

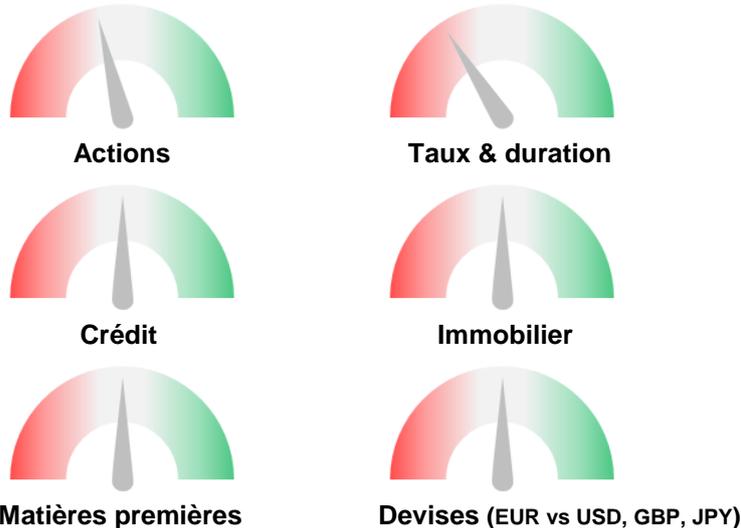


ANALYSE MENSUELLE DE L'ALLOCATION D'ACTIFS

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

ENTRE LA CRAINTE D'UN RALENTISSEMENT ET LE SOUTIEN POLITIQUE

Aperçu de l'allocation d'actifs



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

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

RESUME

- **Tout est une question de croissance** – Les marchés ont connu des fluctuations marquées ces derniers temps. La fin de l'année 2018 a été marquée par un net réajustement des hypothèses de croissance économique, suivi plus récemment d'un vif rebond des actifs risqués.
- **Les cours reflètent-ils beaucoup de mauvaises nouvelles ?** – Les données macroéconomiques sont ressorties en demi-teinte mais, a priori, elles ne justifiaient pas une baisse des actifs risqués de l'ampleur de celle observée en fin d'année dernière. Dans la mesure où les prévisions de BPA du consensus ont également été nettement revues à la baisse, un rebond était à portée de main.
- **Les banques centrales à la rescousse ?** – Les propos conciliants de la Fed et les nouvelles mesures de relance en Chine ont soulagé les marchés récemment. Compte tenu du resserrement quantitatif (QT) qui se profile à moyen terme, l'espoir d'un soutien durable des banques centrales aux marchés nous semble infondé.
- **Les bénéfices publiés seront déterminants** – Dans ce nouveau paradigme, la possibilité d'un accroissement des multiples de valorisation nous semble limitée et, dans un tel environnement, le gros de l'effort devra être fourni par les bénéfices.
- **Les risques baissiers planent toujours** – Le cycle conjoncturel se situe à un stade avancé atypique et le risque d'une dégradation par rapport à notre scénario économique de référence est toujours prépondérant, notamment car certains obstacles majeurs comme le resserrement quantitatif et les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine sont loin d'être surmontés.

ALLOCATION D'ACTIFS

- **Les actions stratégiquement neutres** – Nous tablons toujours sur une accentuation de la volatilité. Alors que les actifs risqués sont pile au milieu de notre fourchette d'analyse de scénarios, notre degré de conviction quant à l'orientation structurelle des actions reste faible. Nous privilégions une allocation neutre à long terme.
- **Sous-pondération des obligations** – Nous sous-pondérons toujours les obligations de la zone euro face à la perspective d'une normalisation de la politique monétaire de la BCE.
- **Stratégie tactique** – Nous avons adopté une approche encore plus tactique en constituant récemment une position courte tactique sur les actions à la faveur du récent rebond.
- **Diversification** – Pour construire des portefeuilles robustes, nous continuons de détenir des positions et des arbitrages de valeur relative asymétriques.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

REVUE DES MARCHES : JANVIER 2019

Fin 2018, de nombreux investisseurs sont devenus très pessimistes après la sévère correction des marchés d'actions mondiaux. Comme nous l'avons résumé dans notre précédente revue des marchés, cette correction était imputable à la crainte d'un ralentissement de l'économie mondiale, et plus précisément de l'économie chinoise. Toutefois, après la correction de décembre, un rebond était à portée de main.

Même si l'incertitude ne s'est pas dissipée et si les données macroéconomiques sont restées mitigées, les investisseurs ont réévalué leurs positions et sont devenus plus optimistes à l'égard des actifs risqués, ce qui explique le vif rebond des actions mondiales en janvier (Graphique 1).

L'indice S&P 500 est repassé au-dessus du seuil des 2.600 points, regagnant ainsi près de la moitié des 20 % perdus entre son sommet du mois d'octobre et son point bas de décembre. En Europe, l'indice EuroSTOXX 50 a progressé de plus de 5 % en janvier et, au Japon, le Topix s'est adjugé environ 4 %.

Cette appétit pour le risque était également évident dans les segments plus risqués du marché obligataire. Les obligations américaines à haut rendement ont progressé d'environ 4 %, retrouvant ainsi leur niveau d'octobre 2018. Les obligations européennes à haut rendement ont également rebondi, mais dans une moindre mesure.

Les investisseurs ont notamment été rassurés les propos plus conciliants de la Réserve fédérale américaine. Après avoir revu à la baisse ses anticipations de taux des fonds fédéraux en décembre, la Fed a adopté un ton plus flexible. Les marchés tablent désormais sur une pause dans le cycle de relèvement des taux directeurs aux États-Unis. L'or a poursuivi son rebond, franchissant au passage le seuil des 1300 dollars l'once. Sa surperformance de fin 2018 était liée à l'aversion pour le risque. En janvier, le métal jaune a été porté par la perspective d'une diminution des taux et par la dépréciation du dollar américain, les investisseurs anticipant une pause dans le cycle de resserrement de la politique de la Fed. En effet, l'indice du dollar américain est désormais inférieur de quelque 1,75 % à son sommet du 18 décembre.

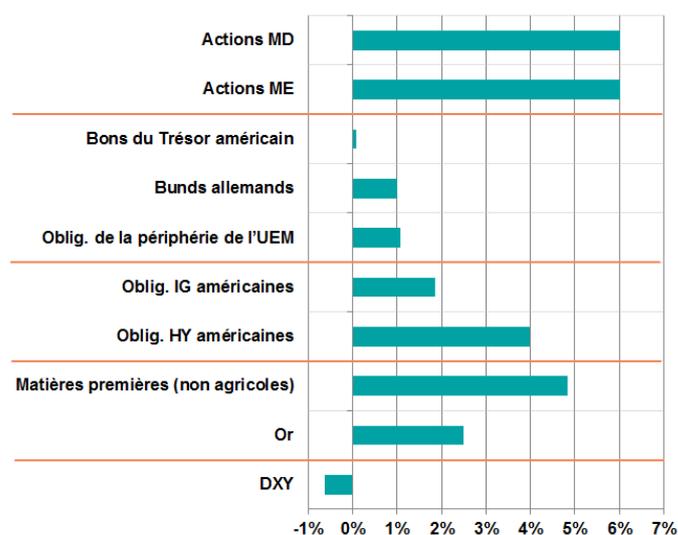
L'apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine a également alimenté le rebond des actifs risqués. Par ailleurs, les autorités chinoises semblent redoubler d'efforts pour stimuler l'économie après la publication de statistiques macroéconomiques poussives en décembre. La perspective d'une relance a engendré un rebond des actions asiatiques. L'indice CSI 300 a ainsi progressé tout au long du mois de janvier. Sur le marché des changes, le renminbi offshore (CNH) et le dollar australien se sont appréciés. Les cours des matières premières ont rebondi, notamment ceux de l'énergie et des métaux industriels.

Sur le front politique, l'incertitude a continué de peser sur les marchés. Le feuilleton du Brexit n'a pas encore livré son épilogue. Le fossé entre les partisans d'un maintien au sein de l'UE et ceux d'un divorce avec Bruxelles est devenu encore plus criant, à en juger par le rejet catégorique par le Parlement de l'accord de sortie négocié par la Première ministre Theresa May. Un deuxième vote a ouvert la voie à de nouvelles négociations avec Bruxelles, qui ne semble toutefois pas disposée à reprendre les pourparlers. La livre sterling a rebondi dans la foulée du premier vote, les médias commençant à évoquer la possibilité d'un deuxième référendum, d'une révocation de l'article 50 ou d'une période de transition plus longue.

Aux États-Unis, la paralysie de l'État fédéral est devenue la plus longue de l'histoire du pays sur fond de bras de fer avec l'opposition démocrate sur la question du financement du mur à la frontière avec le Mexique. Après 35 jours de paralysie, les deux parties ont convenu de mettre un terme au « shutdown », du moins temporairement, mais il y aura un impact économique et politique.

Dans l'ensemble, le rebond des actifs risqués ressemble à une normalisation après l'accès de pessimisme de décembre. D'après nous, ce rebond ne reflète pas un virage résolument haussier des participants au marché. Nous pensons qu'une volatilité plus marquée sera désormais la norme. Par conséquent, les investisseurs devront dorénavant se concentrer sur les fondamentaux. La saison de publication des résultats devrait favoriser une plus grande cohérence entre le moral des investisseurs et la situation réelle de l'économie/des entreprises.

Graphique 1 : Performance des diverses classes d'actifs en janvier 2019 : les actifs risqués rebondissent après le pessimisme de décembre



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/01/2019

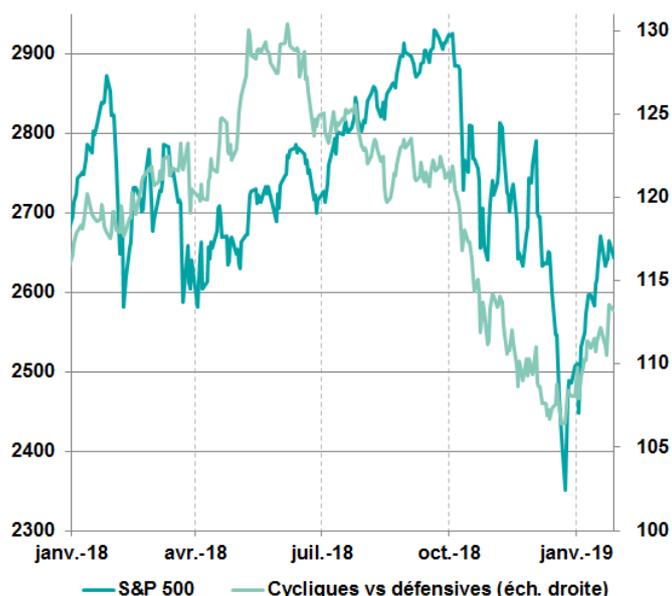
TOUT EST UNE QUESTION DE CROISSANCE

Les marchés ont connu des fluctuations marquées ces derniers temps. Les dernières semaines de l'année 2018 ont été marquées par un net réajustement des hypothèses de croissance, contrebalancé plus récemment par un vif rebond des actifs risqués (Graphique 2).

Évidemment, l'évolution des cours à la fin 2018 n'était pas le fruit du hasard : les statistiques économiques décevaient depuis quelques mois (notamment les indices PMI), le spectre de la guerre commerciale était omniprésent, et pourtant, la Fed semblait de plus en plus incisive.

Plus récemment, les déclarations des protagonistes du différend commercial entre les États-Unis et la Chine se sont faites plus encourageantes et les banques centrales, notamment la Fed, ont laissé entrevoir une pause dans le resserrement de leur politique. Une fois levées certaines craintes immédiates des investisseurs, les marchés ont sans surprise enregistré un vif rebond par rapport au 1^{er} janvier.

Graphique 2 : Une perception très fluctuante de la croissance



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/01/2019

Nous passons en revue ci-dessous les principaux facteurs à l'origine des récentes fluctuations des marchés, analysons ce qu'intègrent les cours et livrons notre pronostic quant à la trajectoire que les marchés suivront ensuite.

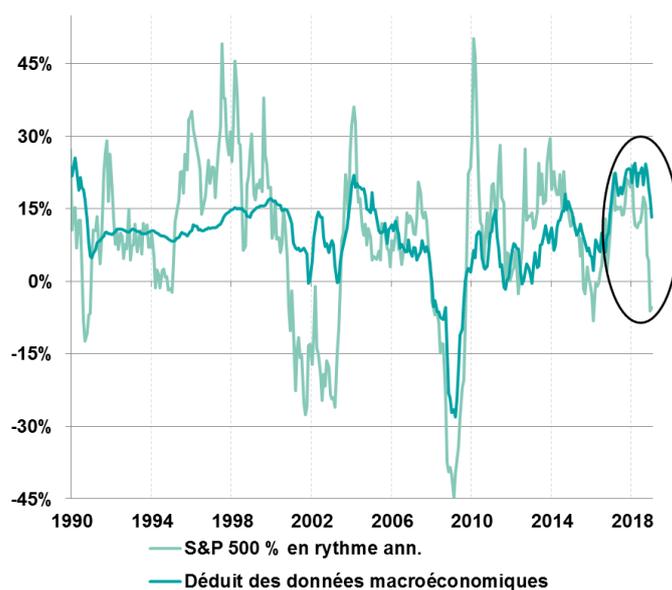
Les cours reflètent-ils beaucoup de mauvaises nouvelles ?

Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, les nettes corrections des actifs risqués au quatrième trimestre 2018 ne sont pas le

fruit du hasard : elles sont imputables à une nette dégradation de la conjoncture économique.

Pour autant, l'ampleur de la correction (-20 % du pic au creux) enregistrée par l'indice S&P 500 nous semble excessive. En effet, une régression entre notre indice quantitatif des données macro américaines globales et l'évolution en glissement annuel des actions américaines montre clairement que les données macroéconomiques publiées justifient une diminution des rendements des actions, mais pas aussi marquée que la correction essuyée récemment par ces dernières (Graphique 3).

Graphique 3 : Les cours reflètent une bonne partie des mauvaises nouvelles : rendements des actions sur la base des données macroéconomiques globales

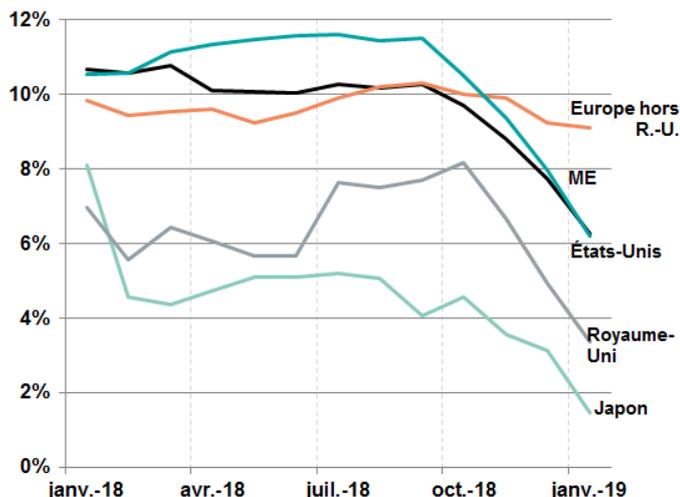


Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/01/2019

Parallèlement à ces tendances baissières, le consensus a drastiquement revu ses prévisions de croissance du BPA à la baisse, et ce dans toutes les régions (Graphique 4).

Dans l'ensemble, les prévisions (macroéconomiques et bénéficiaires) du consensus reflètent désormais des perspectives de croissance plus faibles. Par conséquent, les cours des actifs risqués se sont également ajustés. Autrement dit, de bonnes surprises sur le front de la croissance des bénéficiaires par action (BPA) sont tout à fait envisageables lors de la présente saison de publication des résultats.

Graphique 4 : Les prévisions de croissance du BPA du consensus en 2019 drastiquement revues à la baisse partout



Source : FactSet et BNPP AM, au 31/01/2019

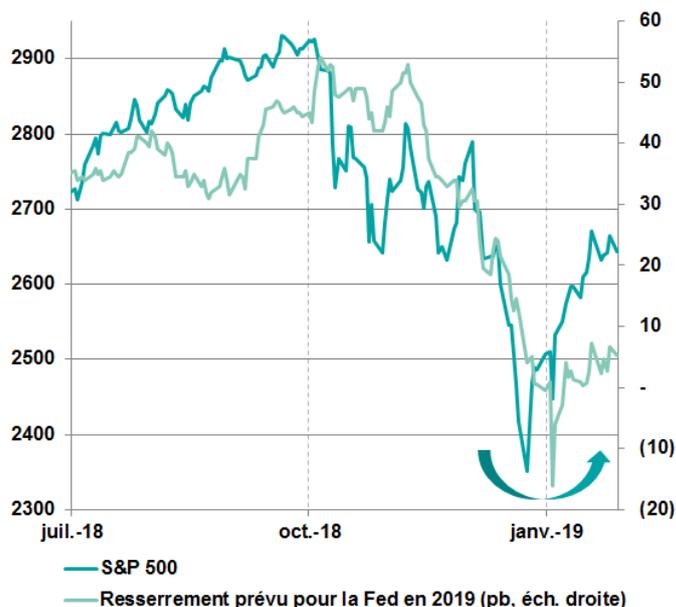
Les banques centrales à la rescousse ?

Les banques centrales et leur politique monétaire exceptionnelle soutiennent les marchés depuis de nombreuses années. On peut donc comprendre que les marchés soient désormais à la peine avec l'amorce du resserrement quantitatif (QT) et ce que ce nouveau régime implique pour les actifs. Comme nous l'avons soutenu à plusieurs reprises auparavant, toutes choses étant égales par ailleurs, le retrait des mesures d'assouplissement quantitatif devrait se traduire par une volatilité plus marquée à l'avenir (voir ci-dessous et le Graphique 10).

Néanmoins, à court terme, nous observons deux évolutions déterminantes qui témoignent d'un assouplissement de la politique monétaire et ont alimenté le rebond des actifs risqués depuis le début du mois de janvier.

Tout d'abord, la Fed a clairement laissé entrevoir une pause dans son cycle de resserrement. En effet, des porte-parole de l'institut d'émission ont indiqué que le FOMC (son comité de politique monétaire) ne s'inscrit plus dans une trajectoire prédéterminée de resserrement monétaire. Comme le montre le Graphique 5, lorsque les participants aux marchés de taux ont exclu un resserrement de la politique de la Fed, les actifs risqués se sont stabilisés.

Graphique 5 : Le marché se stabilise alors que la Fed laisse entrevoir une pause...



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/01/2019

Deuxièmement, les autorités chinoises ont récemment pris de nouvelles mesures de relance. Le Graphique 6 met en évidence une nouvelle impulsion donnée au crédit en Chine, qui favorise une stabilisation des actions émergentes dans l'immédiat.

Graphique 6 : ... et que la Chine accentue son effort de relance



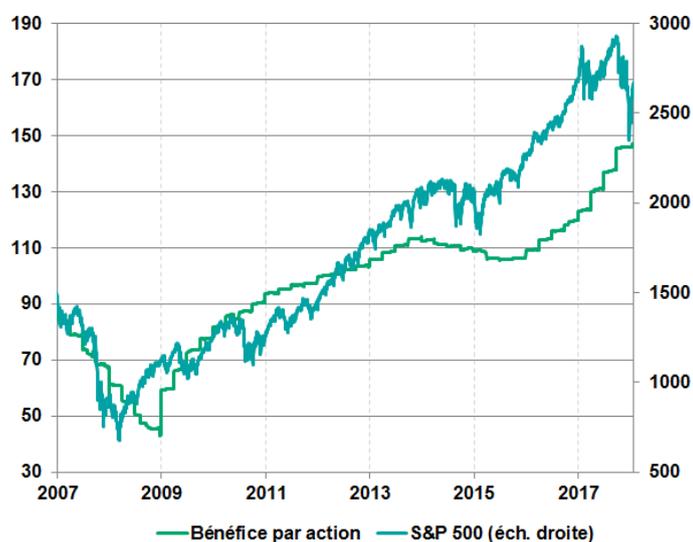
Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/01/2019

Toutefois, à moyen terme, l'espoir d'un soutien des banques centrales aux marchés d'actifs pour une durée indéterminée nous semble infondé. En effet, nous entrevoyons toujours un resserrement monétaire.

Les bénéfiques publiés seront déterminants

Dans un contexte de resserrement quantitatif, les facteurs de marché – et donc l'objet de l'attention des investisseurs – devront s'adapter eux aussi. Depuis la grande crise financière, la reprise est marquée par d'impressionnantes séquences de progression peu volatiles des marchés et un accroissement significatif des multiples de valorisation. En effet, comme le met en évidence le Graphique 7, les marchés d'actions ont rebondi pendant l'assouplissement quantitatif, y compris en l'absence de croissance des bénéfiques, et ce uniquement en raison de la perception que les marchés avaient du soutien des banques centrales. Par ailleurs, les entreprises ont entretenu la hausse des cours de leurs actions en procédant à des rachats d'actions et à des fusions-acquisitions financés à crédit (bon marché grâce au QE).

Graphique 7 : QE : les actions ont grimpé y compris en l'absence de croissance des bénéfiques

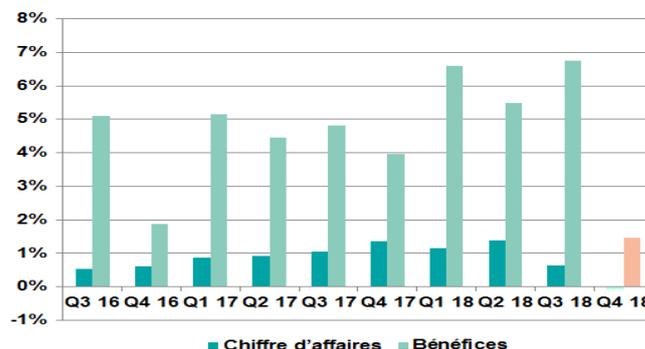


Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/01/2019

Avec le désengagement progressif des banques centrales, l'essoufflement du réendettement des entreprises et, au final, une inflation possiblement encore plus élevée, nous pensons que le nouvel environnement dans lequel nous entrons n'est guère propice à une hausse significative des multiples de valorisation. Dans un tel environnement, le gros de l'effort devra être fourni par les bénéfiques.

Par conséquent, tous les regards sont braqués sur la saison des résultats qui est en cours. Environ 25 % des entreprises de l'indice S&P 500 ont annoncé leurs résultats et ont jusqu'ici globalement réservé de bonnes surprises (Graphique 8). Mais d'un point de vue historique, l'ampleur de ces bonnes surprises est relativement modeste dans la mesure où les prévisions de bénéfiques avaient été nettement revues à la baisse récemment (autrement dit, la barre était basse). Voilà qui n'incite guère à l'optimisme.

Graphique 8 : Publication des résultats pour le 4^e trimestre : des bonnes surprises modestes jusqu'à présent pour les entreprises du S&P 500



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/01/2019

Les risques baissiers planent toujours

Les risques existants étaient l'un des thèmes phares de nos perspectives annuelles. Le risque d'une dégradation par rapport à notre scénario économique de référence nous semblait prépondérant. Nous sommes toujours de cet avis, d'autant que certains obstacles majeurs comme le resserrement quantitatif et les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine sont loin d'être surmontés.

Autrement dit, le cycle conjoncturel se situe à un stade avancé atypique. Compte tenu de la conjoncture macroéconomique fluctuante (comme nous l'avons expliqué dans nos récentes publications), nous avons adopté une approche encore plus tactique.

Nous avons ainsi décidé d'adopter un positionnement tactique court sur les actions à la faveur du rebond (Graphique 9). Comme nous l'avons expliqué ci-dessus, il subsiste des obstacles majeurs et le marché a rebondi très vite en réaction à une poignée de bonnes nouvelles seulement. D'un point de vue structurel, nous ne sommes pas certains de savoir quelle sera l'orientation des marchés d'actions à partir des niveaux actuels (lire ci-dessous).

Graphique 9 : Nouvelle position tactique courte sur les actions



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/01/2019

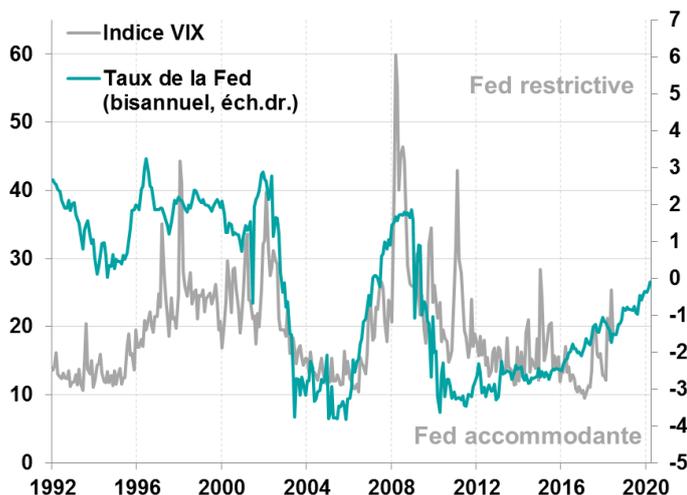
ALLOCATION D'ACTIFS

Davantage de volatilité à l'horizon – le sens tactique est de mise

Dans l'ensemble, l'évolution de la conjoncture macroéconomique est de nature à alimenter une volatilité plus marquée à l'avenir, d'autant que les banques centrales amorcent un resserrement quantitatif (Graphique 10).

En effet, ces dernières années, les politiques non conventionnelles des principales banques centrales ont créé des distorsions de marché 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 sont sur le point de se corriger avec le resserrement de la politique des banques centrales.

Graphique 10 : La volatilité devrait s'accroître avec le resserrement orchestré par la Fed

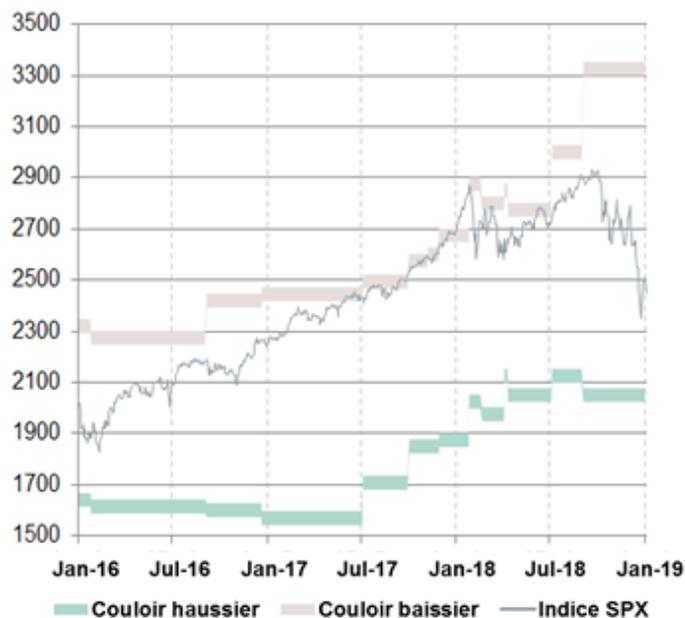


Curseur de la politique de la Fed : l'écart entre le taux réel des Fed funds et l'estimation du taux d'intérêt réel naturel (r^*). Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/01/2019

Alors que les actifs risqués sont pile au milieu de la fourchette d'analyse de scénarios, notre degré de conviction quant à l'orientation structurelle des actions reste faible et nous privilégions toujours une allocation neutre à moyen et long terme (Graphique 11). En particulier, quand bien même nous pensons qu'une volatilité plus marquée sera désormais la norme, les cours de marché actuels ne constituent pas non plus des points d'entrée intéressants.

Nous entendons toujours déployer nos outils et analyses tactiques (tels que l'analyse technique dynamique et les indicateurs de la température de marché) selon notre principal leitmotiv et, à cet égard, nous avons récemment initié une position courte sur les actions américaines et la zone euro.

Graphique 11 : Analyse de l'indice S&P 500



Source : Bloomberg et BNPP AM, au 31/01/2019

Opinions structurelles et diversification

Par ailleurs, notre sous-pondération structurelle des obligations dans la perspective d'une hausse progressive de l'inflation et d'une normalisation des politiques monétaires reste d'actualité.

Pour être en mesure de construire des portefeuilles robustes, nous continuons de détenir des positions et des arbitrages de valeur relative asymétriques par rapport à notre analyse de scénarios. Nous sommes longs sur les obligations américaines à cinq ans par rapport aux obligations allemandes, tenant ainsi compte de leur écart de valorisation. Les obligations européennes nous semblent plus vulnérables à une correction, car la BCE a amorcé le retrait de ses mesures accommodantes. Un positionnement défensif long sur les bons du Trésor américain nous semble pertinent sur des marchés où règne l'aversion pour le risque.

Pour réduire notre exposition à un regain de tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, nous sommes longs sur le dollar américain par rapport à un panier de devises asiatiques. Nous sommes longs sur l'indice d'actions français CAC 40 face au DAX car l'Allemagne nous semble plus vulnérable que la France à la démondialisation.

Enfin, nous avons une position tactique courte sur la paire dollar canadien/couronne norvégienne dans la mesure où les valorisations et les différences de politique monétaire entre ces deux pays semblent porteuses.

PANORAMA STRATEGIQUE DE L'EVOLUTION DES PRINCIPALES POSITIONS EN JANVIER 2019

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

JANVIER :

POSITION COURTE SUR LE CREDIT A HAUT RENDEMENT

LIQUIDEE LE 09/01/2019

- Cette opération a été favorable au quatrième trimestre, mais elle est risquée à court terme après le rebond des actions.

POSITION COURTE SUR LA PARITE CAD/NOK

INITIEE LE 09/01/2019

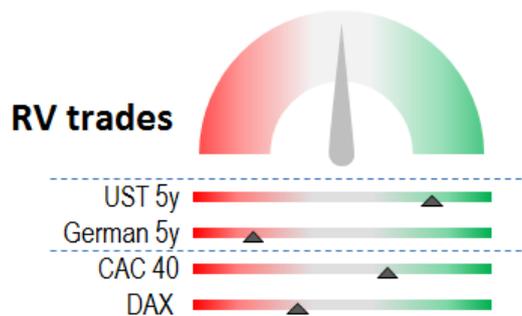
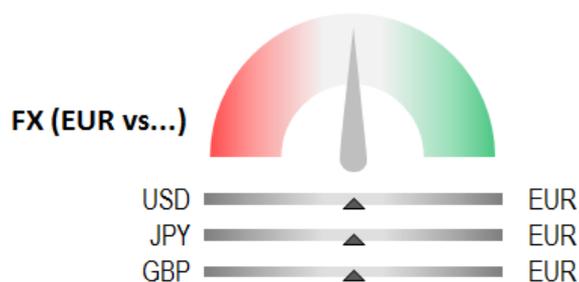
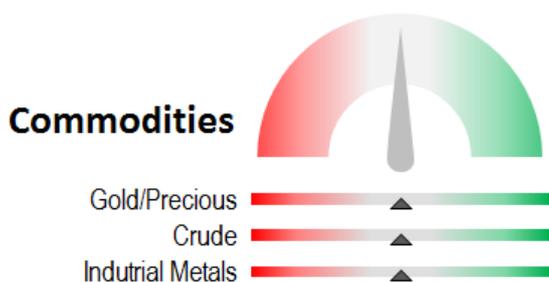
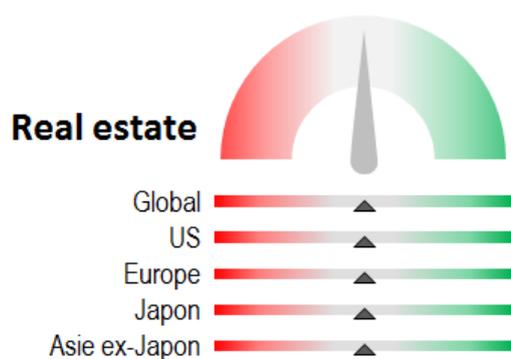
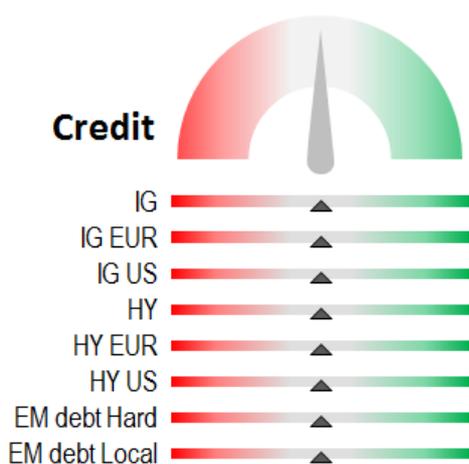
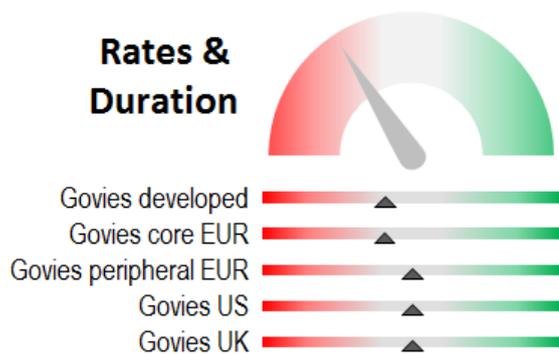
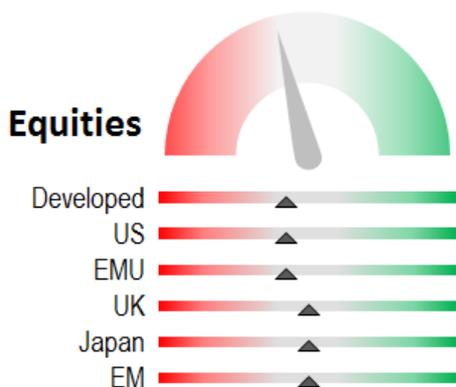
- Les valorisations et les différences de politique monétaire entre ces deux pays semblent de nature à faire baisser le taux de change entre le dollar canadien et la couronne norvégienne.

POSITION COURTE SUR LES ACTIONS AMERICAINES/EUROPÉENNES

INITIEE LE 23/01/2019

- Compte tenu du récent rebond des actions et de la prépondérance du risque de dégradation de l'environnement macroéconomique, nous avons initié une position courte tactique sur les actions américaines/européennes.

TABLEAU DE BORD DE L'ALLOCATION D'ACTIFS¹



¹ Le 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.

Les opinions exprimées sont celles du comité d'investissement de MAQS en février 2019. 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 LEGALE

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.