

# MULTI-ASSET SPOTLIGHT

BNPP AM – Multi-actifs, Quantitatif et Solutions (MAQS)

Document rédigé par **Maximilian Moldaschl**, stratégeste senior multi-actifs au sein de l'équipe de gestion MAQS, et **Guillermo Felices**, directeur de la recherche et de la stratégie de l'équipe de gestion MAQS

## ALLOCATION D'ACTIFS : LES DÉFIS D'UNE NOUVELLE DONNE SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES

- **Changement de régime en vue ?** Alors que les marchés seront confrontés à un resserrement quantitatif au cours des mois et des années à venir, certains éléments donnent à penser que nous sommes à la veille d'un changement de régime pour l'ensemble des grandes classes d'actifs. Cette année, nous avons ainsi déjà observé deux épisodes où le recul des marchés obligataires a provoqué une correction boursière.
- **Hausse des taux longs américains.** Nous estimons que les rendements obligataires américains s'orientent vers des niveaux structurellement plus élevés, le taux des bons du Trésor à dix ans s'étant déjà extirpé d'une tendance baissière longue de plusieurs décennies. Notre conviction se fonde sur les facteurs suivants : i) la vigueur de la croissance de l'économie américaine ; ii) la politique budgétaire expansionniste de l'administration Trump avec la perspective d'un accroissement de l'offre d'obligations ; iii) la diminution de la demande de bons du Trésor américain de la part des investisseurs étrangers ; iv) l'acheminement de la Réserve fédérale (Fed) vers une politique monétaire restrictive ; et v) l'anticipation d'une remontée des taux réels et des primes de terme que l'assouplissement quantitatif (« QE ») a comprimés.
- **Vers un retour à une corrélation positive entre les actions et les obligations ?** La possibilité d'un changement dans la corrélation entre les actions et les obligations constitue probablement l'implication la plus importante pour les investisseurs dans de multiples classes d'actifs et les responsables de l'allocation d'actifs. Nous constatons que, dans l'ensemble, la corrélation principalement négative observée entre les actions et les obligations depuis les années 1990 est fonction de l'inflation (faible) et des primes de terme comprimées, deux facteurs susceptibles d'augmenter au fil de la sortie de l'assouplissement quantitatif. Dernièrement, nous n'avons guère observé de rebond des marchés obligataires au cours des corrections boursières. En d'autres termes, les obligations ont été le déclencheur du recul des actions et, à ce titre, elles offrent désormais moins de protection aux portefeuilles multi-actifs.
- **Perspective d'une détérioration des performances corrigées du risque** À notre avis, nous devons nous attendre à l'avenir à des performances probablement plus faibles que celles enregistrées au plus fort de l'assouplissement quantitatif et, surtout, à une volatilité accrue sur les marchés. Les ratios de Sharpe pour les investisseurs « buy-and-hold » s'annoncent par conséquent nettement inférieurs à ceux auxquels beaucoup d'acteurs du marché se sont habitués. Les responsables de l'allocation d'actifs devront donc se montrer de plus en plus tactiques dans la gestion des portefeuilles.
- **Un contexte favorable aux « sélectionneurs d'actifs au cas par cas »** Le retrait des mesures d'assouplissement quantitatif devrait également contribuer à l'inversion des corrélations fortes actuellement observées entre les classes d'actifs. Cela laisse entrevoir un contexte favorable aux « sélectionneurs d'actifs au cas par cas » dans lequel les gérants pourront de nouveau renforcer l'alpha.



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

The asset manager  
for a changing  
world

## ALLOCATION D'ACTIFS : LES DÉFIS D'UNE NOUVELLE DONNE SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES

Au cours des dernières années, les marchés des actions et des obligations ont connu de solides performances (et une volatilité faible) liées au « QE », pour le plus grand enchantement des investisseurs en actions, des gérants obligataires et des responsables des allocations 60 : 40.

Cependant, étant donné que les grandes banques centrales inverseront leur politique monétaire et que les marchés seront confrontés à un resserrement quantitatif dans les mois et les années à venir, il est peu probable qu'une stratégie d'investissement fondée sur des éléments rétrospectifs se révèle efficace dans le futur. En effet, nous avons déjà observé cette année deux épisodes où le recul des marchés obligataires a provoqué une correction boursière (cf. Graphique 1).

**Graphique 1 : Des tensions sur les taux ont précédé les corrections boursières en 2018 : rendement des bons du Trésor américain à dix ans (en vert clair) et niveau de l'indice S&P 500 (en vert foncé)**



Sources : Bloomberg, BNPP AM, données au 02/11/2018

Au vu des valorisations généreuses actuelles des actions américaines et du stade avancé du cycle économique des États-Unis, la perception par le marché de la relation entre les obligations et les actions est essentielle, et l'est encore plus pour les responsables de l'allocation d'actifs étant donné la possibilité d'une évolution des corrélations entre les classes d'actifs.

Dans cette note, nous examinons certains sables mouvants du contexte macroéconomique et de l'environnement de marché, ainsi que leurs implications pour les investisseurs dans de multiples classes d'actifs et les responsables de la répartition de l'actif des portefeuilles.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES : SE PRÉPARER À LA NOUVELLE DONNE

### Taux américains

Compte tenu de la remontée assez rapide de leurs rendements, les bons du Trésor américain affectent actuellement de nombreuses classes d'actifs. Comme le montre le Graphique 2 ci-dessous, le taux à dix ans a franchement dépassé le point haut qu'il avait atteint durant le « taper tantrum » de 2013 et, probablement plus important, a quitté son canal baissier installé depuis trente ans.

**Graphique 2 : Le rendement des bons du Trésor américain à dix ans se situe au-dessus de son point haut atteint durant le « taper tantrum » et a quitté son canal baissier installé depuis trente ans**



Sources : Bloomberg, BNPP AM, données au 02/11/2018

Il est intéressant de noter que si nous décomposons les taux nominaux en leurs composantes que sont les taux réels et les points morts d'inflation, nous constatons que la hausse des rendements nominaux cette année tient presque exclusivement à la progression des taux réels (cf. Graphique 3). Les points morts d'inflation (représentés en orange sur le graphique) ont été stables presque toute l'année, tandis que les taux réels (en vert foncé sur le graphique) dépassent actuellement 1 %, ce qui correspond au niveau le plus élevé observé depuis 2011, y compris aux sommets atteints en 2013 au moment du « taper tantrum ». Par ailleurs, même au cours de la correction boursière récente, les rendements n'ont guère connu d'inversion de tendance, les taux réels en particulier se maintenant à des niveaux proches de leur point haut.

**Graphique 3 : Les premiers effets de la sortie du « QE » ? Rendements des bons du Trésor américain à dix ans (en noir) décomposés en taux réels (en vert foncé) et en points morts d'inflation (en orange)**



Sources : Bloomberg, BNPP AM, données au 02/11/2018

Les deux observations ci-dessus, à savoir que la tendance baissière des rendements depuis trente ans a été cassée et que cette cassure est presque exclusivement liée aux taux réels, revêtent de l'importance, car elles pourraient indiquer une rupture structurelle dans l'environnement macroéconomique/de marché et signaler que le « statu quo du QE » auquel la plupart des intervenants du marché s'étaient habitués est en train de bouger.

En particulier, nous remarquons que cette remontée des taux longs intervient à un moment intéressant du point de vue de la toile de fond macroéconomique, qui renforce notre sentiment qu'un changement structurel est en cours sur le marché obligataire américain :

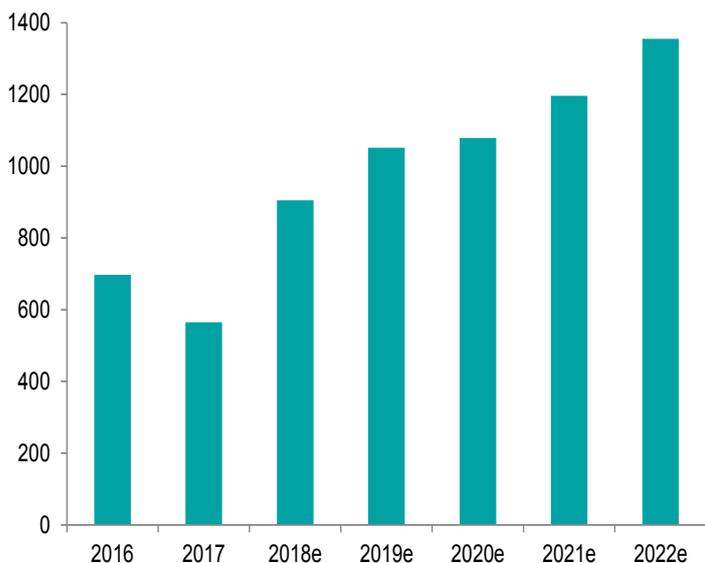
- la croissance de l'économie américaine reste vigoureuse, et la hausse des rendements cadre avec ce contexte, toutes choses égales par ailleurs.
- La politique budgétaire expansionniste du président Donald Trump s'accompagne d'un accroissement de l'offre d'obligations (cf. Graphique 4). De plus, en contrepartie du financement d'un déficit plus large, les investisseurs exigeront des primes plus élevées, c'est-à-dire des rendements plus importants.
- Dans cette phase critique d'augmentation de l'offre, les acheteurs étrangers de bons du Trésor américain pourraient être de moins en moins nombreux. Les investisseurs qui doivent couvrir le risque de change de leurs positions sur des obligations étrangères du fait de la divergence des politiques monétaires entre les États-Unis et d'autres pays sont confrontés à une forte hausse des coûts de couverture, qui érode des gains nets de rendement par ailleurs intéressants. En effet, si l'on prend le cas d'un investisseur dont la devise de référence est le yen<sup>1</sup>, avec un coût de couverture du risque de change lié au dollar américain supérieur à 3 % par an, un bon du Trésor à dix ans couvert en yens ne rapporte qu'environ 10 points de base, soit moins que le rendement offert par les emprunts d'État japonais (JGB) de même maturité (cf. Graphique 5 ; on notera que le gain net de rendement couvert a atteint jusqu'à 200 points de base). Si l'on considère les maturités à trente ans, c'est encore plus patent : les bons du Trésor américain à trente ans couverts contre le risque de change ne rapportent que 28 points de base, soit 70 points de base *de moins* que les JGB de même maturité. Les investisseurs japonais ont donc davantage intérêt à investir sur leur marché domestique.
- Par ailleurs, alors que la politique de la Fed s'oriente peu à peu vers un mode restrictif, la hausse des taux directs pourrait peser sur l'activité à terme. En effet, le compte rendu de la réunion de septembre du comité de politique monétaire (FOMC) a confirmé l'intention de la banque centrale de continuer à remonter ses taux pour les

<sup>1</sup> La plupart des gérants traditionnels japonais doivent couvrir le risque de change de leurs investissements en obligations étrangères.

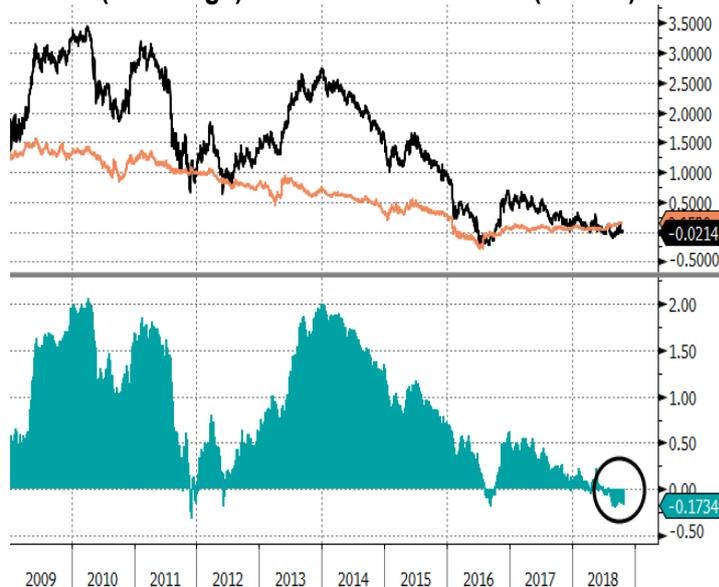
porter en zone restrictive. Le Graphique 6 ci-dessous montre que le taux réel des fonds fédéraux est proche des estimations du taux naturel ( $R^*$ ) ou les dépasse.

- Enfin, avec le retournement des flux liés au « QE », les effets des mesures de soutien monétaire de ces dernières années, c'est-à-dire l'ancrage des rendements, devraient s'estomper. Les primes de terme, anormalement faibles jusqu'alors, devraient également connaître un retour à la normale à terme (cf. Graphique 7).

**Graphique 4 : L'offre d'obligations augmentera avec la relance budgétaire...**  
**Besoins de financement des États-Unis (en milliards de dollars américains, estimations Citi)**

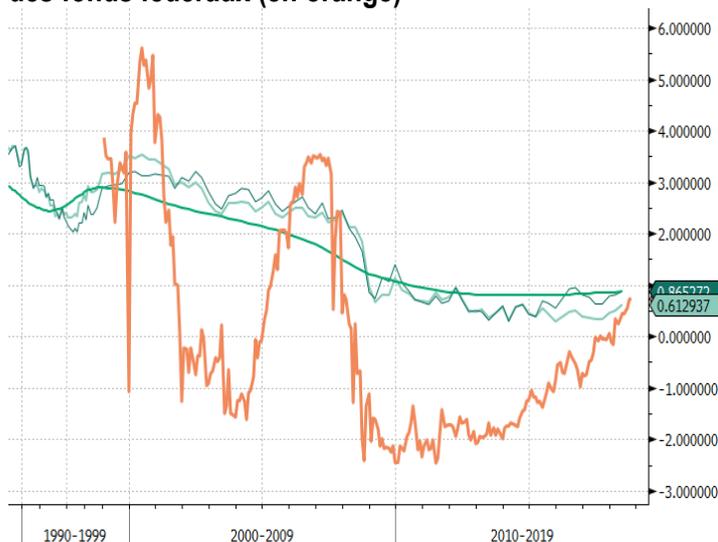


**Graphique 5 : ... mais les acheteurs pourraient être moins nombreux : bons du Trésor américain à 10 ans couverts en yens (en noir), emprunts d'État japonais à 10 ans (en orange) et écart de rendement (en vert)**



Sources : Bloomberg, Citigroup, BNPP AM, données au 02/11/2018

**Graphique 6: La Fed s'achemine vers une politique restrictive : taux naturel de Laubach et Williams ( $R^*$ ) et estimations (différents verts) par rapport au taux réel des fonds fédéraux (en orange)**



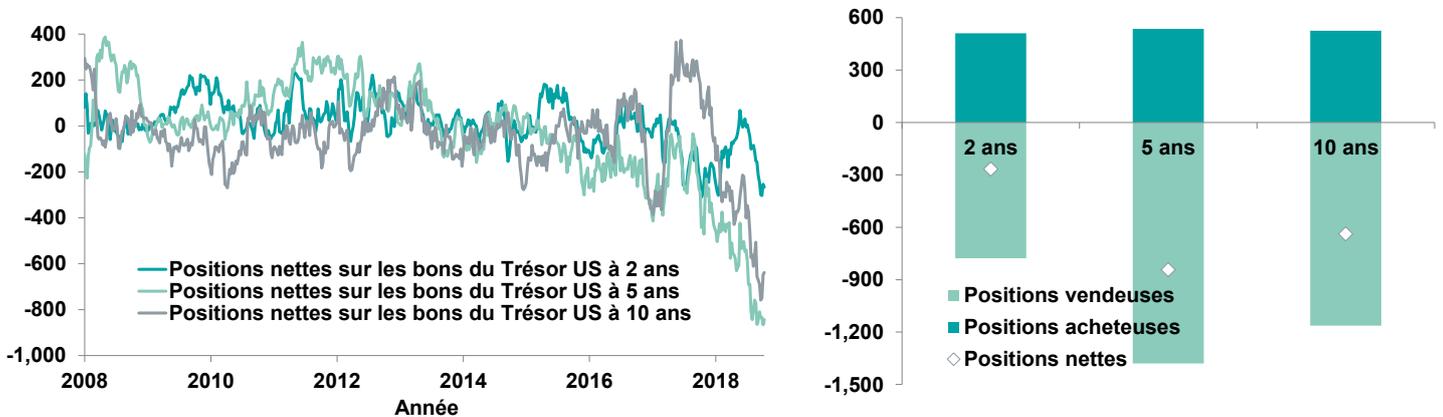
**Graphique 7 : Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans (en vert) et prime de terme à 10 ans (en gris)**



Sources : Bloomberg, Réserve fédérale des États-Unis, BNPP AM, données au 02/11/2018

Tous ces éléments nous conduisent à anticiper des taux structurellement plus élevés à moyen terme, même si, pour le trading à court terme, nous notons que le positionnement commence à devenir très tendu du côté des positions vendeuses (cf. Graphique 8). Des liquidations ne sont donc pas à exclure sur la voie de la hausse des rendements à moyen terme.

**Graphique 8 : Les positions spéculatives sur les bons du Trésor américain sont fortement vendeuses, rendant des liquidations probables : positionnement des opérateurs non commerciaux, contrats à terme et options (CFTC)**



Sources : Bloomberg, CFTC, BNPP AM, données au 26/10/2018

### Autres marchés de taux

De prime abord, les marchés de taux ont fortement divergé au cours des dernières années. À titre d'exemple, les rendements aux États-Unis dépassent aujourd'hui les points hauts qu'ils avaient atteints lors du « taper tantrum » de 2013, alors que les rendements des Bunds allemands sont encore inférieurs de 150 points de base à leurs niveaux de 2013 (cf. Graphique 9). Cela étant, la corrélation entre les bons du Trésor américain et les autres marchés obligataires est restée forte, avec d'importants co-mouvements quotidiens des prix (cf. Graphique 10). En d'autres termes, le niveau des rendements est peut-être très différent, mais le mouvement directionnel des marchés de taux ne l'est pas. En conséquence, sur fond d'augmentation probable des rendements des bons du Trésor américain, les autres marchés de taux devraient suivre, notamment en raison de la valorisation élevée d'autres grands marchés obligataires des pays développés.

**Graphique 9 : Les bons du Trésor américain à 10 ans (en noir) et les Bunds à 10 ans (en vert) sont-ils découplés...**



**Graphique 10 : ... ou non ? Bons du Trésor américain à 10 ans (en noir) et Bunds à 10 ans (en vert)**

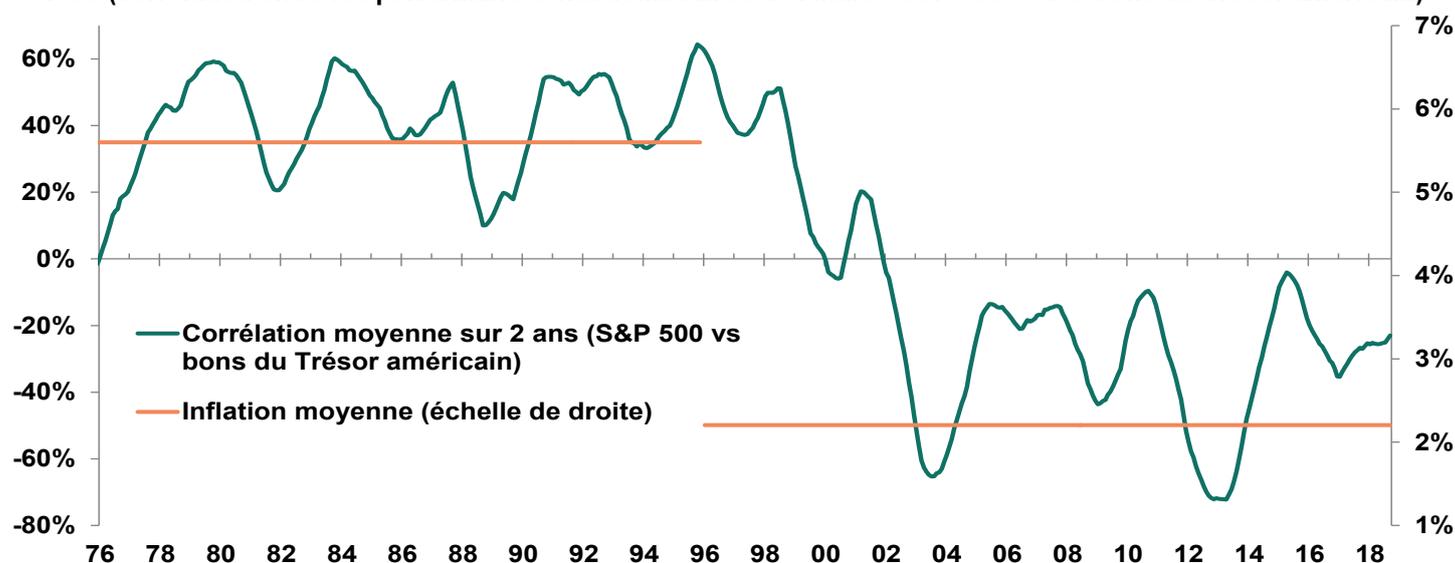


Sources : Bloomberg, BNPP AM, données au 02/11/2018

## HAUSSE DES TAUX ET ACTIONS : UN CHANGEMENT DANS LES CORRÉLATIONS ?

Comme la hausse des taux longs a visiblement été à l'origine des deux dernières corrections boursières (cf. Graphique 1 ci-avant), les corrélations bien ancrées entre les actions et les obligations se trouvent remises en question. Nombre d'acteurs du marché ont probablement en tête l'existence d'une corrélation négative entre les actions et les performances des obligations au cours des vingt dernières années. Cependant, il n'en a pas toujours été ainsi. En effet, cette corrélation négative ne prévaut que depuis le milieu des années 1990, car, auparavant, elle était positive (cf. Graphique 11).

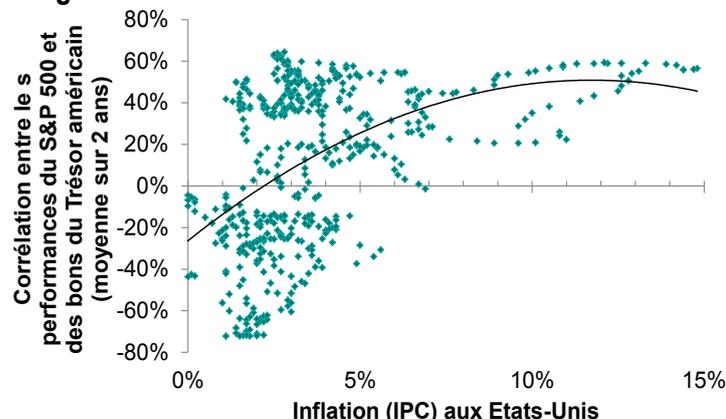
**Graphique 11 : Une corrélation actions/obligations devenue principalement négative depuis le milieu des années 1990 (corrélation entre les performances hebdomadaires de l'indice S&P 500 et des bons du Trésor américain)**



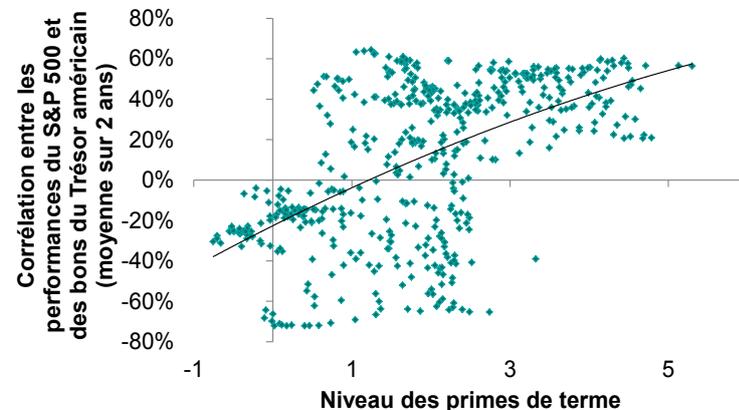
Sources : Bloomberg, BNPP AM, données au 02/11/2018

Nous constatons que l'inflation faible et ancrée pourrait être l'une des causes de cette corrélation négative (voir le niveau moyen de l'inflation avant et après le milieu des années 1990 sur le Graphique 11). Le Graphique 12 confirme d'ailleurs la relation positive entre le niveau de l'inflation et le signe de la corrélation entre les actions et les obligations. La mesure dans laquelle l'inflation est ancrée ou, pour le dire autrement, est incertaine / volatile, a également une incidence, comme le montre le Graphique 13 ci-dessous qui compare le niveau des primes de terme sur les obligations et la corrélation entre les actions et les obligations.

**Graphique 12 : La corrélation entre les actions et les obligations est-elle fonction de l'inflation...**



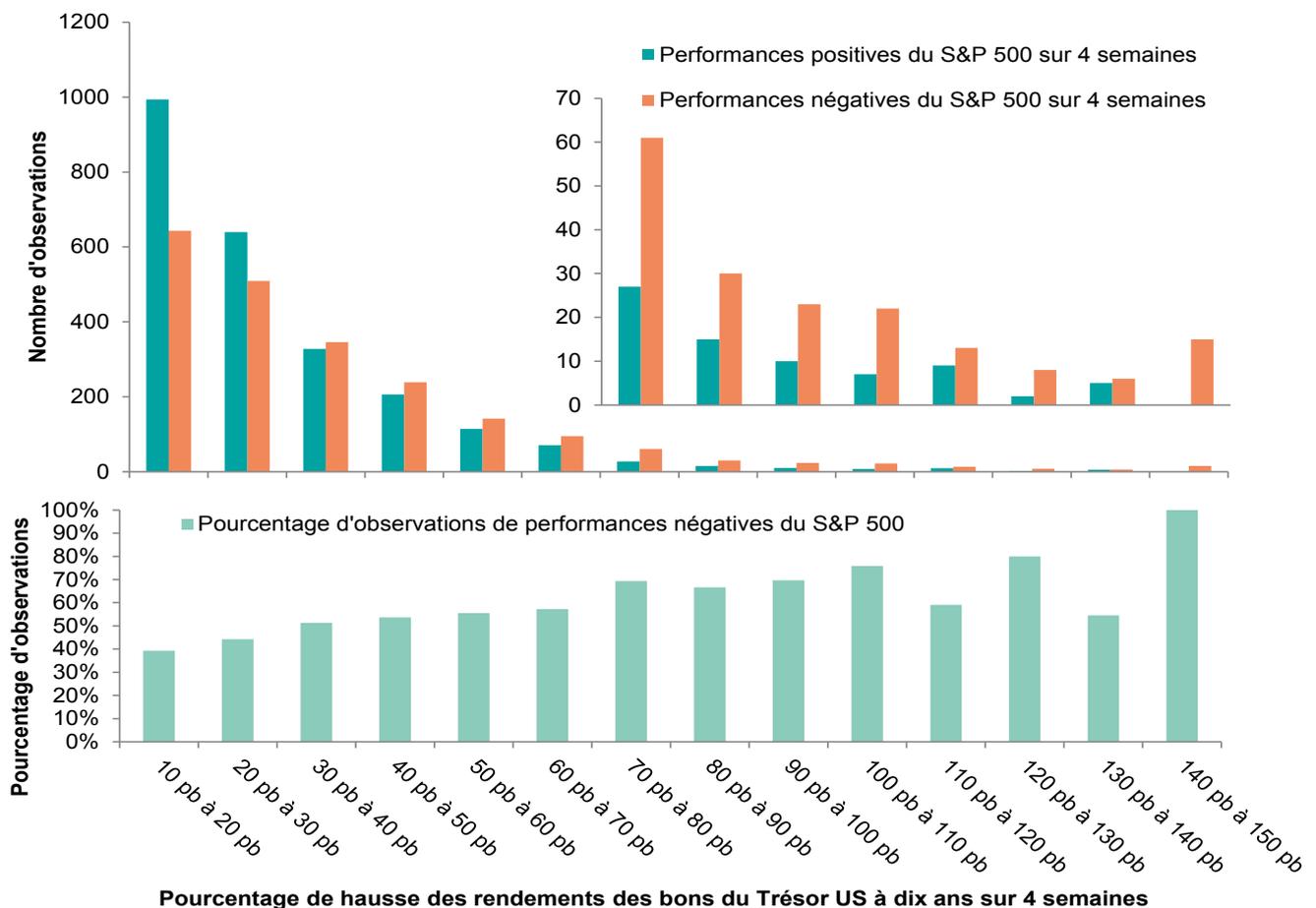
**Graphique 13 : ... et des primes de terme ?**



Sources : Bloomberg, BNPP AM, données au 02/11/2018

Cependant, la question de savoir quelle est, en définitive, la première cause de la hausse des taux longs et, partant, quelle est l'ampleur de la correction obligataire, importe également. Comme le montre le Graphique 14, du point de vue historique, les marchés d'actions ont surtout rebondi quand les taux obligataires se sont légèrement tendus (sur le graphique, on constate davantage de réactions positives que de réactions négatives du marché boursier – barres en vert plus grandes que celles en orange – dans un contexte de légère augmentation des rendements des bons du Trésor américain), mais ont principalement reculé en phase de remontée brutale des taux (sur le graphique, les barres en orange sont plus importantes que celles en vert dans le cas d'une forte progression des rendements des bons du Trésor américain). Il est possible d'appréhender ces mouvements historiques des cours des actifs comme suit : si les taux obligataires progressent en réaction à une embellie de la conjoncture, qui s'accompagne d'une amélioration des bénéfices des entreprises, les rendements des obligations peuvent augmenter et les cours des actions rebondir en parallèle. Quand les tensions sur les taux sont fortes, disons à la suite d'un choc (causé par exemple par une hausse de l'inflation ou par une expansion budgétaire), l'augmentation brutale du taux d'actualisation effraie le marché boursier, et les cours des actions fléchissent, tandis que les rendements remontent.

**Graphique 14 : Les actions rebondissent essentiellement quand les taux obligataires augmentent légèrement. Les corrections brutales du marché obligataire constituent leur problématique**



Sources : Bloomberg, BNPP AM, données au 02/11/2018

Cela dit, la corrélation entre les actions et les obligations à court terme peut assez rapidement changer de signe, notamment dans les périodes d'aversion pour le risque (cf.). L'élément peut-être le plus frappant réside dans le fait que lors de la correction boursière récente (qui a été précédée par une hausse des taux), les rendements des bons du Trésor américain n'ont que brièvement fléchi avant de rebondir rapidement. Cela soulève la question de savoir si les obligations continuent d'offrir une bonne couverture des portefeuilles / actions.

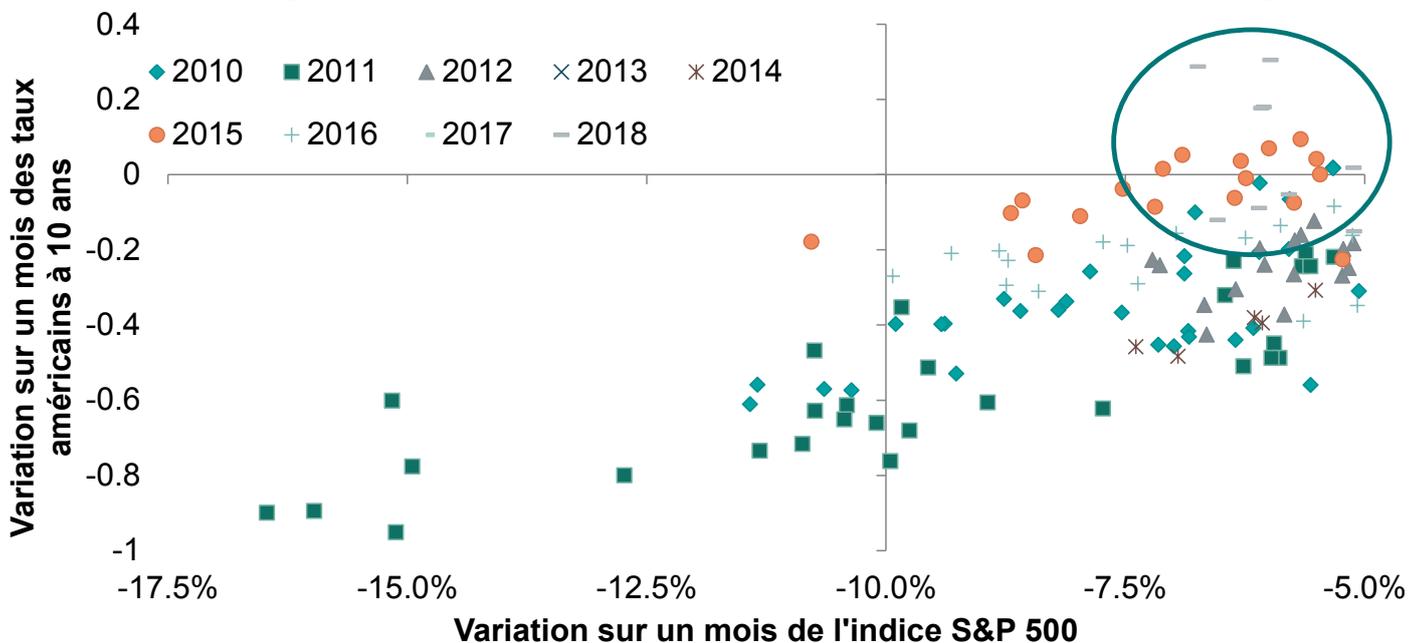
**Graphique 15 : Corrélations à court terme : indice S&P 500 (en vert foncé), rendements des bons du Trésor américain (en vert clair) et corrélation de leurs variations quotidiennes sur un mois (en bas)**



Sources : Bloomberg, BNPP AM, données au 02/11/2018

Hélas, notre analyse donne à penser que « non ». Le Graphique 16 et le Tableau 17 ci-dessous indiquent que, dans le cycle actuel, et notamment dans le cadre des mouvements récents des cours, les obligations n'ont pas compensé les pertes sur les marchés d'actions. En effet, en 2018, les taux obligataires ont généralement augmenté quand les actions étaient à la peine ; comme nous l'avons exposé plus haut, ils ont provoqué le repli des marchés d'actions, ce qui donne à penser que la corrélation entre les actions et les obligations pourrait revenir en territoire positif.

**Graphique 16 : Les obligations offrent moins de protection face aux corrections des actions dans le cycle actuel**



Sources : Bloomberg, BNPP AM, données au 02/11/2018

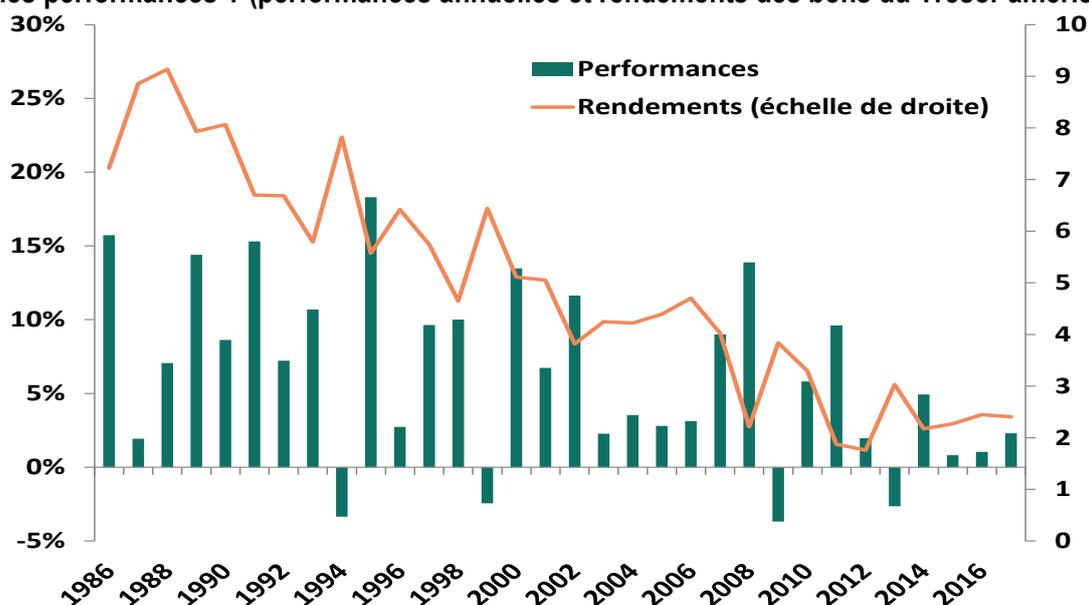
**Tableau 17 : Les obligations procurent-elles déjà une plus mauvaise couverture contre le repli des actions ?**  
**Performances et variation des rendements obligataires durant les corrections de l'indice S&P 500**

S&P 500					Taux américain à dix ans			
Début	Fin	Début	Clôture	Perf.	Début	Clôture	Var. rdt	Perf.
Oct-97	Oct-97	983.1	877.0	-11%	5.92	5.80	-0.12	0%
Jul-98	Aug-98	1184.1	957.3	-19%	5.47	4.98	-0.49	3%
Jul-99	Oct-99	1418.8	1247.4	-12%	5.67	6.07	0.40	-1%
Mar-00	Oct-02	1527.4	800.6	-48%	6.08	3.66	-2.41	30%
Nov-02	Mar-03	938.9	800.7	-15%	4.26	3.58	-0.68	5%
Oct-07	Mar-09	1552.6	683.4	-56%	4.06	2.87	-1.19	16%
Apr-10	Jul-10	1217.3	1022.6	-16%	3.81	2.98	-0.83	4%
Apr-11	Oct-11	1363.6	1099.2	-19%	3.29	1.76	-1.53	9%
Apr-12	Jun-12	1419.0	1278.1	-10%	2.18	1.45	-0.73	4%
Jul-15	Aug-15	2128.3	1867.6	-12%	2.37	2.07	-0.30	1%
Dec-15	Feb-16	2102.6	1829.1	-13%	2.14	1.66	-0.48	3%
Jan-18	Feb-18	2872.9	2581.0	-10%	2.66	2.82	0.16	-1%
Oct-18	Oct-18	2925.5	2728.4	-7%	3.18	3.16	-0.02	0%
		<b>Moyenne</b>		<b>-19%</b>	<b>3.93</b>	<b>3.30</b>	<b>-0.63</b>	<b>6%</b>
		<b>Médiane</b>		<b>-13%</b>	<b>3.81</b>	<b>2.98</b>	<b>-0.49</b>	<b>3%</b>

Sources : Bloomberg, BNPP AM, données au 02/11/2018

C'est un point préoccupant, notamment face à la perspective de corrections boursières probablement plus fortes quand nous arriverons en fin de cycle. Si les obligations ne peuvent pas couvrir de plus légers revers dans la tendance haussière actuelle, comment pourront-elles protéger les portefeuilles quand les actions entreront en marché baissier ? Bien que la corrélation puisse redevenir négative dans ce scénario (les obligations bénéficiant de leur statut d'actifs refuge), le faible point de départ du niveau des rendements (et, partant, les perspectives de moindres performances – cf. Graphique 18) implique que les obligations seront de plus mauvaises couvertures. Pour l'illustrer, il faudrait que les taux obligataires à dix ans, de 3,1 % actuellement, tombent à environ 1 % pour obtenir une performance de 20 % en ligne avec la correction moyenne historique du marché d'actions indiquée dans le Tableau 17. Par ailleurs, comme le montre ce tableau, les corrections boursières ont été clairement plus violentes dans certaines périodes de récession.

**Graphique 18 : Un faible point de départ : la seule orientation est-elle à la hausse pour les rendements et à la baisse pour les performances ? (performances annuelles et rendements des bons du Trésor américain à 10 ans)**

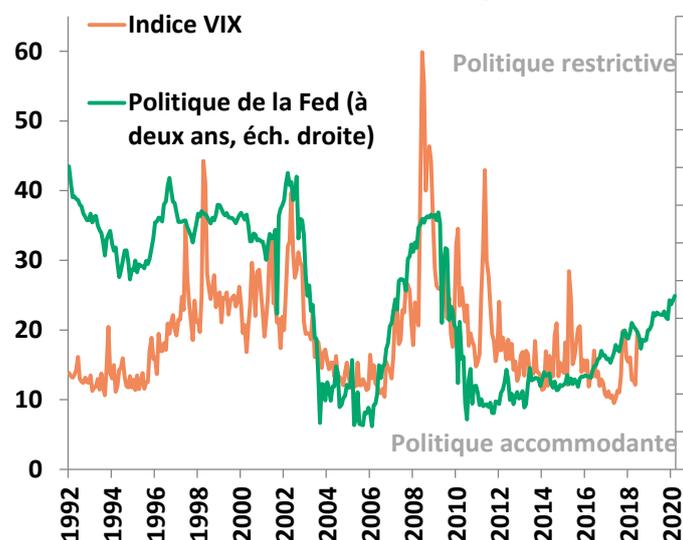


Sources : Bloomberg, BNPP AM, données au 02/11/2018

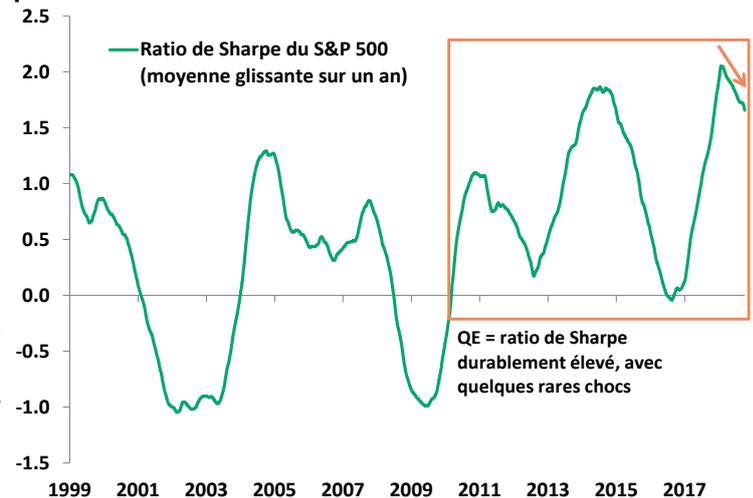
## AUTRES IMPLICATIONS POUR LES RESPONSABLES DE L'ALLOCATION D'ACTIFS

L'évolution de l'environnement macroéconomique et du contexte de marché, notamment le débouclage du « QE » qui a soutenu de nombreuses classes d'actifs au cours des dernières années, posera, selon nous, d'autres défis aux chargés de la répartition de l'actif des portefeuilles. Hormis les complexités induites par l'interaction entre les actions et les obligations (cf. supra), nous pensons que, à ce stade du cycle, nous devons nous attendre à une hausse généralisée de la volatilité des actifs (cf.), notamment dans la mesure où l'assouplissement quantitatif a été un important contributeur à la faiblesse de la volatilité des marchés au cours des dernières années. Comme les valorisations paraissent plus tendues et qu'il n'existe aucun « put banque centrale » pour soutenir les marchés, les anticipations de performances devraient également être beaucoup plus faibles dans un avenir prévisible. Il en résultera des ratios de Sharpe nettement inférieurs à ceux auxquels nombre d'investisseurs se sont habitués (cf. Graphique 20). Si ces ratios ont été affectés durant les chocs macroéconomiques survenus dans le cycle actuel du fait de performances dégradées (crise de la Grèce / de la périphérie de la zone euro et craintes d'un ralentissement de l'économie chinoise), leur moyenne durant le « QE » a été élevée et leur recul récent s'explique par une baisse des performances et un accroissement de la volatilité. À nos yeux, cela signifie qu'il conviendra de gérer les portefeuilles de manière encore plus tactique à l'avenir, en se focalisant sur les distorsions et les fourchettes de fluctuation importantes (comme la correction boursière récente) au lieu de s'en tenir aux visions fondamentales, y compris dans le cadre des mandats à moyen terme.

Graphique 19 : La volatilité devrait augmenter...



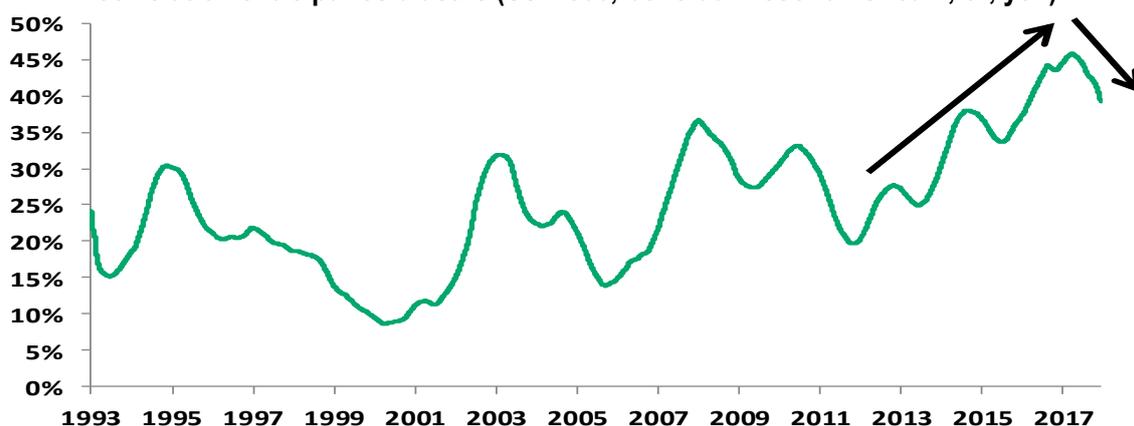
Graphique 20 : ... et le ratio de Sharpe abandonner ses points hauts atteints durant le « QE »



Sources : Bloomberg, BNPP AM, données au 02/11/2018

Par ailleurs, les mesures monétaires prises après la crise ont eu pour effet d'augmenter les corrélations entre les classes d'actifs (cf. Graphique 21). La fin ou le retournement des flux liés au « QE » devrait également changer la donne à ce niveau, l'évolution des cours des différents actifs étant susceptible d'être à nouveau dictée par leurs fondamentaux/flux de nouvelles spécifiques et non plus exclusivement par les flux liés au « QE ». De premiers éléments semblent indiquer que ces corrélations ont commencé à se défaire, ce qui laisse entrevoir un retour à un contexte favorable aux « sélectionneurs d'actifs au cas par cas » dans lequel les gérants de portefeuilles pourront de nouveau renforcer l'alpha.

**Graphique 21 : Les marchés ont été très corrélés durant le « QE », mais cette situation pourrait changer : corrélation entre paires d'actifs (S&P 500, bons du Trésor américain, or, yen)**



Sources : Bloomberg, BNPP AM, données au 02/11/2018

## CONCLUSION

Sachant que les grandes banques centrales inverseront leur politique monétaire et que les marchés observeront un resserrement quantitatif au cours des mois et des années à venir, certains éléments donnent à penser que nous sommes à la veille d'un changement de régime pour l'ensemble des grandes classes d'actifs. En effet, cette année, nous avons déjà observé deux épisodes où un recul des marchés obligataires a provoqué une correction boursière.

Nous estimons que les rendements des obligations américaines s'orientent vers des niveaux structurellement plus élevés, le taux des bons du Trésor à dix ans dépassant déjà le point haut qu'il avait atteint durant le « taper tantrum » de 2013 et s'étant surtout extirpé d'une tendance baissière longue de plusieurs décennies. À notre avis, cette hausse des taux longs n'est en rien une coïncidence au vu des évolutions des contextes macroéconomique et de marché auxquels les marchés obligataires sont confrontés, notamment : i) une croissance vigoureuse de l'économie américaine ; ii) une politique budgétaire expansionniste avec la perspective d'un accroissement de l'offre d'obligations ; iii) une diminution de la demande de bons du Trésor américain de la part des investisseurs étrangers ; iv) un acheminement de la Fed vers une politique restrictive ; et v) une inversion des effets de l'assouplissement quantitatif (« QE »), qui se sont traduits par une faiblesse des taux réels et des primes de terme.

Ces facteurs devraient laisser les taux américains « aux commandes », ce qui aura des incidences sur un grand nombre de classes d'actifs. Le risque sans doute le plus important réside dans un changement de corrélation entre les actions et les obligations. Nous constatons que, dans l'ensemble, la corrélation principalement négative observée entre les actions et les obligations depuis les années 1990 est fonction de l'inflation (faible) et des primes de terme comprimées, deux facteurs susceptibles d'augmenter au fil de la sortie de l'assouplissement quantitatif. Dernièrement, nous avons observé peu de rebond des marchés obligataires au cours des corrections boursières. En d'autres termes, les obligations ont été le déclencheur du repli des actions et, à ce titre, elles offrent aujourd'hui moins de protection aux portefeuilles multi-actifs.

Par ailleurs, étant donné les sables mouvants de l'environnement macroéconomique et du contexte de marché, nous nous attendons à l'avenir à des performances probablement plus faibles que celles enregistrées au plus fort de l'assouplissement quantitatif et, surtout, à une volatilité accrue sur les marchés. Les ratios de Sharpe pour les investisseurs « buy-and-hold » devraient par conséquent être nettement inférieurs à ceux auxquels beaucoup d'acteurs du marché se sont habitués. Les responsables de l'allocation d'actifs devront donc se montrer de plus en plus tactiques dans la gestion des portefeuilles, selon nous.

Enfin, le débouclage du « QE » devrait également contribuer à défaire les corrélations fortes entre les classes d'actifs. Ce développement laisse entrevoir un contexte favorable aux « sélectionneurs d'actifs au cas par cas » dans lequel les gérants de portefeuilles pourront de nouveau renforcer l'alpha.

## Remerciements

Les auteurs souhaitent remercier Matteo Digrandi (MAQS) pour sa contribution au contenu de cette publication effectuée dans le cadre des activités de BNP Paribas Asset Management UK Ltd. Cette contribution a été réalisée en conformité avec les systèmes et les procédures en matière de promotion financière de la société de gestion.

## MENTION LÉGALE

BNP Paribas Asset Management France est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP96002, constituée sous forme de société par actions simplifiée, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832, et son site web : [www.bnpparibas-am.com](http://www.bnpparibas-am.com).

Le présent document a été rédigé et est publié par la société de gestion de portefeuille.

Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue:

1. ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit ;
2. ni un conseil d'investissement.

Le présent document réfère à un ou plusieurs instruments financiers agréés et réglementés dans leur juridiction de constitution.

Aucune action n'a été entreprise qui permettrait l'offre publique de souscription des instruments financiers dans toute autre juridiction, excepté suivant les indications de la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) des instruments financiers, où une telle action serait requise, en particulier, aux États-Unis, pour les ressortissants américains (ce terme est défini par le règlement S du United States Securities Act de 1933). Avant de souscrire dans un pays dans lequel les instruments financiers sont enregistrés, les investisseurs devraient vérifier les contraintes ou restrictions légales potentielles relatives à la souscription, l'achat, la possession ou la vente des instruments financiers en question.

Il est conseillé aux investisseurs qui envisagent de souscrire des instruments financiers de lire attentivement la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et de consulter les rapports financiers les plus récents des instruments financiers en question. Cette documentation est disponible sur le site web.

Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de la société de gestion de portefeuille au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. La société de gestion de portefeuille n'est nullement obligée de les tenir à jour ou de les modifier. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés. À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client.

Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les instruments financiers de leurs objectifs d'investissement. Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt. Les différentes stratégies appliquées aux instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir et la valeur des investissements dans les instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial.

Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes.

La documentation visée par le présent avertissement est disponible sur [www.bnpparibas-am.com](http://www.bnpparibas-am.com).