



Le 8 septembre 2010

L'ère du soupçon

Faits marquants

- Transition en douceur vers un régime de croissance molle dans les pays développés.
- Ralentissement vers le potentiel pour les émergents.
- Politiques monétaires toujours ultra-accommodantes en 2011, mais resserrement budgétaire dangereux.
- Position plus défensive sur l'allocation d'actifs.

Soudain l'été dernier

Le scénario de reprise en V de l'économie mondiale a brutalement déraillé au cours de l'été. Les statistiques américaines ont révélé la lenteur de la reprise sur le marché de l'emploi, confirmant les craintes de « *jobless recovery* ». L'activité sur le marché immobilier a lourdement rechuté dès l'expiration des incitations fiscales pour les primo-accédants. De l'autre côté du Pacifique, l'économie chinoise donnait des signes d'essoufflement, sous le coup d'un *policy mix* volontairement draconien envers le secteur de la construction. Les indicateurs récents ont tous confirmé ces tendances naissantes. Le reste du monde s'apprête à en subir les effets de contagion par le canal des échanges. Les indicateurs avancés japonais se sont brutalement retournés ; l'Europe seule semble résister à cette morosité de rentrée, mais le mythe de la forteresse ne tiendra pas face à une division par deux du rythme de croissance des échanges mondiaux.

La modération de la croissance mondiale était attendue par les

économistes, conséquence d'une normalisation du cycle des stocks et d'un épuisement des politiques de relance budgétaire. Son ampleur a surpris, et provoqué une rechute des marchés d'actions, malgré le soutien des opérations de fusions et acquisitions.

Transition

Notre analyse privilégie la thèse du trou d'air contre celle de la rechute récessive. Le retournement du cycle industriel mondial est violent, mais cohérent avec un cycle de stocks atypique, né de l'angoisse déflationniste qui prévalait lors de la chute de Lehman Brothers. Au-delà de cet à-coup mécanique, l'élan de la demande finale américaine (4%(T) au 2T10), allié aux effets retardés d'un *policy mix* ultra-accommodant (taux, dépenses publiques), devrait se prolonger en 2011, certes sur une tendance plus modeste (2,5%), désendettement oblige. En Chine, l'acharnement des autorités à crever la bulle immobilière ne doit pas éluder la volonté ferme de Beijing de substituer au développement de résidences de luxe un logement social de masse dont la demande est aujourd'hui contrainte par des prix trop élevés. Le gouvernement maintient la pression rhétorique sur les marchés spéculatifs, mais se tient prêt en sous-main à dégainer l'arme budgétaire pour relancer la machine si par malheur la purge immobilière débordait sur les secteurs connexes (industries lourdes). La périphérie émergente subira le ralentissement des deux moteurs de l'économie mondiale, Chine et Etats-Unis, à travers le canal des échanges de biens manufacturés (Asie) et des matières premières

(Amérique latine, Russie). Mais là aussi, les politiques économiques ainsi qu'une ré-accélération du crédit domestique joueront le rôle d'amortisseur. L'Europe brillera un temps par défaut, forte des bonnes surprises de la consommation allemande, avant d'être rattrapée par le tassement des échanges et les pressions déflationnistes à sa périphérie (Grèce, Irlande, Espagne). Toute la zone euro basculera en outre dans le camp de l'austérité budgétaire en 2011. Partout, l'inertie du commerce mondial et la bienveillance des politiques amortiront le choc de la transition vers un régime de croissance molle post-bulle (2,5% aux Etats-Unis, 1,5% en Europe et au Japon).

Bienveillance monétaire

L'atterrissage en douceur vers ce nouveau régime n'est pas sans risque. La piste est endommagée par dix ans de fuite en avant par l'endettement (ménages américains, gouvernements européens), de surinvestissement improductif (immobilier américain et espagnol, industries lourdes chinoises...) et de crédit facile (banques occidentales, chinoises). Le canal du crédit bancaire est toujours partiellement obstrué, malgré les efforts entrepris en termes de recapitalisation. Les marchés du crédit sont grand-ouverts pour les entreprises, mais toujours fermés pour la titrisation de crédit aux ménages. C'est probablement là que la Fed devra intervenir dans une seconde phase d'assouplissement quantitatif (achat d'ABS), en supplément de rachats de titres d'Etat. La BCE sera probablement plus rétive à de nouvelles opérations de monétisation, mais un nouvel

www.axa-im.com



accès de fièvre sur les dettes périphériques pourrait lui forcer la main. Le maintien d'une offre de liquidité illimitée, acquise jusqu'en janvier 2011, serait maintenu jusqu'à mi-2011. Dans les deux cas, nous pensons que le pragmatisme prévaudra, et tablons sur un statu quo pour les taux directeurs jusqu'au 4T11, assorti de nouvelles opérations non-conventionnelles.

Austérité budgétaire

Côté budgétaire, un resserrement modéré est inscrit pour 2011 dans les plans d'ajustement européens remis à Bruxelles. Le danger se situe côté américain, où les Etats et collectivités locales sont déjà engagés dans des coupes drastiques. En outre, le chômage persistant fragilise l'administration Obama face à un parti républicain opposé à un nouveau programme de relance. Le resserrement budgétaire sera au moins de 1,2% de PIB l'an prochain, voire 2,1% si les baisses d'impôts de l'ère Bush ne sont pas renouvelées pour la classe moyenne. Une telle inversion de l'élan budgétaire fait peser un risque sur la conjoncture. Le chaînon manquant de l'emploi reste tributaire d'une reprise franche dans le secteur des services, où les dernières tendances étaient médiocres. Il reste donc crucial pour les investisseurs de surveiller de près le pouls des services et de l'emploi américains, autant que les débats agitant le Capitole. La rechute est peu probable, mais la transition sur fond de tensions politiques ouvre l'ère du soupçon.

Généralement, les marchés d'actifs risqués sont influencés par la publication des données macro-économiques et les indicateurs de confiance. Bien que les chiffres les plus récents (ISM manufacturier, emploi américain) aient quelque peu réduit les pressions à la vente, le climat reste fragile.

Obligations : forte dynamique mais valorisations élevées

Le contexte économique difficile combiné au maintien par la Fed de sa politique d'assouplissement via le réinvestissement des flux de

portefeuille de MBS dans des bons du Trésor, a déclenché un mouvement de repli vers l'obligataire poussant les taux longs en Allemagne et au Royaume-Uni à des niveaux historiquement bas.

Malgré ce rebond impressionnant, nous pensons que l'aversion au risque devrait continuer de primer sur les valorisations des Emprunts d'Etat désormais peu attrayantes. Si, comme nous le croyons, le ralentissement américain se poursuit, la partie courte de la courbe restera ancrée par la politique de la banque centrale, qui devrait maintenir le statu quo jusqu'à la fin 2011. Par ailleurs, la probabilité d'un programme d'assouplissement quantitatif supplémentaire aux Etats-Unis s'accroît de façon significative.

Dans ces conditions, les chances de voir le marché obligataire progresser de nouveau augmentent fortement. Ceci pourrait faire reculer le taux 10 ans américain de 2%, ce qui suggère un *Bund* à 10 ans à 1,5% étant donné la forte corrélation entre les deux marchés.

Compte tenu des problèmes de solvabilité actuels dans la zone euro, les pays les plus fragilisés ont vu leurs spreads s'écarter. Malgré des valorisations attrayantes, nous estimons que ces marchés pourraient souffrir ravivant le mouvement de fuite vers la qualité.

La baisse des taux longs se traduira par un **aplatissement de la courbe**, tant aux Etats-Unis qu'en zone euro.

Sur le crédit, nous maintenons la sup pondération de l'IG qui devrait continuer de bénéficier de faibles taux longs et de la baisse du taux de défaut. Les valorisations ne semblent pas élevées, les *spreads* actuels indiquant une probabilité de défaut proche de 9,75% tant aux Etats-Unis qu'en Europe pour les cinq années à venir. Cela contraste avec les normes historiques et constitue un soutien non négligeable.

Bien que le crédit **High Yield** offre également des valorisations intéressantes, nous craignons la forte corrélation avec les actions, et conseillons la prudence.

Sur la courbe du risque, nous continuons de surpondérer les **marchés émergents**, pour la simple raison qu'ils offrent un meilleur environnement économique et financier. Enfin, même si le *spread* d'environ 280pdb paraît faible, la recherche de rendement devrait profiter à cette classe d'actifs.

Actions : exposées aux risques macroéconomiques

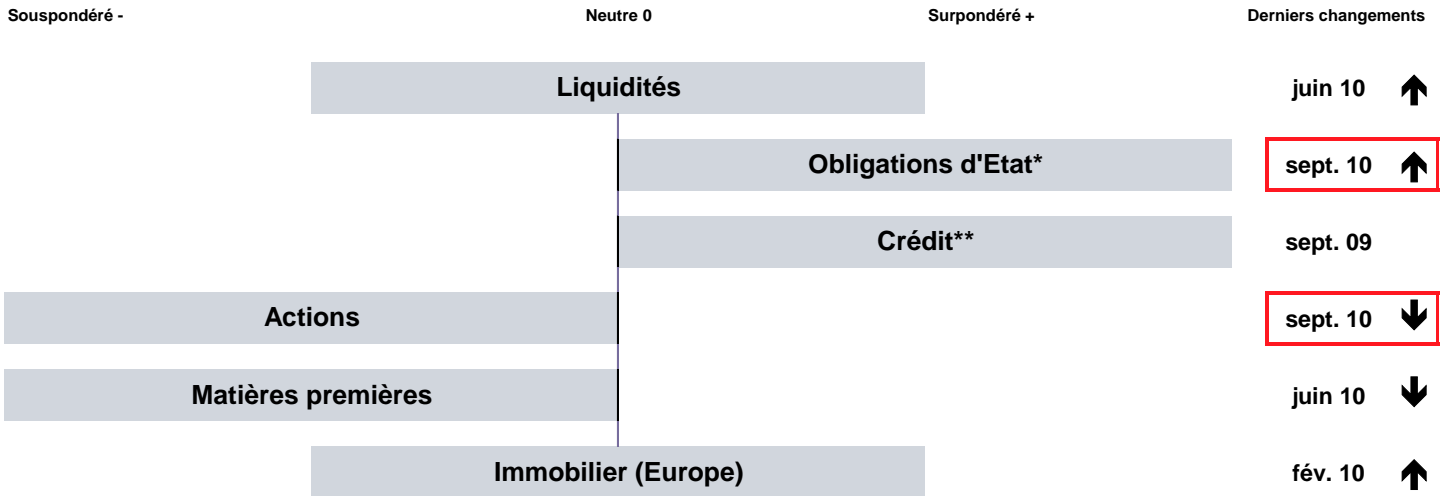
Les entreprises continuent de profiter des retombées des restructurations et les bénéfices vont s'envoler. Cependant, les prévisions de croissance pour 2011, autour de 15%, sont excessivement optimistes ! A plus long terme, la progression des résultats devra davantage s'appuyer sur l'amélioration du chiffre d'affaires que sur les réductions de coûts. Nous prévoyons une croissance des bénéfices de l'ordre de 10% au mieux en 2011 pour les entreprises non financières.

Toutefois la valorisation est tout sauf excessive. Avec un PE publié inférieur à 15x, le marché américain se négocie actuellement à un niveau comparable à la période 2004-2006 ou au début des années 1990. Néanmoins, nous restons convaincus qu'en année pleine (2011), le multiple est bien plus proche de 11x et donc bien inférieur à sa norme de long-terme et sa valorisation moyenne de milieu de cycle, que nous estimons à 15x. Autrement dit, la valorisation actuelle indique un recul d'environ 10% des bénéfices 2011. Evidemment, un tel résultat impliquerait un scénario de rechute vers la récession. Cela dit, le critère de valorisation semble aujourd'hui secondaire par rapport aux incertitudes économiques.

Par conséquent, nous suggérons de conserver une **allocation régionale défensive**, avec une préférence pour le marché britannique, compensée par une sous-pondération de la zone euro. Cette prudence s'affirme également au niveau sectoriel. Nous suggérons de prendre des bénéfices en vendant les valeurs de consommation cyclique, les valorisations et la croissance.

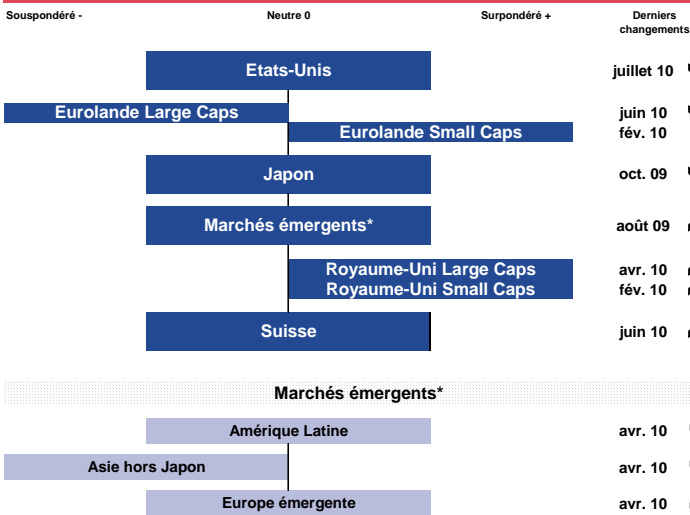


ALLOCATION D'ACTIFS RECOMMANDEE

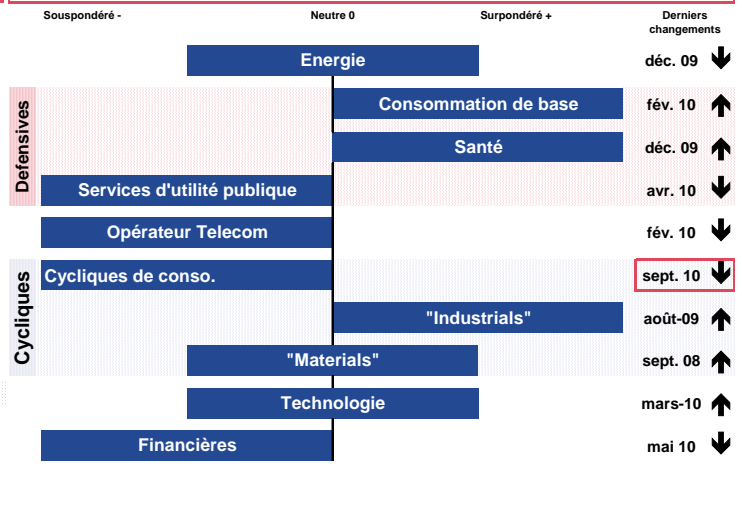


* Emprunts d'Etat 10 ans

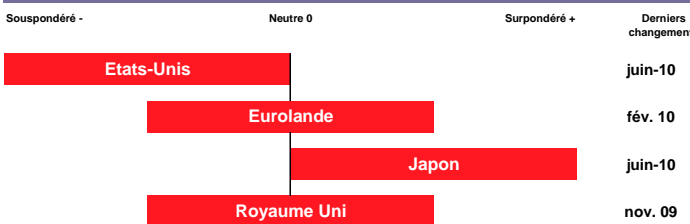
ALLOCATION ACTIONS REGIONALE



ALLOCATION SECTORIELLE EUROPE

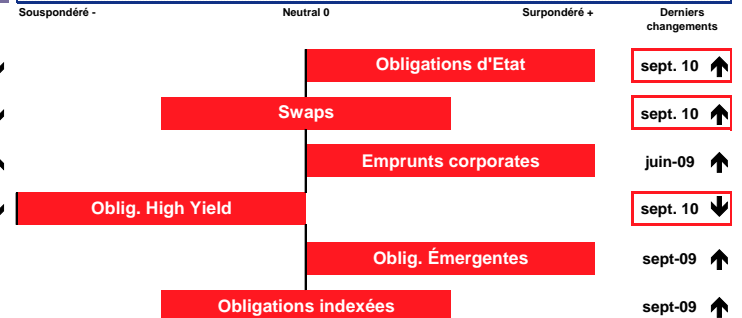


OBLIGATIONS*

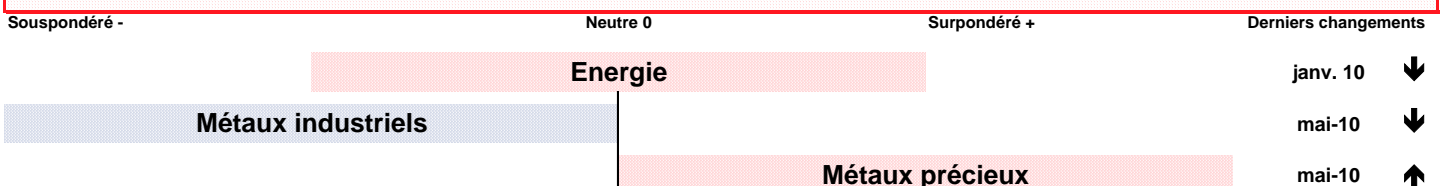


* Emprunts d'Etat à 10 ans

ALLOCATION TAUX GLOBALE



MATIERES PREMIERES




PIB, en %(A)

Septembre 2010	2010				2011			
	Consensus		AXA-IM		Consensus		AXA-IM	
	dernière révision		dernière révision		dernière révision		dernière révision	
Etats-Unis	2,9	↓	2,6	↓	2,8	↓	2,4	↓
Japon	3,2	↑	3,0	↓	1,5	↑	2,1	↓
Royaume-Uni	1,5	↑	0,9	↓	2,0	↓	1,6	↓
Eurolande	1,1		1,9	↑	1,5		1,5	↑
Asie hors Japon	8,3		7,8	↑	7,5	↓	7,0	↓

Inflation, en %(A)

Septembre 2010	2010				2011			
	Consensus		AXA-IM		Consensus		AXA-IM	
	dernière révision		dernière révision		dernière révision		dernière révision	
Etats-Unis	1,6	↓	1,6	↓	1,4	↓	1,9	↓
Japon	-1,0		-0,9		-0,2		-0,3	
Royaume-Uni	4,4	↑	2,1		3,3	↑	1,7	
Eurolande	1,3		1,5	↓	1,4		1,6	↓
Asie hors Japon	4,3	↑	3,8	↑	4,0	↑	3,4	↓

* Sources : Datastream au 7 septembre 2010

Obligations à 10 ans

Pays	8-sept.-10	Prévisions		Forward 12 mois septembre-11
		3 mois décembre-10	12 mois septembre-11	
Etats-Unis	2,61	2,00	3,25	2,96
Japon	1,13	0,90	1,40	1,30
Royaume-Uni	2,92	2,30	3,30	3,29
Zone euro	2,24	1,50	2,30	2,49

Sources : Bloomberg au 8 septembre 2010 - Estimations AXA IM

Taux officiels

Pays	8-sept.-10	Prévisions						Dernière décision	
		3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11	Taux	Biais*
Etats-Unis <i>Fed funds</i>	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0,75	-75 (16/12/08)	+
Zone euro <i>ECB repo</i>	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50	-25 (07/05/09)	+
RU <i>BoE base</i>	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,50	-50 (05/03/09)	+
Japon <i>jour le jour</i>	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	-20 (19/12/08)	+

* accomodant +, neutre 0, restrictif -

Sources : Bloomberg au 8 septembre 2010 - Estimations AXA IM

Taux de change

Devises	8-sept.-10	Prévisions 12 mois		Forward 12 mois septembre-11
		septembre-11	Variation en %	
USDJPY	83,81	95,00	13,4%	83,33
EURUSD	1,27	1,20	-5,6%	1,27
EURJPY	106,57	114,00	7,0%	105,87
EURGBP	0,82	0,80	-2,8%	0,82
GBPUSD	1,55	1,50	-3,0%	1,54

Sources : Bloomberg au 8 septembre 2010 - Estimations AXA IM



07/09/2010	Index	Rendement obligations 10 ans	Performance des marchés		Cours/Bénéfice (1)		Croissance des bénéfices en % (2)		(1)/(2) croissance		
			actions	obligations	2010	2011	2010	2011	2010	2011	
			depuis le début de l'année en monnaie locale								
Etats-Unis	S&P 500	1104,5	2,70	-0,9%	12,67%	12,7	11,1	39,4	14,5	0,3	0,8
Canada	TSE300	12144,9	2,95	3,4%	8,68%	16,3	12,8	14,1	26,7	1,2	0,5
Japon	Topix	838,7	1,18	-7,6%	2,68%	14,4	12,0	n.a.	20,1	n.s.	0,6
Eurolande	DJ STOXX 50	2753,6	2,33	-7,1%	11,76%	9,9	8,7	20,9	13,4	0,5	0,7
Allemagne	DAX	6155,0	2,33	3,3%	11,75%	10,7	9,6	57,1	11,4	0,2	0,8
France	CAC40	3684,7	2,64	-6,4%	11,15%	10,5	9,0	32,8	16,1	0,3	0,6
Royaume-Uni	FTSE 100	5439,2	3,08	0,5%	12,84%	10,8	9,1	55,4	19,0	0,2	0,5
Italie	MIB	20660,9	3,77	-11,2%	6,03%	11,6	9,2	24,2	26,3	0,5	0,3
Espagne	Madrid General	1097,2	4,07	-11,6%	2,96%	10,3	9,2	0,4	11,5	n.s.	0,8
Pays-Bas	AEX	330,5	2,51	-1,4%	12,42%	10,7	8,9	79,8	20,8	0,1	0,4
Belgique	Bel 20	2560,2	3,02	1,9%	10,02%	12,2	11,3	29,9	8,2	0,4	1,4
Suisse	SMI	6418,3	1,32	-2,0%	7,28%	11,8	10,6	36,1	11,2	0,3	0,9
Suède	OMX	1052,5	2,38	10,6%	8,88%	13,8	11,8	30,6	16,9	0,4	0,7

Source: Datastream; IBES; Reuters
n.s. = non significatif / n.a. = non disponible

Abréviations

1T05	premier trimestre 2005	FMI	Fonds Monétaire International	BRL	real brésilien
1S05	premier semestre 2005	IPC	Indice des prix à la consommation	EUR	euro
cvs	corrigé des variations saisonnières	ISM	Institute of Supply Management	GBP	livre sterling
ncvs	non corrigé des variations saisonnières	OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques	IDR	rupiah indonésienne
r.a.	en rythme annualisé	OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole	INR	roupie indienne
pp	point de pourcentage	PIB	Produit intérieur brut	HKD	dollar de Hong Kong
(M)	variation mensuelle	PMI	Indice auprès des directeurs d'achats	JPY	yen
(T)	variation trimestrielle			KRW	won sud-coréen
(A)	glissement annuel			RMB	renminbi chinois (yuan)
C/B	cours/bénéfices			RUB	rouble russe
[D]	échelle droite (graphique)			USD	dollar américain

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.

www.axa-im.com