

Investment Strategy

9 février 2012

AXA Investment Managers - Research & Investment Strategy MONTHLY OVERVIEW

Le triomphe des banques centrales

Points clés

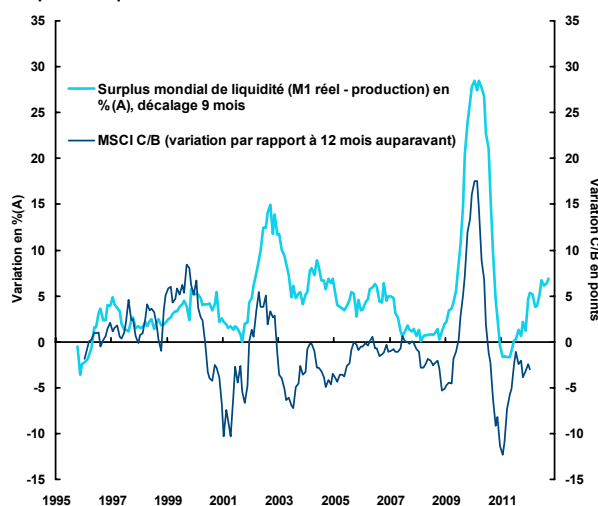
par

Raphaël Gallardo
& Franz Wenzel

- Les opérations à 3 ans de la BCE réduisent le risque systémique bancaire, permettant un retour de l'appétit pour le risque. La probabilité d'un éclatement de la zone euro baisse de 25 à 15%.
- Les perspectives cycliques européennes restent néanmoins contrastées entre le nord, en accélération, et la périphérie qui souffre de l'ajustement budgétaire et du *credit crunch*.
- La croissance américaine accélère au-dessus de 2% et semble moins vulnérable aux chocs grâce à la décreue du chômage.
- Nous remontons les actions de sous-pondéré à neutre étant donné l'amélioration des facteurs cycliques et l'abondance de la liquidité, tout en protégeant cette exposition accrue aux risques idiosyncratiques.
- Au sein des obligations, nous maintenons nos positions neutre sur les souverains € core et positive sur les obligations périphérique (Espagne en particulier) de même que sur le crédit (IG).
- L'amélioration des perspectives cycliques et l'action déterminée des banques centrales nous conduisent à remonter les obligations indexées de sous-pondéré à neutre, avec une préférence pour les points-morts américains.

Liquidité, moteur des marchés boursier

Surplus de liquidité & volatilité des marchés boursiers



Source : Datastream, Recherche AXA IM

Les marchés financiers démarrent 2012 sur une vague d'optimisme. Les lueurs d'espoir de la fin 2011 – avancée de l'intégration budgétaire en Europe, décline du chômage américain – ont été confirmées en ce début d'année. Les banques centrales ont également joué un rôle décisif dans le changement de perception des investisseurs.

L'Amérique se remet au travail

Après une année 2011 décevante (PIB réel à +1,7%), l'économie américaine semble s'engager dans un cercle vertueux de croissance auto-entretenu grâce à la baisse du chômage.

L'accélération de la croissance au deuxième semestre 2011 semblait, à bien des égards, artificielle. Le rebond du secteur automobile (restockage, rattrapage des ventes suite aux pénuries d'intrants asiatiques), les effets d'aubaine dans l'investissement (incitations fiscales) et la baisse du taux d'épargne des ménages avaient gonflé la croissance du PIB à 1,9%. Ce dynamisme a été tempéré par des chiffres de consommation privée et exportation plus sobres en décembre, mais la poursuite du rebond des indices ISM (nouvelles commandes à 57,6 dans l'industrie manufacturière, 59,4 dans les services) et des créations d'emplois record en janvier (+243k cvs) permettent d'espérer une croissance sensiblement supérieure à 2% au premier semestre. A la différence des faux-départs de 2010 et 2011, la baisse du chômage (de 9,1% en septembre 2011 à 8,3% en 2012) n'est pas un artefact statistique lié à la baisse du taux de participation à la population active. Le rythme des créations d'emplois est désormais confortablement installé au-dessus des 170k, qui correspond à la dynamique de croissance de la population active. La hausse de l'emploi permettra de soutenir la dynamique du revenu disponible des ménages, malgré l'atonie des salaires (+1,4% r.a. pour le salaire horaire dans le secteur privé) et la baisse des transferts fédéraux (assurance chômage exceptionnelle et baisse des charges sociales expirant fin février).

Côté entreprises, le ralentissement des commandes de biens d'équipement augure un début d'année décevant pour l'investissement productif. Néanmoins, les intentions d'investissement rapportées par les enquêtes des Réserves fédérales régionales ont rebondi en janvier et les fondamentaux de l'investissement demeurent bien orientés (ratio d'autofinancement, ratio Q de Tobin, conditions de crédit bancaire). Nous attendons une croissance des capex de

l'ordre de 5%(T) au second trimestre 2012. En outre, l'investissement en structures, traditionnellement retardé par rapport aux dépenses d'équipement, devrait rester dynamique, comme le confirme l'indice des dépenses d'architecture.

Probablement aidé par un début d'hiver clément, l'investissement résidentiel a crû de 11%(T) au 4^{ème} trimestre 2011. Le dynamisme retrouvé de ce secteur est lié au rebond des mises en chantier de logements collectifs. L'indice NAHB « multifamily » laisse augurer un rebond jusqu'à leur valeur d'avant-crise, i.e. 300k/an. Bien que ce segment ne représente qu'une très faible valeur du PIB, on peut désormais espérer une contribution marginalement positive de la construction résidentielle dans le PIB. Le segment des maisons individuelles reste quant à lui toujours plombé par l'excès d'offre, lié notamment aux maisons saisies par les banques et mises sur le marché à des prix cassés (le stock total de maisons individuelles sur le marché représente 11 mois de vente).

Au final, en tenant compte d'un resserrement budgétaire de 1,3% du PIB, nous relevons notre prévision de croissance pour les Etats-Unis de 1,9 à 2.3% en 2012. Cette embellie ne devrait que peu entamer la prudence extrême de la Fed, qui a étendu en janvier son engagement de taux quasi-nuls jusqu'à fin 2014. La probabilité d'un « QE3 », centré sur le marché des titres adossés à l'immobilier (RMBS), reste supérieure à 50% au 2S12.

Europe : la BCE sanctuarise les banques...

En Europe, l'ORLT à 3 ans de la BCE réalisée en décembre a permis un retour de l'appétit pour le risque périphérique. Les liquidités injectées (489mdsEUR brut, 210mdsEUR net) et l'élargissement de la liste des collatéraux acceptés ont considérablement réduit le risque de liquidité bancaire à moyen terme. Une seconde opération à 3 ans est prévue à la fin du mois. Les banques devraient se fournir massivement en liquidités auprès de la BCE pour se couvrir du risque de non-renouvellement de leurs dettes obligataires dues pour la suite de 2012 (600mdsEUR).

La baisse du risque systémique bancaire a mécaniquement provoqué un regain d'appétit pour le risque. Les courbes de taux périphériques en ont largement profité, essentiellement sur la partie courte. A défaut de fournir une assurance contre le risque souverain par une montée en

puissance de son programme d'achat de titres (SMP), la BCE a habilement déconnecté le risque de liquidité bancaire à moyen terme de la problématique souveraine. Dès lors, la partie bancaire du triptyque infernal austérité/récession/*credit crunch* est partiellement neutralisée. Certes, les liquidités à 3 ans ne permettront

pas aux banques de financer des projets d'investissement à long terme, mais le resserrement des conditions de crédit devrait être amorti. La BCE a accepté d'accroître considérablement la taille et le risque de crédit de son bilan via des collatéraux élargis, afin de donner aux gouvernements le temps d'endiguer la crise souveraine.

La probabilité d'un scénario « Eurogeddon » diminue considérablement

Par Eric Chaney

Les perspectives financières pour 2012 restent essentiellement binaires, partagées entre un scénario de croissance modeste assortie d'un risque systémique réduit, et le scénario du pire où un pays-clé de la zone euro comme l'Italie quitterait la monnaie unique. Néanmoins, l'équilibre des risques a basculé au profit du premier scénario. Dans notre étude « Perspectives 2012 » datée du 16 décembre 2012, nous avons attribué une probabilité de 75% au scénario principal et une probabilité de 25% au scénario de rupture. Nous ramenons désormais cette dernière à 15%. Ces prévisions sont surtout une question de jugement, mais notre analyse quantitative des prix des obligations souveraines à 5 ans et des contrats CDS montre que les marchés ont également fortement réduit la probabilité implicite que l'Italie abandonne l'euro de 5% à 25%, par rapport à la fourchette 15% à 50% de début décembre 2011.

Trois facteurs expliquent le retournement du sentiment de marché ainsi que notre propre analyse plus constructive.

Premièrement, la stratégie mise en place par la BCE - expliquée en détail au cœur de ce rapport - s'est révélée bien plus fructueuse que prévu.

Deuxièmement, la négociation d'un nouveau Traité (appelé « pacte fiscal » par le nouveau président de la BCE) liant les pays partageant l'euro et huit autres pays de l'Union Européenne, a été de façon surprenante bien acceptée et, pour une fois, les autorités européennes ont réussi à prendre de l'avance sur leur propre programme.

Troisièmement, le premier ministre Mario Monti continue de bénéficier d'un important soutien de la population italienne, en dépit de ses choix budgétaires courageux, et de l'importance des réformes structurelles qu'il prépare.

Nous continuons à penser que le scénario du pire peut être provoqué par la rapide baisse du soutien populaire aux réformes en Italie sans récompense par les marchés financiers, c'est à dire un allègement des taux de financement. Pour l'instant, c'est l'opposé qui survient. La popularité de Mario Monti a légèrement augmenté depuis le début de l'année, peut-être parce qu'il a énoncé clairement à ses partenaires, en commençant par la Chancelière allemande, que l'Italie avait réalisé son propre devoir budgétaire et ne prendrait pas d'autres mesures d'austérité budgétaire. Simultanément, les rendements des obligations souveraines italiennes à 5 ans ont diminué de 350 points de base, passant de 7,8% mi-novembre à 4,3% au moment où nous écrivons.

Tout ceci ne signifie pas que le risque systémique global lié à la crise de l'euro a disparu. Un défaut de paiement de la Grèce entraînant une première sortie du club de l'euro pourrait avoir moins de conséquences qu'il y a six mois, mais, comme la liquidation massive de la dette italienne en août dernier l'a montré, cela ne peut pas être considéré comme acquis, à ce stade. Des réformes structurelles en Italie doivent encore être négociées et mises en œuvre et ceci pourrait entraîner une considérable résistance sociale et politique. Enfin, les incertitudes suscitées par les élections françaises, concernant l'accord 17+8 sur des règles budgétaires juridiquement contraignantes, ne seront pas levées avant plusieurs mois. En d'autres termes, même si le risque de scénario du pire a considérablement diminué, il est toujours suffisamment élevé pour appeler à une certaine prudence lorsqu'il s'agit de rééquilibrer les portefeuilles vers des actifs plus risqués.

... offrant un répit aux gouvernements

Cette accalmie doit être mise à profit par les gouvernements pour (i) éviter un défaut désordonné de la Grèce au printemps, (ii) consolider les programmes de refinancement de l'Irlande et du Portugal, (iii) mener à bien les recapitalisations bancaires demandées par l'ABE, (iv) crédibiliser les programmes de réformes en Italie et en Espagne, (v) doubler la taille du pare-feu européen (MESF, FESF, MES). Hormis le cas grec, qui nous semble voué à une issue tragique, on peut être optimiste sur la progression des autres dossiers, au vu de la détermination des gouvernements et de l'esprit de coopération qui souffle à nouveau sur les sommets européens.

La Grèce reste une épée de Damoclès

Les négociations sur le second plan d'aide européen à la Grèce sont actuellement dans l'impasse. D'une part, il semble que les Européens aient perdu patience face à l'incapacité de l'Etat grec à respecter les conditions de l'accord avec la troïka. D'autre part, les partis politiques grecs rechignent à s'engager sur de nouvelles mesures d'austérité à deux mois des élections. Une rupture des négociations suivie d'un défaut désordonné et d'une sortie de l'euro devient le scénario le plus probable à horizon d'un an. Dans cette éventualité, il est donc urgent de consolider les plans de sauvetage de l'Irlande et du Portugal, qui sont supposés refinancer une partie de leurs dettes à moyen terme sur les marchés dès l'an prochain. Ces pays pourraient subir des sorties massives de capitaux, via des fuites de dépôt, par effet de contagion après un défaut grec. Les besoins de recapitalisation de leurs secteurs bancaires devraient être revus à la hausse par rapport aux plans initiaux (17,5mdsEUR en Irlande, 12mds au Portugal). De même, l'ABE devra orchestrer avec les régulateurs nationaux la finalisation des plans de recapitalisation à l'échelle de l'UE. La moitié des programmes de recapitalisation soumis par les banques à ce jour sont jugés peu crédibles, et devront être dans certains cas complétés par un recours à des aides d'Etat, voire du FESF.

Parallèlement, l'Espagne et l'Italie s'attaquent à la partie difficile de leurs programmes de réformes. Le gouvernement de Mario Monti a démarré des négociations ardues avec les partenaires sociaux sur la réforme clé du marché du travail. Le gouvernement espagnol vient de lancer un nouveau plan de provisionnement et

consolidation du secteur bancaire (au moins 50mdsEUR de provisions supplémentaires). Le capital politique dont disposent ces gouvernements auprès de la population laisse espérer des avancées rapides.

La réforme de la gouvernance de l'euro avance

Enfin, au niveau intergouvernemental, la réforme institutionnelle et l'arsenal anti-contagion progressent. Le pacte de discipline budgétaire renforcée, contrepartie à la solidarité financière de l'Allemagne, a été finalisé et devrait être signé lors du sommet du 1^{er} mars. Le Traité instaurant l'ESM a été signé, portant les munitions anti-contagion à 500mdsEUR (EFSM/EFSF/ESM), dont la moitié sera absorbée par les programmes en cours ou leur extension (Grèce, Irlande, Portugal).

Cela n'est malheureusement pas suffisant pour annoncer la fin de la crise. Ce rempart reste encore trop modeste pour totalement éliminer le risque systémique des écrans radar. Les besoins de financement des pays périphériques (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne, Italie) s'élèvent en effet à environ 1 000mdsEUR sur 2012-2014. L'implication du FMI dans la résolution de la crise européenne paraît légitime, mais une participation du Fonds à concurrence de la moitié des engagements européens (soit 250mdsEUR), ce qui a été la norme jusqu'à présent, absorberait la quasi-totalité de sa capacité résiduelle de prêt (300mdsEUR).

Jusqu'à présent, les appels à accroître la capacité de prêt du FMI n'ont pas trouvé d'écho en dehors de l'Europe, qui a promis 200mdsEUR (150mds par la zone euro, 50mds hors zone euro). La part du Royaume-Uni, 30mds, est en outre conditionnée à un accord général de recapitalisation du Fonds au niveau du G20. Or le Congrès américain y est hostile, et les autres membres du G20 y sont favorables à la condition impérative que la taille de l'ESM soit préalablement rehaussée à 750mdsEUR. Son principal actionnaire, l'Allemagne, sera difficile à convaincre avant la ratification du pacte budgétaire renforcé.

Au total, nous pensons que le risque systémique européen, d'origine bancaire ou souveraine, a diminué grâce aux efforts déployés par la banque centrale et les gouvernements depuis décembre dernier. La Grèce demeure une épée de Damoclès, mais la vulnérabilité du reste du continent s'est réduite. L'amélioration

des conditions de financement des banques devrait limiter le *credit crunch* et la profondeur de la récession. En outre, les indicateurs cycliques semblent dessiner une stabilisation du PIB en zone euro au premier trimestre, notamment grâce à la bonne tenue de la demande domestique allemande. Le réveil tant attendu du consommateur allemand, soutenu par un printemps salarial, serait une excellente nouvelle pour toute la périphérie européenne.

Pays émergents : soutien monétaire en vue

Les indicateurs avancés dans la plupart des pays émergents épousent la reprise industrielle qui se dessine dans les pays développés. Néanmoins, le rebond de la croissance devrait être limité par le ralentissement du crédit, résultat des resserrements monétaires de 2011 et de la frilosité des banques européennes, grandes pourvoyeuses de crédit dans les émergents. En outre, l'assouplissement monétaire devrait rester graduel, y compris en Chine, où les autorités souhaitent maintenir la pression sur le marché immobilier. Le rebond des ventes au détail chinoises suggèrent que l'assouplissement de la politique budgétaire (via une hausse des transferts sociaux) suffira à replacer l'économie sur une trajectoire proche des 8%, le rééquilibrage en plus.

Le resserrement des conditions de crédit dans la plupart des zones émergentes, transmis par les banques européennes, devrait apporter une respiration salutaire au cycle d'endettement interne de nombreux pays. Dans certains cas, la surchauffe du crédit domestique a creusé un déficit courant dangereux (Turquie) ou maintient des tensions inflationnistes persistantes (Brésil, Inde), sans parler des risques pour les fonds propres bancaires liés à une faible maîtrise des risques dans les années de boom.

Allocation d'actifs : remonter les actions à neutre, en instaurant une protection à la baisse

En ce qui concerne l'allocation d'actifs mondiale, nous proposons de **repasser les actifs risqués à neutre, tout en se protégeant de la baisse**, compte tenu des risques significatifs liés à la crise des dettes souveraines. Trois raisons justifient ce changement.

Premièrement, des **signes de reprise économique robuste** ont émergé aux quatre coins du globe. Non seulement le risque de récession mondiale a reculé, mais les dernières données cycliques indiquent une hausse de la croissance

globale. Aux Etats-Unis, les indicateurs de conjoncture semblent indiquer un taux de croissance en ligne avec la croissance potentielle, le secteur manufacturier ayant montré des signes de raffermissement qui viennent soutenir le marché du travail, ce qui n'a pas été le cas depuis longtemps. En outre, notre scénario d'un atterrissage en douceur en Chine est corroboré par les dernières données. La zone euro reste le maillon faible en termes de croissance. Malgré des données récentes encourageantes, nous croyons que la région continuera d'évoluer dans un environnement récessif, les pays du Nord de la zone se distinguant par une croissance plus robuste que les pays du Sud qui restent fermement ancrés dans la récession.

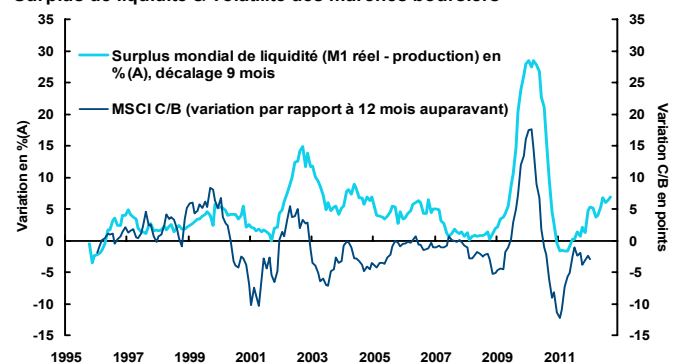
Deuxièmement, **la liquidité** est devenue (et restera probablement) **un très bon soutien** pour les actions en général. La majorité des grandes banques centrales devrait rester active. Quand bien même la BCE parlerait d'assouplissement quantitatif, nous considérons qu'elle continuera à assurer un approvisionnement abondant en liquidité.

Or, l'histoire a montré qu'il existe une relation étroite entre excès de liquidité et valorisation des marchés boursiers (*Figure 1*). Par ailleurs, les banques centrales de nombreux pays émergents se sont engagées sur la voie d'un assouplissement de leur politique monétaire, ce qui, étant donné le contexte économique encore fragile et le recul des pressions inflationnistes, laisse la porte ouverte à de nouvelles baisses de taux, les taux réels demeurant élevés.

Figure 1

Liquidité, moteur des marchés boursier

Surplus de liquidité & volatilité des marchés boursiers



Source : Datastream, Recherche AXA IM

Troisièmement, **la valorisation des actions** - condition indispensable mais non suffisante -

reste attrayante, mais à un degré moindre que précédemment. Les performances récentes des marchés d'actions ont poussé les multiples de valorisation à la hausse – les Etats-Unis se négociant actuellement à 14x les bénéfices passés, alors que la zone euro est à un peu moins de 11x les bénéfices. Ces niveaux de valorisation ne sont pas spécialement très bon marché. Toutefois, le fait que les prévisions de bénéfices pourraient atteindre leur plus bas dans les mois à venir devrait soutenir la hausse, quoique modérée, des valorisations. Au final, nous pensons que **la valorisation des actions se situe vraisemblablement entre « neutre » et « bon marché ».**

La bonne humeur des marchés pourrait (presque) nous faire **oublier la crise de la dette souveraine** en Europe. Même si nous estimons que le risque d'un éclatement de la zone euro a globalement diminué, la probabilité d'un tel événement reste suffisamment élevée pour menacer très sérieusement les marchés financiers. **Nous suggérons donc de protéger, au moins partiellement, la partie actions des portefeuilles, ce qui, étant donnée la forte baisse de la volatilité, ne devrait pas coûter trop cher.**

Obligations : ¡viva españa!

En Europe, l'ORLT à 3 ans de la BCE a apaisé les tensions du marché monétaire, apportant un soulagement conséquent à tous les pays de la périphérie, excepté le Portugal. D'autres facteurs tels que l'accord sur le pacte budgétaire européen et la mise en œuvre de réformes structurelles en Italie ont contribué à atténuer la perception du risque. Les obligations périphériques ont extrêmement bien performé : en Espagne, la courbe des taux est revenue aux niveaux observés en juin dernier. La partie courte de la courbe des taux italiens a elle aussi retrouvé ses niveaux d'avant crise et la baisse des rendements à dix ans des BTP en dessous de 6% a contribué à restaurer la confiance du marché.

Ce rebond a été soutenu par l'abondance de liquidités mises à disposition par la BCE, ces dernières ayant permis l'achat d'obligations par les résidents. Les estimations actuelles évaluent l'ORLT II entre 300mdsEUR et 1 000mdsEUR (voire davantage). Même si le Président de la BCE, M. Draghi, a cherché à réduire les anticipations sur le montant de la prochaine vague d'ORLT, nous pensons que cette liquidité supplémentaire permettra aux banques de soutenir les obligations d'Etat au moins jusqu'à la fin de l'année (environ 650mdsEUR d'obligations

souveraines devront être renouvelées cette année). Un tel contexte devrait contribuer à restaurer la confiance et inciter les investisseurs à prendre plus de risque en s'exposant davantage aux pays de la périphérie, en particulier à l'Espagne. Bien que l'Italie ait initié d'importantes réformes, « *il bel paese* » reste l'une des sources de risque systémique en Europe.

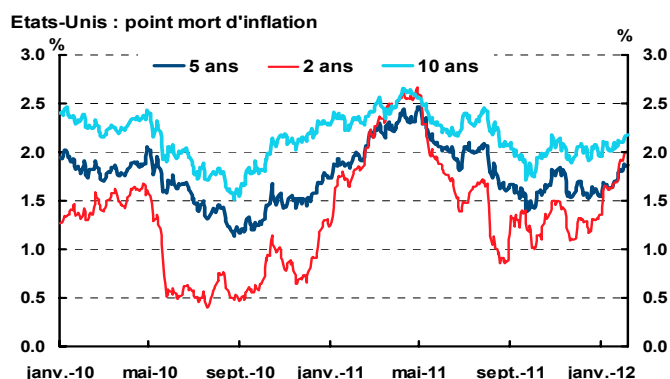
En ce qui concerne les principaux marchés de la zone euro, la prise en compte des différents risques suggère une position neutre sur la durée. Pour les Bunds allemands et les obligations du Trésor américain, les valorisations semblent toujours élevées au regard des fondamentaux. Toutefois, les signes macro-économiques positifs sont contrebalancés par des facteurs techniques (portage et momentum) ainsi que par l'intervention de la Fed. L'opération Twist se poursuit et la Fed a par ailleurs repoussé les premières anticipations de hausse des taux de mi-2013 à fin 2014. Nous restons donc convaincus que la probabilité d'une hausse substantielle des taux longs reste très faible.

Point mort d'inflation : avantage aux Etats-Unis

Après la réunion du Comité de politique monétaire de janvier, le point mort d'inflation s'est fortement accru à la lueur des nouvelles craintes inflationnistes. Le segment à deux ans traite actuellement à peine 15pbp en dessous des attentes d'inflation de long terme. Parallèlement, le point mort d'inflation (à 5 ans dans 5 ans) reste ancré autour de 2,5%. Nous estimons que les échéances à plus long terme offrent désormais davantage d'opportunités, les anticipations d'inflation étant toujours lentes à réagir sur ce segment particulier.

Figure 2

La courbe du point mort d'inflation américain est quasi plate



Source : Bloomberg, Recherche AXA IM

En Europe, la dégradation de la note S&P de l'Italie (de A à BBB+) a entraîné un recul du point mort italien. Or, le marché italien des obligations indexées sur l'inflation représente près de 30% du marché indexé de la zone euro. En outre, les trois agences de notation ont placé l'Italie sous surveillance négative, laissant la porte ouverte à une dégradation supplémentaire qui entrainerait alors la sortie de l'Italie de l'indice. En effet, la probabilité à long terme de voir une autre dégradation n'est pas négligeable (1/3 au cours des deux prochaines années). Les agences de notation pourraient attendre de voir comment se passent les réformes structurelles en Italie avant de bouger. Etant donné les perspectives de modération supplémentaire de l'inflation, nous proposons de maintenir une position sous-pondérée sur les obligations indexées européennes, à l'inverse des américaines.

Crédit : la valorisation demeure attrayante

Le crédit continue à bien performer, que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe. Le High Yield a bien entendu pris la meilleure part de cette performance entre l'amélioration des fondamentaux et l'abondance de liquidité. En Europe, les financières ont enregistré une progression soutenue de 3,6% entraînant les bénéfices de l'IG.

En dépit de la performance exceptionnelle depuis le début de l'année, nous confirmons notre surpondération sur le crédit car la valorisation reste attractive. D'un point de vue régional nous confirmons également notre préférence pour les Etats-Unis, où les fondamentaux sont plus attractifs de ce côté de l'Atlantique.

Même si les écarts de taux sur le HY sont devenus considérables, les risques ont également diminué, les probabilités de récession ayant reculé au niveau mondial et aux Etats-Unis en particulier. Nous proposons donc une certaine exposition sélective en HY en particulier orientée sur la durée courte.

Actions – Augmenter le beta

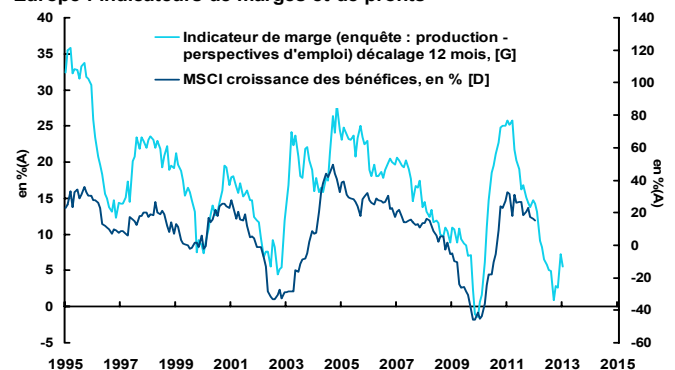
Dans un contexte économique global légèrement meilleur que prévu, associé à des politiques monétaires plus agressives, nous proposons d'accroître le risque des portefeuilles d'actions et d'augmenter le bêta à un niveau légèrement supérieur à un.

Les analystes attendent toujours une croissance des bénéfices 2012 au niveau mondial d'environ 10%. Bien que nous restons convaincus qu'une telle croissance paraît peu réaliste, nous pensons que les révisions des bénéfices pourraient atteindre leur point bas, car des signes d'une stabilisation de l'économie se font jour. Toutefois, de fortes divergences régionales demeurent. Alors que notre prévision actuelle de croissance des bénéfices américains (+5%) pourrait s'avérer trop timide, nous pensons que notre estimation négative (-10%) pour la zone euro reste d'actualité. Les prévisions des analystes d'une croissance des bénéfices légèrement inférieure à +10% nous semble difficiles à tenir, même en cas de récession modérée. La combinaison d'une croissance atone des chiffres affaires et d'une contraction des marges pourraient encore peser à la baisse sur les bénéfices attendus.

Figure 3

Le resserrement des marges favorise les profits

Europe : indicateurs de marges et de profits



Source : Datastream, Recherche AXA IM

Ceci étant, nous pensons que les ORTL de la BCE sont vraisemblablement devenues une nouvelle règle du jeu. Nous estimons également que l'assouplissement monétaire se poursuivra, que ce soit par l'intermédiaire d'une injection de liquidité et/ou d'une baisse des taux courts. Nous pensons donc que ces nouveaux moyens, dans un contexte économique plus favorable, auront un effet positif sur les actions européennes.

En résumé, nous proposons de mettre en œuvre une vision plus positive sur les actions et de relever les betas de portefeuille légèrement au-dessus de un.

Par conséquent, nous conseillons deux changements au niveau des pays :

Premièrement, nous proposons de mettre les actions de la zone euro en pondération neutre. Dans la zone euro nous proposons une position acheteuse sur l'Italie et vendeuse sur la France, les élections à venir en France occupant l'ensemble du champ médiatiques, ce qui pourrait se faire au détriment de la mise en œuvre de réformes urgentes permettant de mettre les déficits publics sur de bons rails.

Par ailleurs, nous proposons **de revenir à une position sous-pondérée pour les actions britanniques** dans un contexte économique morose, malgré le soutien que devrait apporter le plan d'assouplissement quantitatif de 50mdsGBP ou 75mdsGBP à venir.

Quant **aux secteurs européens**, nous proposons de prendre les bénéfices sur les *Materials* et de se surexposer de nouveau sur les Technologies de l'Information qui ont sous-performé lors du récent rebond des secteurs cycliques.

Risques de la stratégie d'investissement

La plus grosse menace pesant sur les investisseurs est clairement le risque idiosyncratique lié à la crise de la dette souveraine que traverse la zone euro. Tout ce qui pourrait mettre en doute la détermination des politiques à sauver l'euro ébranlerait les marchés, notamment ceux de la zone euro.

D'un point de vue plus cyclique, nous pensons qu'un contexte de croissance trop positif accompagné de craintes croissantes sur l'inflation, serait négatif. Cet effet négatif durerait au moins jusqu'à ce que la croissance prenne le pas sur les doutes quant à la poursuite de la reprise. Un tel scénario remettrait en question le moteur actuel des actifs risqués – la liquidité – qui est au cœur du rallye en cours.

ALLOCATION D'ACTIFS RECOMMANDEE

Globale	Sous-pondérer -	Neutre =	Surpondérer +	Dernières modifications
Liquidités	●			Fév. 12 ▼
Actions		●		Fév. 12 ▲
Obligations d'Etat		●		Déc. 11 ▼
Crédit			●	Sept. 09 ▲

Actions

Allocation régionale	-	=	+	Sectorielle Europe	-	=	+
▲ € – Large caps		●		Energie			●
▲ € – Small caps		●		Consommation de base		●	
Japon	●			Santé		●	
Suisse		●		Services aux collectivités	●		
▼ R-U – Large caps	●			Opérateurs Télécom		●	
▼ R-U – Small caps	●			Cyclique de conso.	●		
Etats-Unis			●	« Industrials »	●		
GEMs			●	▼ « Materials »		●	
– Europe émergente	●			▲ Technologie			●
– Amérique latine			●	Financières		●	
– Asie hors Japon		●					

▲/▼ changements du mois

Obligations

Classes d'actifs FI	-	=	+	Obligations d'Etats	-	=	+
Obligations d'Etats		●		Zone € Core		●	
Swap spreads	●			▲ Zone € Périphérie			●
Emprunts corporates			●	Japon		●	
Obligations High yield		●		▼ Royaume-Uni		●	
Obligations émergentes		●		▼ Etats-Unis		●	
▲ Obligations indexées		●					
– Europe	●						
– Etats-Unis			●				

▲/▼ Changements du mois

RESUME DES PREVISIONS

Croissance et inflation

8-févr.-12	PIB réel, en %(A)			Inflation, en %(A)		
	2011*	2012*	2013*	2011*	2012*	2013*
Monde ⁽¹⁾	3.0	2.8	3.2			
Etats-Unis	1.7	2.3	2.2	3.1	2.2	1.9
Zone euro	1.5	-0.4	0.8	2.7	1.7	1.6
Royaume-Uni	0.9	0.7	1.6	4.5	2.6	2.1
Japon	-0.8	1.9	1.4	-0.3	-0.5	-0.9
Chine	7.4	8.5	8.7	5.4	3.9	4.2
Autre Asie	4.3	4.2	4.6	3.9	3.2	3.4

*Sources : AXA IM

(1) aux taux de change 2010

*Prévisions AXA IM

Taux officiels (fin de période)

Pays		8-févr.-12	1T12*	2T12*	3T12*	4T12*	1T13*	Dernière décision
Etats-Unis	<i>Fed funds</i>	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	-75 (16/12/08)
Zone euro	<i>ECB refi</i>	1.00	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	-25 (08/12/11)
Royaume-Uni	<i>BoE base</i>	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	-50 (05/03/09)
Japon	<i>jour le jour</i>	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	-5 (05/10/10)

Sources : Bloomberg au 8 février 2012 - Estimations AXA IM

*Prévisions AXA IM

Obligations à 10 ans

Pays	8-févr.-12	3 mois mai-12*	12 mois février-13*	Forward 12 mois février-13
Etats-Unis	1.97	2.10	2.40	2.29
Zone euro	1.97	2.20	2.30	2.22
Royaume-Uni	2.19	2.30	2.60	2.63
Japon	0.99	1.10	1.20	1.18

Sources : Bloomberg au 8 février 2012 - Estimations AXA IM

*Prévisions AXA IM

Taux de change

Pays	8-févr.-12	12 mois février-13*	Variation en %*	Forward 12 mois février-13
1€ = ... USD	1.32	1.25	-5.5%	1.33
1€ = ... GBP	0.84	0.86	2.7%	0.84
1€ = ... YEN	102	106	4.4%	101
1\$ = ... YEN	77	85	10.6%	76
1£ = ... USD	1.58	1.45	-8.0%	1.58

Sources : Bloomberg au 8 février 2012 - Estimations AXA IM

*Prévisions AXA IM

Ces prévisions ne constituent pas un indicateur fiable quant aux performances futures.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

PERFORMANCES DES MARCHES

08/02/2012	Perf (%)			
	-1M	-3M	-12M	YTD
Univers obligataire				
Obligations d'Etat				
Etats-Unis (Barclays US Treasury)	0.0	0.5	10.9	-0.4
Europe (Barclays Euro Agg Government)	3.6	4.1	4.4	2.3
Royaume-Uni (BofA ML UK Gilts All Mats)	-1.5	0.9	16.9	-1.8
Japon (BofA ML JP All Mats)	0.1	0.4	3.2	0.1
Obligations indexées				
Etats-Unis (Barclays Glb Infl US)	1.0	0.5	17.2	1.6
Europe (Barclays Euro IL BD All Mats)	-0.0	1.2	9.5	0.2
Royaume-Uni (Barclays Glb Infl UK)	-2.7	4.7	22.1	-1.7
Crédits Investment Grade				
Etats-Unis (BofA ML Corp Master)	2.1	1.5	10.3	2.0
Europe (BofA ML EMU Corp)	2.7	2.6	5.4	3.1
High Yield				
Etats-Unis (BofA ML US HY Master II)	2.9	4.1	5.3	3.7
Europe (BofA ML Euro High Yield)	7.1	7.1	2.4	8.5
Obligations émergentes				
en monnaie locale (perf en \$) (JPM GBI-EM Global Composite)	9.9	5.6	8.8	10.0
en devises fortes (JPM EMBI Global Composite)	2.8	2.4	11.7	2.6
Actions (Indice MSCI, rendement total)				
MSCI Monde				
Etats-Unis	5.8	6.9	-2.5	7.2
Europe	5.8	7.6	4.5	7.6
Europe Small caps	6.5	9.1	-6.4	7.3
Zone Euro	11.7	10.7	-9.4	13.4
France	9.6	10.4	-12.3	9.5
Allemagne	8.9	10.3	-12.3	8.1
Italie	11.5	13.9	-6.9	14.7
Espagne	12.2	7.5	-21.7	9.5
Royaume-Uni	8.6	6.5	-14.4	4.8
Suisse	4.2	7.3	0.8	5.7
Japon	2.8	8.9	-4.5	4.0
Marchés émergents	6.0	2.8	-17.3	6.1
Asie	8.2	4.5	-2.6	9.4
Europe de l'Est	8.9	3.9	-4.7	9.8
Amérique Latine	10.7	4.3	-9.2	12.5
7.2	7.0	3.0	8.7	
Matières premières (S&P GSCI, rendement total)				
Indice global Matières premières (light energy)	3.2	0.8	-5.8	4.5
Energie derniers chiffres (Brent)	116.68	-0.2	1.9	9.1
Métaux industriels derniers chiffres (Copper)	8481	11.2	7.7	-17.0
Métaux précieux derniers chiffres (Gold)	1738.6	9.4	-2.6	27.0
Produits de l'agriculture		2.4	-2.3	-20.6
1.2				
Devises				
€1 = ... USD derniers chiffres	1.324	-4.2	3.7	2.2
\$1 = ... YEN derniers chiffres	76.88	0.3	1.5	6.6
£1 = ... USD derniers chiffres	1.587	-3.0	1.0	1.5
\$1 = ... YUAN derniers chiffres	6.305	0.1	0.7	4.4
				-0.2

Source : Datastream, AXA IM, en devise locale

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

VALORISATION DES MARCHES D' ACTIONS

08/02/2012	Indice	PE		Croissance des bénéfices (%)		Ratio PEG = PE / croissance		
		Cours/Bénéfice						
		2011	2012	2011	2012	2011	2012	
Etats-Unis	S&P 500	1347.1	12.7	11.2	9.0	12.5	1.4	0.9
Canada	TSE300	12512.4	12.9	11.2	11.6	14.4	1.1	0.8
Japon	Topix	772.8	16.0	11.6	-4.4	37.4	n.s.	0.3
Eurolande	DJ EUROSTOXX 50	2514.1	9.2	8.4	6.2	9.6	1.5	0.9
Allemagne	DAX	6754.2	10.0	9.0	7.2	11.1	1.4	0.8
France	CAC40	3411.5	9.4	8.5	4.0	10.8	2.3	0.8
Royaume-Uni	FTSE 100	5890.3	10.0	8.9	4.4	11.5	2.3	0.8
Italie	FTSE MIB	16491.7	9.4	8.1	19.7	15.2	0.5	0.5
Espagne	Madrid General	891.4	9.5	8.4	5.1	13.1	1.9	0.6
Pays-Bas	AEX	326.0	9.6	8.4	2.5	13.8	n.s.	0.6
Belgique	Bel 20	2286.3	11.4	10.0	148.5	13.8	0.1	0.7
Suisse	SMI	6157.6	11.8	10.8	10.7	10.1	1.1	1.1
Suède	OMX	1074.4	12.1	10.9	6.5	11.3	1.9	1.0

Source: Datastream, IBES, Bloomberg

n.s. = not significant / n.a. = not available

Ces prévisions ne constituent pas un indicateur fiable quant aux performances futures.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

GLOSSAIRE DES ABREVIATIONS

1T05	premier trimestre 2005	JPY	yen
1S05	premier semestre 2005	KRW	won sud-coréen
(A)	glissement annuel	MES	Mécanisme Européen de Stabilité
(M)	variation mensuelle	MESF	Mécanisme Européen de Stabilisation Financière
(T)	variation trimestrielle	NAHB	National Association of Home Builders
[D]	échelle droite (graphique)	ncvs	non corrigé des variations saisonnières
ABE	Autorité bancaire européenne	OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
BNS	Bureau National des Statistiques chinois	OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
BCE	Banque Centrale Européenne	ORLT	Opérations de refinancement de long terme
BRL	real brésilien	PIB	Produit intérieur brut
C/B	cours/bénéfices	PMI	Indice auprès des directeurs d'achats
cvs	corrigé des variations saisonnières	pp	point de pourcentage
EUR	euro	QEII	Deuxième vague d'assouplissement quantitatif
FMI	Fonds Monétaire International	QEIII	Troisième vague
FESF	Fonds Européen de Stabilité Financière	r.a.	en rythme annualisé
GBP	livre sterling	RBA	Reserve Bank of Australia
IDR	rupiah indonésienne	RMB	renminbi chinois (yuan)
INR	roupie indienne	RUB	rouble russe
IPC	Indice des prix à la consommation	USD	dollar américain
ISM	Institute of Supply Management	YTD	depuis le début de l'année
HKD	dollar de Hong Kong		

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 Paris 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 Paris 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.

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 Paris 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 des ces dommages leur a été signifiée. Toute reproduction ou distribution des données MSCI est interdite, sauf consentement exprès et écrit de MSCI.

FTSE International Limited (« FTSE ») © FTSE 2011. FTSE® est une marque du London Stock Exchange Plc et de The Financial Times Limited qui ont concédé une licence à FTSE pour son utilisation. Tous droits relatifs aux indices FTSE sont la propriété de FTSE et/ou des concédants de sa licence. FTSE et les concédants de sa licence déclinent toute responsabilité en cas d'erreur ou d'omission concernant les indices FTSE ou les données sous-jacentes y afférant. Toute reproduction ou distribution des données FTSE est interdite, sauf consentement exprès et écrit de FTSE

Rédacteur : AXA Investment Managers – « Cœur Défense » Tour B – La Défense 4 – 100, Esplanade du Général De Gaulle – 92400 Courbevoie. Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826.