur titres
BoE	Banque d'Angleterre	OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
BoJ	Banque du Japon	P/E	ratio cours/bénéfices
BRL	réal brésilien	PCE	Déflateur de la consommation privée
BPA	bénéfices par action	PIB	Produit intérieur brut
BPC	Banque Populaire de Chine	PMI	Indice auprès des directeurs d'achats
CBI	Confederation of British Industry	pdb	point de base
cvs	corrigé des variations saisonnières	pp	point de pourcentage
€	euro	QE	Assouplissement quantitatif
EBITDA	Excédent brut d'exploitation	QQE	assouplissement qualitatif et quantitatif
EMAE	Europe, Moyen-Orient et Afrique	r.a.	en rythme annualisé
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research, Inc.	RMB	renminbi chinois (yuan)
ETF	Exchange-Traded Fund (fonds indiciel coté)	RUB	rouble russe
FMI	Fonds Monétaire International	TLTRO	opérations ciblées de refinancement à plus long terme
FESF	Fonds Européen de Stabilité Financière	US\$	dollar américain
FOMC	Comité de politique monétaire américain	¥	yen japonais
IIF	Institute of International Finance	ytd	depuis le début de l'année
IG	crédit Investment Grade	ZIRP	politique de taux zéro
INR	roupie indienne		
IPC	Indice des prix à la consommation		
ISM	Institute of Supply Management		
HK\$	dollar de Hong Kong		
HY	crédit High Yield		

Notre recherche est disponible sur internet : <http://www.axa-im.com/fr/research>



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.

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