



POINT HEBDOMADAIRE SUR LA STRATÉGIE

08 Février 2017

Titre : Trop de bonnes nouvelles intégrées dans les cours des actions ?

Stratégie : Les risques politiques élevés et la possible instauration de mesures protectionnistes figurent parmi les sources de préoccupation

- **Actions :** réaction positive des marchés aux chiffres de l'emploi américain
- **Zone euro :** le débat sur une réduction progressive du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE pourrait-il affecter les actions ?
- **Indices PMI :** des divergences entre les pays développés et les pays émergents
- **Allocation d'actifs :** les investisseurs seraient-ils devenus complaisants ?

Les actions mondiales ont été globalement stables, le rebond des marchés après l'annonce des chiffres de l'emploi américain vendredi ayant permis d'effacer les pertes qu'ils avaient subies dans le sillage du décret interdisant temporairement l'entrée aux États-Unis des ressortissants d'un certain nombre de pays du Moyen-Orient. Par ailleurs, les publications d'entreprises (résultats du quatrième trimestre) ont pris une bonne tournure aux États-Unis, en Europe et au Japon. Les actions européennes ont été à la traîne en dépit de statistiques économiques positives. Cela étant, nous sommes d'avis

que les cours de Bourse intègrent désormais beaucoup de bonnes nouvelles.

MARCHÉ DE L'EMPLOI AMÉRICAIN : UN SCÉNARIO « GOLDILOCKS »

Le dernier rapport sur l'emploi américain cadre avec un scénario de type « goldilocks » dans lequel la croissance économique est assez solide pour soutenir une progression des bénéfices, mais n'est pas assez forte pour créer de l'inflation et conduire à un durcissement monétaire. Les 227 000 postes créés en janvier constituent un plus-haut mensuel depuis septembre 2016. La hausse de l'emploi a été solide, après avoir ralenti pendant trois mois consécutifs.

L'augmentation du taux de participation et la faible progression du salaire horaire moyen signalent l'existence d'un volant plus important de ressources inemployées sur le marché du travail. Le dernier communiqué de la Réserve fédérale (Fed) a eu peu d'incidences sur les perspectives de resserrement de la politique monétaire. Cela étant, les anticipations du marché concernant les hausses de taux de la Fed en 2017 ont légèrement baissé et les marchés d'actions ont bien réagi aux chiffres de l'emploi.

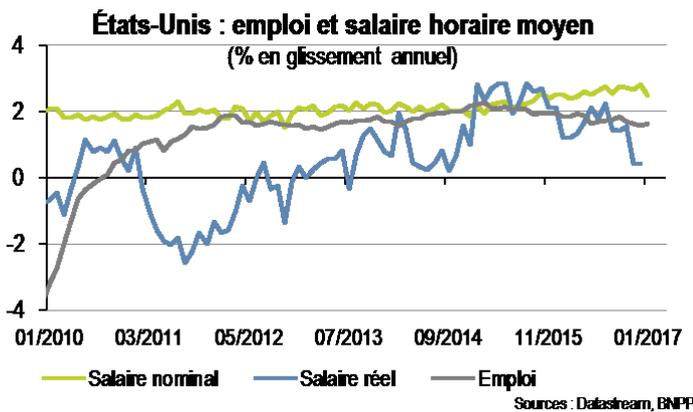
Les enquêtes ISM et Markit sur la confiance des entreprises ont continué de signaler une amélioration de la croissance du PIB dans les mois à venir. L'indice de la Fed d'Atlanta signale désormais une croissance de 3,4 % en rythme trimestriel annualisé au premier trimestre, contre 2,3 % il y a



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

L'asset manager
d'un monde
qui change

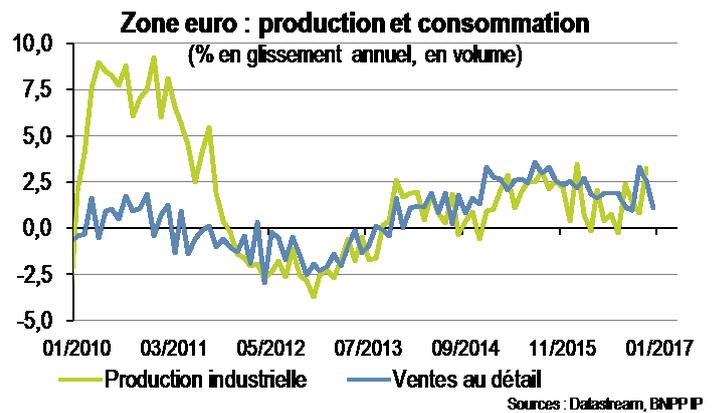
une semaine. Notre indicateur instantané donne une croissance de 3,0 %.



Le scénario « goldilocks » pourrait être proche de notre scénario central, mais la croissance pourrait être un peu trop faible pour être réellement positive. S'agissant du marché du travail américain, la tendance à plus long terme est celle d'une modération de la hausse de l'emploi, tandis que l'indicateur des conditions sur le marché de l'emploi (LMCI) de la Fed est repassé en territoire négatif. Par ailleurs, l'inflation a nettement ralenti la progression des salaires réels. Pour que la consommation enregistre une croissance plus soutenue, il faudrait que les ménages puisent dans leur épargne ou s'endettent. Cependant, ces derniers sont probablement devenus plus vigilants depuis la crise financière.

ZONE EURO : LA SOLIDITÉ DES STATISTIQUES ACCROÎT LA PRESSION SUR LA BCE

Les bons chiffres des commandes à l'industrie manufacturière allemande n'ont pas suscité un enthousiasme immédiat des marchés boursiers européens. Ils s'inscrivent dans le droit fil d'une série de données globalement positives, en particulier les indicateurs avancés, mais pourraient ne pas soutenir les actions car ils pourraient alimenter le débat sur le calendrier de la diminution des achats d'actifs (« tapering ») de la Banque centrale européenne (BCE). La réduction du programme d'assouplissement quantitatif aux États-Unis avait occasionné un épisode de volatilité de courte durée sur les marchés financiers mondiaux, mais l'annonce d'un « tapering » en zone euro pourrait avoir des incidences plus prolongées. Quand la Fed avait commencé à réduire ses achats d'actifs en janvier 2014, la BCE et la Banque du Japon avaient chacune engagé un programme d'assouplissement quantitatif. Cependant, lorsque la BCE amorcera un « tapering », aucune autre banque centrale ne pourra compenser sa décision.



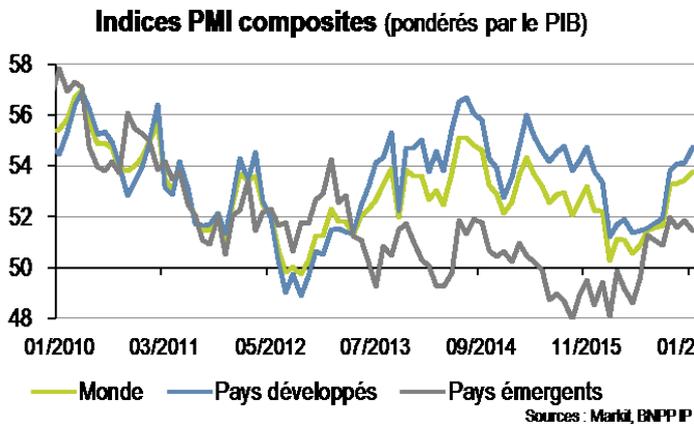
Un « tapering » dans la zone euro pourrait avoir un impact différent sur les obligations d'État de la région, car il s'agit d'un marché hétérogène. L'assouplissement quantitatif tire les taux obligataires vers le bas et supprime les risques de crédit. Il n'y a qu'à regarder les évolutions récentes. Au Portugal, en raison d'une quantité plus limitée d'obligations éligibles aux achats de la BCE, les spreads se sont élargis de près de 200 pb par rapport à leur plus bas niveau de 2016. En France, ils se sont écartés de 50 pb du fait des risques politiques. En Italie, où la faiblesse de la croissance et le poids des prêts douteux dans le secteur bancaire constituent les principaux facteurs de risque, les spreads ont augmenté de 100 pb. Cependant, en Espagne, la solidité de l'économie a limité l'élargissement des spreads à 34 pb.

Ainsi, ce seul débat sur une réduction du programme d'achat d'actifs de la BCE a amené les investisseurs à réévaluer le risque de crédit souverain dans la zone euro. Nous pensons que ce développement plaide en faveur d'un « tapering » prudent. Un « tapering » finira par intervenir, mais, selon nous, il se produira quand la BCE estimera que l'inflation est proche de son objectif ou s'approche de sa cible sur une base durable et quand la croissance sera assez solide.

INDICES PMI : ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE

Interpréter les indices des directeurs d'achats (PMI) à l'échelle mondiale peut se révéler un exercice délicat. Notre indice PMI composite mondial pondéré du PIB a progressé en janvier, avec une hausse de l'indice des pays développés mais un recul de celui des pays émergents. Toutefois, les indices PMI moyens des secteurs de l'activité manufacturière et des services ont augmenté dans ces deux régions. L'indice PMI manufacturier moyen des pays émergents, qui couvre 19 pays, est demeuré à un niveau relativement modeste en comparaison historique. S'agissant des quatre pays « BRIC », l'indice du secteur

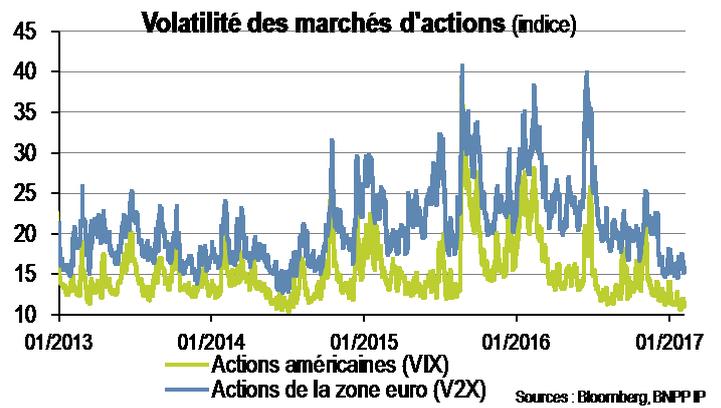
manufacturier a progressé en Inde et en Russie. Le ralentissement de ce même indice au Brésil et en Chine a été plus important que l'amélioration des indices du secteur des services, ce qui explique la baisse de l'indice PMI composite des pays émergents.



Les indices PMI continuent d'indiquer que l'économie mondiale a connu une accélération, tirée par les pays développés. L'écart entre les pays développés et les pays émergents s'est encore creusé. Nous suivons de près l'évolution récente du commerce mondial afin de déterminer si les pays émergents peuvent rattraper leur retard. Cependant, nous pensons que les échanges mondiaux sont confrontés à des freins structurels, et la possibilité d'un renforcement du protectionnisme ne nous rend pas plus optimistes.

ALLOCATION D'ACTIFS : UNE COMPLAISANCE DES INVESTISSEURS ?

Nous sous-pondérons les actions des pays développés, car nous estimons que les valorisations généreuses actuelles intègrent largement un scénario positif. Nous pensons également que les investisseurs en actions pourraient être devenus complaisants. La volatilité sur les marchés d'actions est exceptionnellement faible depuis fin 2016 et la volatilité des obligations d'État américaines a diminué récemment. Les risques politiques élevés, la possibilité de mesures protectionnistes et les risques d'une hausse de l'inflation et des taux obligataires aux États-Unis constituent d'autres sources de préoccupation.



La fermeté du billet vert constitue un facteur négatif pour le secteur manufacturier et les bénéfices des entreprises aux États-Unis. Le Président Trump a déclaré que le dollar était trop fort, mais nous ne pensons pas que cette remarque modifiera la trajectoire de la devise. Des mesures telles que l'instauration d'une taxe aux frontières qui mettrait fin à la déductibilité des importations auraient pour effet immédiat de faire monter le dollar, de même qu'une hausse de l'inflation, des taux d'intérêt et des rendements liée à la mise en place d'un important plan de relance budgétaire dans une économie proche de tourner à plein régime. Cela étant, nous n'avons aucune position sur le dollar américain pour le moment.

Nous continuons de sous-pondérer les obligations à haut rendement américaines et les obligations émergentes libellées en devise forte, car la détérioration des fondamentaux de ces deux classes d'actifs ne justifie pas le resserrement de leurs spreads selon nous.

Joost van Leenders, CFA, Économiste en chef au sein de l'équipe Solutions multi-actifs

Colin Graham, CFA, CAIA, Directeur des investissements et responsable de l'allocation d'actifs tactique au sein de l'équipe Solutions multi-actifs

 ACHEVE DE REDIGER 06/02/2017

AVERTISSEMENT

Le présent document est publié par BNP Paribas Asset Management S.A.S. (BNPP AM)*, un membre de BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**. Il contient des opinions et des données statistiques que BNPP AM considère légitimes et correctes le jour de leur publication conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date. Le présent document ne constitue ni un conseil d'investissement, ni une invitation, ni une offre de souscription, ni une sollicitation d'achat de quelconque Instrument financier et ne doit en aucun cas servir de base, en tout ou en partie, pour quelconque contrat ou engagement que ce soit. Ces informations sont communiquées sans connaissance de la situation spécifique de l'investisseur. Avant toute souscription, les investisseurs devraient vérifier dans quels pays le ou les fonds visés dans le présent document sont enregistrés et, dans les pays en question, quels compartiments ou quelles classes d'actifs sont autorisés à la vente publique. En particulier, le fonds ne peut être offert ou vendu publiquement aux États-Unis. Il est conseillé aux investisseurs qui envisagent de souscrire des parts de lire attentivement la version la plus récente du prospectus et DICI approuvée par l'autorité compétente, disponible auprès du service clients de BNPP AM et sur le site www.bnpparibas-ip.com ou auprès des distributeurs du fonds. Les investisseurs sont également vivement invités à consulter les rapports financiers les plus récents du fonds en question, disponibles auprès des correspondants de BNPP AM ou sur le site internet de BNPP AM. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux avant d'investir dans le fonds. Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par le fonds de ses objectifs d'investissement. La valeur des parts sont susceptibles par nature de varier à la hausse comme à la baisse. En particulier, la valeur d'un investissement peut varier en fonction des fluctuations des taux de change. Les chiffres de performance sont communiqués après déduction des commissions de gestion et sont calculés sur la base de rendements globaux. Ils s'entendent facteur temporel, dividendes nets et intérêts réinvestis compris, mais n'incluent ni les taxes ou frais de souscription ou de rachat, ni les commissions ou taxes de change. Les performances passées ne constituent en rien une garantie pour les performances à venir.

* BNPP AM est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en France (numéro d'enregistrement 96002), constituée sous forme de société par actions simplifiée, au capital de 67 373 920 euros, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832.

** « BNP Paribas Investment Partners » est la marque globale des services de gestion d'actifs du groupe BNP Paribas. Les entités de gestion d'actifs faisant partie de BNP Paribas Investment Partners et éventuellement citées dans le présent document le sont uniquement à titre d'information et n'exercent pas nécessairement d'activités dans votre pays. Pour tout complément d'information, veuillez contacter votre partenaire local agréé ou distributeur local BNPP IP désigné, le cas échéant.