



ALLOCATION D'ACTIFS

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

PERSPECTIVES 2019 : COMPOSER AVEC UNE FIN DE CYCLE ATYPIQUE

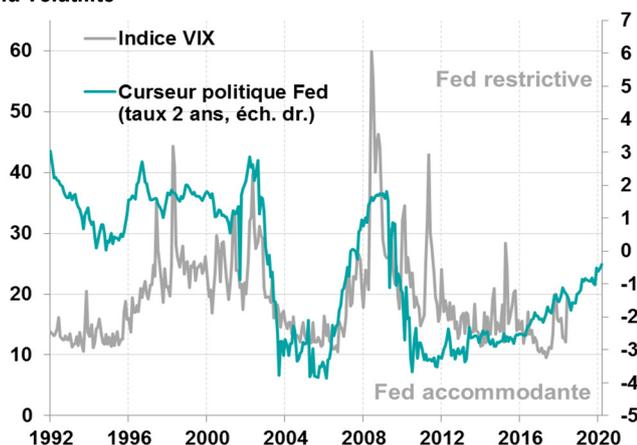
- **Opinions macroéconomiques** : L'environnement économique mondial s'annonce plus difficile en 2019. Nous tablons sur une modération de la croissance dans la plupart des régions et considérons que les risques baissiers sont désormais prépondérants. Malgré un léger ralentissement de la croissance, les États-Unis devraient tirer leur épingle du jeu par rapport aux autres grandes économies. La croissance mondiale devrait donc rester asynchrone.
- **Les risques** : À la différence des fins de cycle précédentes, celle-ci sera marquée par un resserrement quantitatif, qui pourrait être accentué par le risque de surchauffe de l'économie américaine. Les autres défis inhabituels seront de nature géopolitique. Les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis devraient perdurer mais une escalade pourrait occasionner des perturbations plus importantes. Les tensions entre l'Union européenne, d'une part, et l'Italie et le Royaume-Uni d'autre part sont d'autres risques à surveiller.
- **Allocation d'actifs** : Les rendements corrigés des risques s'annoncent plus contrastés et généralement inférieurs à ceux engrangés dans le sillage de la crise étant donné la conjoncture macroéconomique et l'environnement de marché plus volatils. Compte tenu de la situation économique et politique et des risques associés, nous sommes désormais stratégiquement neutres à l'égard des actions. Néanmoins, nous continuons de sous-pondérer les obligations. Nous sommes prêts à accroître ou à réduire notre prise de risque tactiquement en fonction de l'évolution des risques macroéconomiques et politiques évoqués plus haut. Nos indicateurs tactiques de la dynamique des marchés constituent une boussole très utile.

Guillermo FELICES
Responsable Recherche et Stratégie, MAQS
guillermo.felices@bnpparibas.com
+44 20 7063 7196

Maximilian MOLDASCHL
Stratégiste multi-actifs senior, MAQS
maximilian.moldaschl@bnpparibas.com
+44 20 7063 7247

Colin HARTE
Responsable Recherche, MAQS
colin.harte@bnpparibas.com
+44 20 7063 7277

Figure 1 : Une politique restrictive de la Réserve fédérale américaine pourrait accentuer la volatilité



Le curseur de la politique de la Fed correspond à l'écart entre le taux réel des Fed funds et l'estimation du taux d'intérêt réel naturel (r^*)

Source : Bloomberg et BNP Paribas Asset Management. Données au 30 novembre 2018.



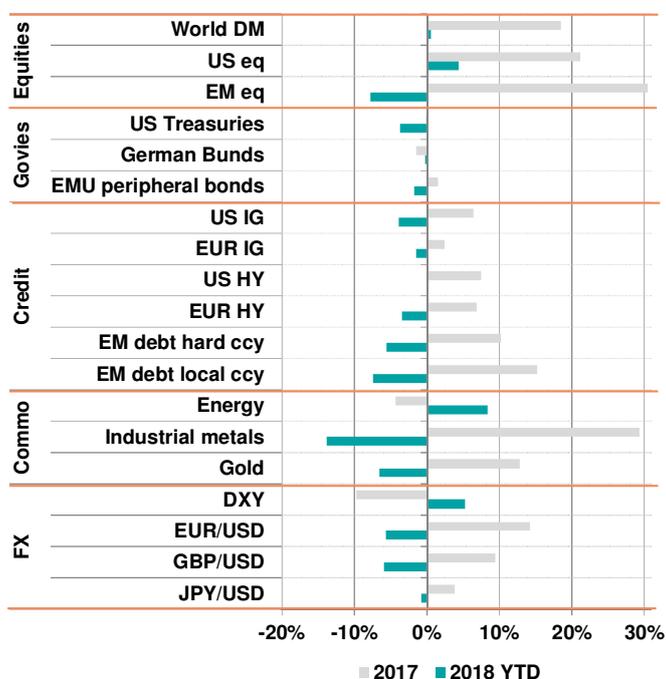
BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager
d'un monde
qui change

CE QUI NOUS ATTEND EN 2019

L'année 2018 s'est avérée très différente de ce qu'attendaient la plupart des participants au marché. Conjugué à une croissance mondiale asynchrone, le resserrement de la politique monétaire a fini par hanter les marchés. Le regain d'inflation, notamment aux États-Unis, a également amené les investisseurs à douter de la persistance d'une conjoncture porteuse. En outre, l'actualité politique (en particulier les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis, la situation politique en Italie et le Brexit) a déstabilisé les marchés. La performance des différentes classes d'actifs s'en est trouvée affectée, une situation qui tranche avec celle observée en 2017 et la plupart des années post-crise financière (Figure 2).

Figure 2 : La performance des différentes classes d'actifs a été globalement négative en 2018



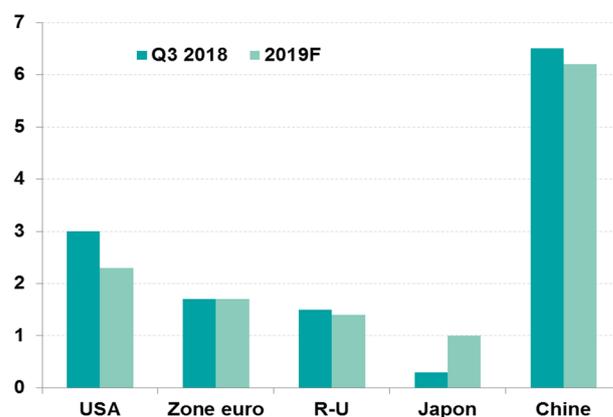
Source : Bloomberg et BNP Paribas Asset Management, au 30 novembre 2018

Notre scénario de référence pour 2019 est celui d'une croissance mondiale solide, quoique plus faible, avec une reprise qui s'annonce plus résistante aux États-Unis que dans les autres grandes économies. Toutefois, les risques baissiers pour la croissance et les marchés sont désormais prépondérants à nos yeux. En effet, les investisseurs sont confrontés au risque d'une surchauffe de l'économie américaine, à une croissance toujours poussive en Europe et aux tensions commerciales persistantes entre les États-Unis et la Chine.

UN ENVIRONNEMENT MACROECONOMIQUE DIFFICILE

Comme indiqué précédemment, les perspectives macroéconomiques pour 2019 s'annoncent solides, à défaut d'être aussi bonnes qu'en 2018. L'économie américaine a profité d'une puissante relance budgétaire, laquelle a donné un coup de fouet à une reprise qui a profité de plus d'une décennie de politique monétaire expansionniste. Si la croissance outre-Atlantique s'annonce solide en 2019 (autour de 2,3 %), elle devrait néanmoins se situer en retrait par rapport au taux impressionnant de 3 % observé à la fin 2018 (Figure 3).

Figure 3 : Nous tablons sur une croissance plus modérée mais néanmoins robuste



Source : Bloomberg et BNP Paribas Asset Management, au 30 novembre 2018

Dans la zone euro, les résultats des enquêtes de conjoncture et les données objectives telles que la croissance du PIB ont fléchi en 2018. Celle-ci ralentit d'ailleurs depuis son apogée post-crise (+2,8 % fin 2017), reflétant ainsi l'érosion de la demande extérieure. Néanmoins, les chiffres de l'emploi se sont améliorés et la demande intérieure a bien résisté. La zone euro devrait encore enregistrer une expansion supérieure au taux de croissance potentielle.

L'économie chinoise ralentit elle aussi après plusieurs années de forte croissance orchestrée par l'État. Cette décélération est souhaitée par les autorités, qui cherchent à réduire l'endettement et à obtenir une croissance de « meilleure » qualité. Dans notre scénario de référence, le ralentissement de l'économie chinoise sera maîtrisé grâce aux mesures de soutien à l'économie sans recours à une nouvelle augmentation rapide de la dette.

Globalement, nous pensons que les États-Unis s'en tireront mieux que les autres grandes économies, avec à la clé une croissance asynchrone. La principale difficulté consistera à entretenir l'expansion économique car la politique budgétaire et monétaire devient moins accommodante et la croissance ralentit dans le reste du monde.

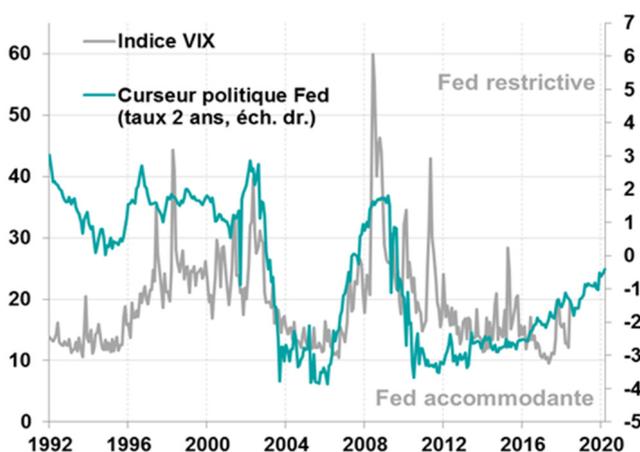
Les risques inhérents au resserrement quantitatif

Plusieurs aspects de l'expansion économique mondiale actuelle sont pour le moins atypiques. Tout d'abord, la reprise aux États-Unis et le marché haussier des actions qui en a découlé comptent parmi les plus longs de l'histoire récente. Ensuite, ce qui est peut-être le point le plus important, les politiques monétaires volontaristes et non conventionnelles des grandes banques centrales ont donné un coup de pouce déterminant aux actions et aux autres actifs risqués. Ces politiques ont créé des distorsions inhabituelles comme la persistance d'une faible volatilité des cours des actifs, des rendements corrigés des risques élevés et des primes de risque modestes d'un point de vue historique, aussi bien dans les marchés d'actions que dans les marchés obligataires. Ces déséquilibres semblent sur le point d'être corrigés sous l'impulsion de banques centrales en mode « resserrement quantitatif » qui se traduit par une réduction de leur bilan et une hausse des taux.

Les grandes banques centrales devraient poursuivre la normalisation de leur politique en 2019, y compris en cas de modeste regain d'inflation. Seul un net ralentissement de l'activité économique pourrait les amener à changer de cap. La Réserve fédérale mène la danse et est sur le point de passer en mode restrictif dans la mesure où ses taux directeurs s'approchent de leur niveau « neutre ».

Par ailleurs, l'économie américaine risque la surchauffe dès lors que les capacités inutilisées sont très faibles aujourd'hui et que l'inflation sous-jacente est proche de l'objectif officiel des 2 %. Les investisseurs devront se préparer à affronter une volatilité plus marquée en 2019, à mesure que les taux d'intérêt augmenteront et que les effets du resserrement quantitatif deviendront plus visibles (Figure 4).

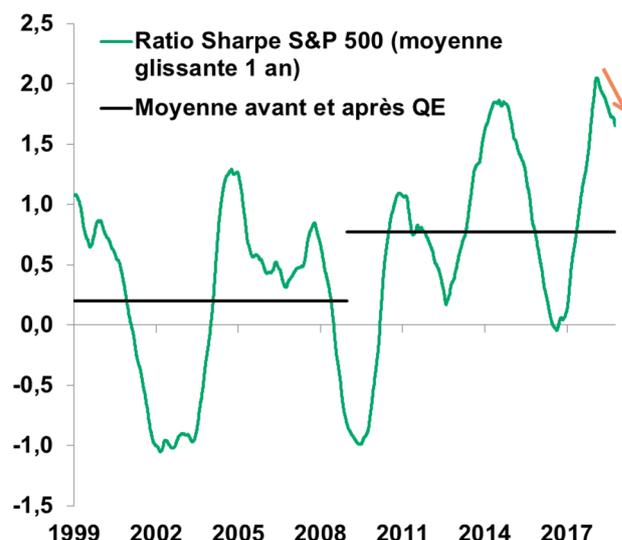
Figure 4 : Une politique restrictive de la Fed pourrait accentuer la volatilité



Le curseur de la politique de la Fed correspond à l'écart entre le taux réel des Fed funds et l'estimation du taux d'intérêt réel naturel (r^*).
Source : Bloomberg et BNP Paribas Asset Management. Données au 30 novembre 2018.

Dans un contexte marqué par des valorisations de plus en plus tendues et des banques centrales plus agressives, les investisseurs buy-and-hold doivent s'attendre à des performances beaucoup moins spectaculaires dans un avenir proche. Si l'on y ajoute une volatilité accrue, cela se traduira par des rendements corrigés des risques nettement plus modestes que ceux auxquels de nombreux investisseurs se sont habitués durant les années d'assouplissement quantitatif (QE). Nous avons par exemple déjà constaté une diminution des ratios de Sharpe, qui étaient historiquement élevés (Figure 5).

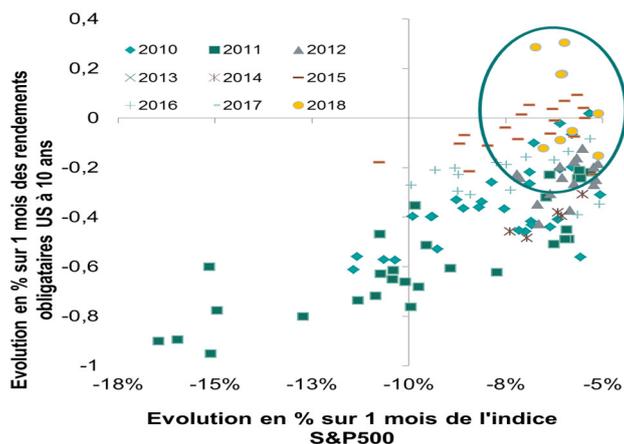
Figure 5 : Les ratios de Sharpe baissent déjà par rapport aux sommets atteints pendant le QE



Source : Bloomberg et BNP Paribas Asset Management, au 30 novembre 2018

Les investisseurs devront également se faire à l'idée que les obligations souveraines ne protègent pas nécessairement les portefeuilles face à un repli des marchés d'actions (Figure 6). En d'autres termes, la corrélation entre les emprunts d'État et les actions risque de devenir positive après plusieurs années de corrélation négative.

Figure 6 : Les obligations, une couverture moins efficace contre les corrections boursières



Source : Bloomberg et BNP Paribas Asset Management, au 30 novembre 2018

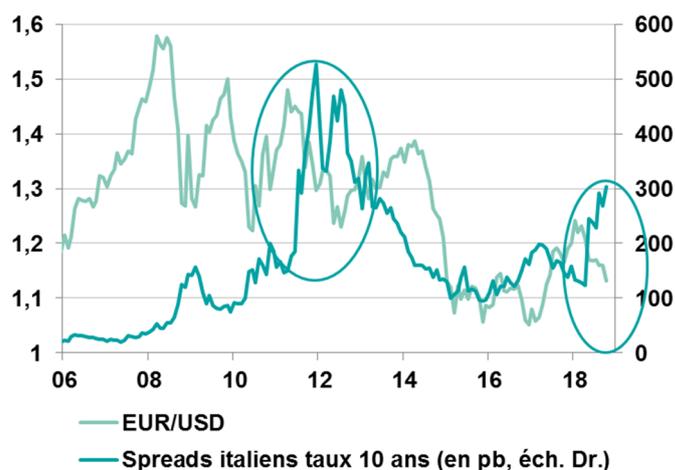
Bouleversements géopolitiques

Les événements géopolitiques (tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, risque politique en Italie et Brexit) ont abouti à des rendements plus contrastés pour les différentes classes d'actifs en 2018.

La guerre que se livrent les États-Unis et la Chine n'est certainement pas qu'une question de déséquilibre commercial : nous voyons se jouer ici une véritable lutte pour l'hégémonie mondiale. Les tensions actuelles sont le reflet de ce combat déguisé et par conséquent de nature structurelle. Néanmoins, les phases d'escalade et de détente devraient se succéder au fil du temps, un scénario qu'il convient de surveiller. En cas de nouvelles secousses sur les marchés et les volumes d'échanges, la croissance mondiale pourrait en pâtir, en particulier dans les marchés émergents.

En Europe, il faudra également suivre de près le bras de fer budgétaire entre Rome et Bruxelles. Le risque est ici que la dette souveraine italienne en souffre au point que les craintes des investisseurs quant à sa pérennité et aux discours politiques eurosceptiques ne relancent les spéculations sur un éclatement de la zone euro. Voilà qui serait particulièrement dommageable pour les perspectives de croissance de la région et les valorisations des actifs risqués européens, comme ce fut le cas pour l'euro lors de la crise de la dette souveraine (Figure 7). Cela dit, les nouvelles en provenance d'Italie pourraient également s'améliorer rapidement. Autrement dit, même si la situation y est floue, il semble que le problème ne soit pas de nature structurelle.

Figure 7 : L'euro pâtit généralement d'une défiance vis-à-vis de la dette souveraine périphérique



Source : Bloomberg et BNP Paribas Asset Management, au 30 novembre 2018

UNE ALLOCATION D'ACTIFS FLEXIBLE

Pendant une bonne partie de l'année 2018, notre principal leitmotiv consistait en un positionnement structurellement long sur les actions et en une sous-pondération des obligations. Compte tenu de notre scénario de référence actuel, qui envisage un ralentissement de la croissance mondiale et une prépondérance des risques baissiers (toutes choses étant égales par ailleurs), nous préférons désormais un positionnement structurellement neutre sur les actions car ces dernières nous semblent promises à une volatilité plus marquée. Nous continuons de sous-pondérer les obligations dans la perspective d'une hausse progressive de l'inflation et d'une normalisation des politiques monétaires. Néanmoins, une volatilité plus marquée peut également être synonyme d'opportunités, c'est pourquoi nous sommes encore plus tactiques et réactifs autour de notre principale proposition structurelle. Cet environnement de « fin de cycle », compte tenu notamment de sa nature atypique, signifie également que les marchés pourraient essayer des corrections substantielles. Par conséquent, nous devons être prêts à devenir plus défensifs si nécessaire.

Nous avons par exemple ajouté une position longue tactique sur les actions des marchés développés après la correction intervenue en octobre et avons profité du nouveau repli observé en novembre pour la renforcer. Nous tablons sur un rebond tactique des marchés d'actions fin 2018 / début 2019 mais nous sommes plus réservés par la suite car le resserrement monétaire et la dissipation des effets de la relance budgétaire aux États-Unis pourraient peser sur les actions.

S'agissant de l'obligataire, dès lors que le cycle économique américain gagne en maturité et que la Fed confirme le retrait

progressif de ses mesures d'assouplissement, notre thèse s'oriente vers une poursuite de la hausse des taux d'intérêt. Notre sous-pondération obligataire s'exprime au travers des obligations d'État de la zone euro car la marge de correction à la hausse des rendements nous semble plus élevée qu'outre-Atlantique. Cela s'explique par le net écart de valorisation (Figure 8), ainsi que par le fait que la BCE a influencé le marché obligataire européen dans des proportions beaucoup plus importantes que la Fed aux États-Unis. Par conséquent, la dette européenne nous semble plus risquée dès lors que la BCE amorce le retrait de ses mesures de soutien.

Figure 8 : L'écart se creuse entre les rendements allemands et américains



Source : Bloomberg et BNP Paribas Asset Management, au 30 novembre 2018

Nous recommandons également de sous-pondérer le haut rendement à ce stade du cycle, en particulier aux États-Unis. En comparaison historique, les spreads sont étroits et le marché du crédit dans son ensemble est particulièrement vulnérable au resserrement quantitatif et au ralentissement de la croissance.

Des outils pour bien négocier l'inversion de la marée

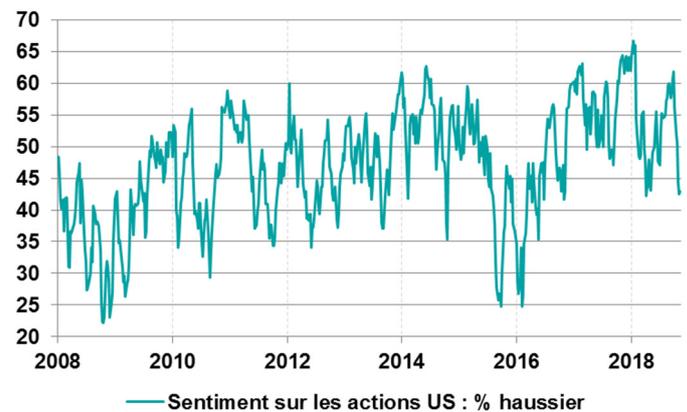
Les périodes singulières requièrent une gestion de portefeuille agile. En 2018, les actions ont souffert de la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis en janvier et en octobre, et ce alors que les participants au marché avaient conscience des solides fondamentaux de l'économie américaine. Des fluctuations aussi marquées devraient devenir plus fréquentes à mesure que le resserrement quantitatif se traduira par un reflux de la liquidité mondiale. Or ce processus pourrait s'accélérer si le risque d'une accélération de l'inflation aux États-Unis se matérialise.

Voilà pourquoi nous surveillons étroitement nos indicateurs techniques et notre analyse de la dynamique des marchés, deux outils qui nous permettent d'identifier certains changements imperceptibles dans les fondamentaux macroéconomiques. Par exemple, en septembre, nous avons

réduit notre prise de risque car plusieurs indicateurs et nos outils d'analyse technique nous signalaient un excès d'optimisme parmi les investisseurs et un essoufflement du rebond des actions américaines¹ (Figure 9 et Figure 10). Des indicateurs similaires suggèrent désormais que la correction est peut-être excessive. Voilà l'une des raisons qui expliquent notre positionnement tactique long adopté récemment.

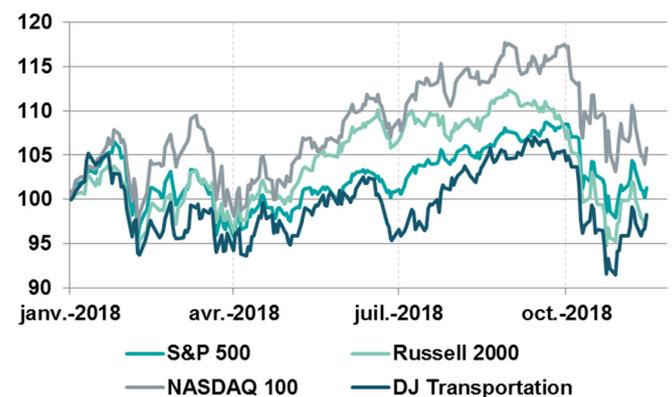
De soudaines perturbations des marchés ne sont pas à exclure, c'est pourquoi nous ajusterons nos portefeuilles en conséquence le cas échéant en adoptant un positionnement plus défensif ou offensif.

Figure 9 : La perception des actions par les investisseurs est très contrastée



Source : Bloomberg, Investors Intelligence et BNP Paribas Asset Management, au 30 novembre 2018

Figure 10 : Une divergence croissante entre les indices boursiers américains



Source : Bloomberg et BNP Paribas Asset Management, au 30 novembre 2018

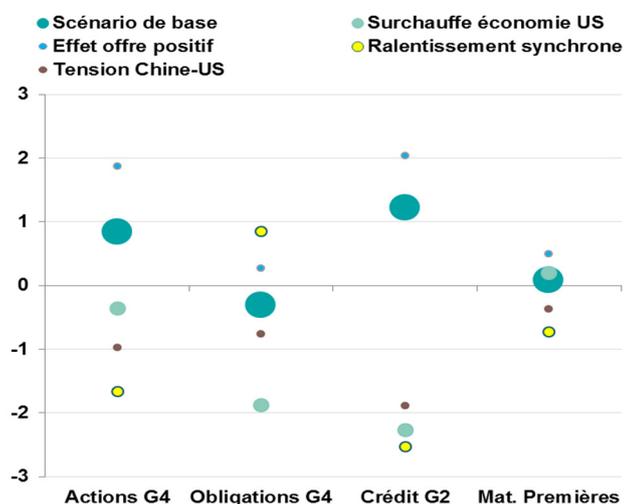
¹ Les autres outils dont nous disposons sont les enquêtes de conjoncture, les données sur le positionnement des investisseurs, la dispersion entre les différents marchés d'actions, les volatilités implicites, les biais et les volumes sur le marché des options, les outils d'analyse technique dynamique, etc.

Une allocation robuste qui permet de diversifier les risques

Notre cadre d'élaboration de scénarios macroéconomiques modélise des états du monde plausibles compte tenu des informations disponibles et de l'évolution potentielle de divers facteurs. Outre notre analyse de la dynamique des marchés et nos outils techniques, notre allocation est fondée sur le scénario macroéconomique le plus probable mais elle prend également en compte les risques qui pèsent sur lui. En d'autres termes, notre cadre d'élaboration de scénarios macroéconomiques nous aide à constituer des portefeuilles robustes.

Cela est particulièrement utile lorsque les investisseurs sont confrontés à une multitude de risques pouvant aboutir à des résultats très différents pour les marchés. Comme nous l'avons expliqué ci-dessus, à l'heure actuelle, certains de ces risques sont de nature politique et trouvent leurs racines dans les forces qui œuvrent à la démondialisation et ne devraient pas disparaître de sitôt. Au lieu d'essayer de prévoir ces événements politiques, nos scénarios d'anticipation nous donnent une idée de la probabilité qu'ils débouchent sur certaines issues plutôt que d'autres dans de tels environnements à risque (Figure 11). En particulier, nous avons des positions susceptibles d'améliorer la performance de nos portefeuilles dans l'éventualité où un autre scénario se matérialise ou commence à être anticipé par les investisseurs.

Figure 11 : Scénarios et prévisions pour les principales classes d'actifs (rendement corrigé des risques)



Source : Bloomberg et BNP Paribas Asset Management, au 30 novembre 2018

Par exemple, nous sommes depuis plusieurs mois positionnés à la vente sur la livre sterling et à l'achat sur le dollar américain : si le dérapage budgétaire en Italie devient un problème systémique pour la zone euro, cela pourrait menacer la monnaie unique tandis qu'aux États-Unis, un resserrement monétaire plus rapide que prévu pour contenir l'inflation favoriserait une appréciation du dollar américain. Compte tenu du risque d'appréciation du dollar et afin de réduire notre exposition à une reprise des tensions commerciales, nous sommes longs sur le dollar américain face à un panier de devises asiatiques. Nous sommes également longs sur le CAC 40 face au DAX car l'Allemagne est plus vulnérable que la France à la démondialisation.

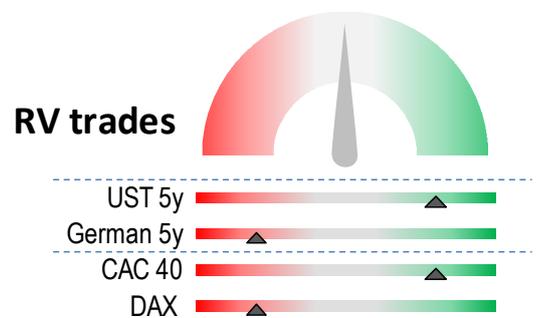
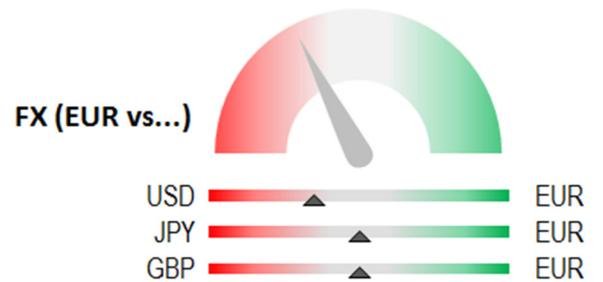
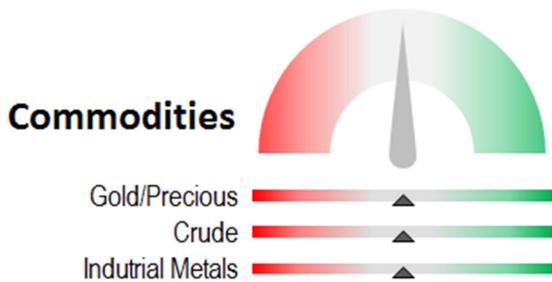
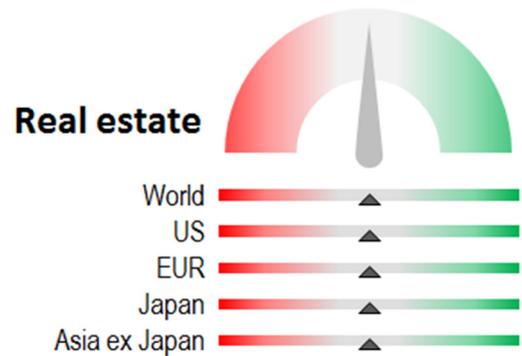
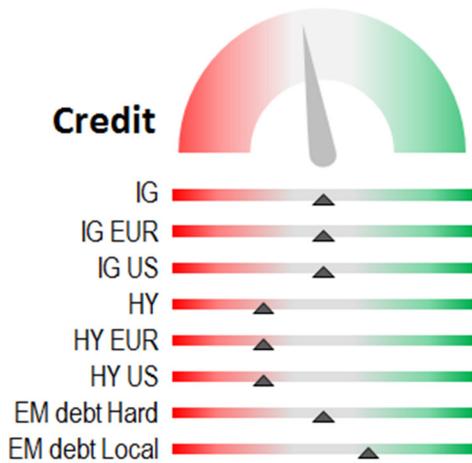
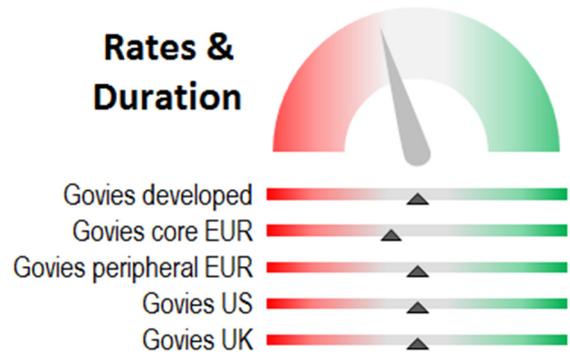
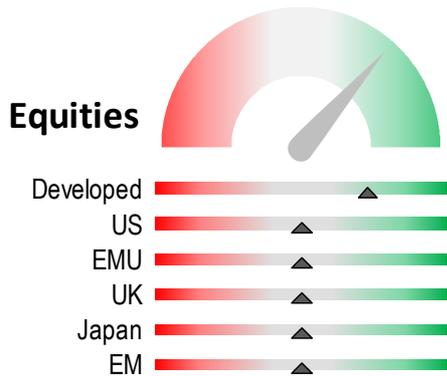
CONCLUSIONS : UNE APPROCHE FLEXIBLE POUR UNE FIN DE CYCLE ATYPIQUE

L'environnement macroéconomique ne signale pas de réelles inquiétudes en matière de croissance, d'inflation et de politiques publiques à ce stade. Toutefois, le ralentissement de la croissance (qui reste néanmoins supérieure à la moyenne) et la hausse graduelle de l'inflation sont susceptibles de faire pencher la balance car la reprise aux États-Unis et le marché haussier qui en découle se heurtent à une politique moins accommodante de la Fed. En outre, cette fin de cycle atypique est marquée par des risques géopolitiques qui se sont avérés déstabilisants.

Ce contexte justifie une allocation aux actions stratégiquement neutre et une sous-pondération des obligations souveraines. Ceci dit, nous reconnaissons qu'il convient de faire preuve d'esprit tactique sur ce point car les marchés sont confrontés à une volatilité plus marquée et à des chocs potentiellement déstabilisants.

Notre cadre d'élaboration de scénarios macroéconomiques et notre analyse de la dynamique des marchés devraient nous aider à surmonter les difficultés inhérentes à cette fin de cycle atypique. Pour le moment, cela se traduit par une gestion tactique de notre exposition par rapport à notre positionnement stratégique neutre à l'égard des actions et à notre sous-pondération des obligations. Néanmoins, cela peut également se traduire par un positionnement plus défensif si nécessaire à l'avenir.

TABLEAU DE BORD DE L'ALLOCATION D'ACTIFS²



²Le tableau de bord présente l'allocation d'actifs dans nos portefeuilles et reflète les décisions du comité d'investissement de l'équipe multi-actifs MAQS.

PANORAMA STRATEGIQUE DE L'EVOLUTION DES PRINCIPALES POSITIONS EN NOVEMBRE 2018

L'équipe MAQS de BNPP AM a pris les décisions suivantes en termes d'allocation d'actifs :

NOVEMBRE 2018 :

POSITION LONGUE SUR LES ACTIONS DEVELOPPEES **RENFORCÉE** **21/11/18**

- Nous avons profité de la nouvelle correction des marchés en novembre pour accroître notre exposition tactique aux actions.

POSITION COURTE SUR LE NASDAQ ET LONGUE SUR LE S&P 500 **LIQUIDEE** **07/11/2018**

- Après une belle performance, nous avons pris nos bénéfices sur cet arbitrage de valeur relative.

Les opinions exprimées sont celles du comité d'investissement de MAQS en décembre 2018. Les différentes équipes de gestion de portefeuille en dehors de MAQS peuvent avoir des opinions divergentes et prendre des décisions d'investissement différentes en fonction des clients.

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.

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.