

# POINT HEBDOMADAIRE SUR LA STRATÉGIE

18 Janvier 2017

**Titre :** Les statistiques et la politique incitent les marchés à marquer une pause

**Stratégie :** Un potentiel limité de hausse supplémentaire des rendements américains

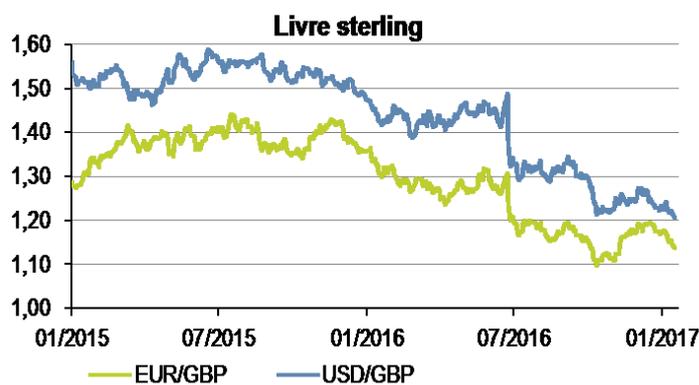
- Retour de la politique sur le devant de la scène
- États-Unis : un trop-plein d'optimisme ?
- Zone euro : l'activité manufacturière suit l'amélioration observée à l'échelle mondiale
- Pays émergents : baisse de taux agressive au Brésil ; volatilité des devises au Mexique et en Turquie

Les marchés d'actions cèdent du terrain alors qu'ils digèrent une actualité politique dense et sont confrontés à des courants contraires en provenance des statistiques économiques. Notre scénario principal pour la croissance, l'inflation et les taux obligataires est relativement favorable, mais les cours le reflètent désormais largement selon nous. Les risques extrêmes augmentent, mais nous pensons que les marchés continueront de privilégier l'issue la plus favorable. Dans ce contexte, nous conservons une allocation d'actifs prudente.

## UNE ACTUALITÉ À NOUVEAU DOMINÉE PAR LA POLITIQUE

Le « Brexit » est au centre des discussions sur les marchés avant l'intervention de la Première ministre britannique, Theresa May, qui doit dévoiler sa feuille de route pour la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE). Selon

les spéculations, elle devrait opter pour un « Brexit dur », donnant au Royaume-Uni un contrôle total de l'immigration et le retirant de la juridiction de la Cour de justice de l'UE, mais lui coûtant aussi son accès au marché unique de la zone euro. Les débats à ce sujet ont principalement affecté la livre : le taux de change de l'EUR par GBP est passé sous 1,14 euro et le taux USD/GBP s'est rapproché de 1,20 dollar. Avec une économie britannique relativement peu affectée jusqu'ici par les répercussions du vote en faveur du « Brexit » et l'affaiblissement de la livre, les actions du Royaume-Uni ont atteint des sommets historiques. Cette situation pourrait changer en cas de « Brexit dur », mais, même à l'heure où nous rédigeons ce commentaire, les actions britanniques accusent un moindre repli que les autres marchés européens.



Le futur président des États-Unis, Donald Trump, a tenu des propos polémiques sur l'OTAN, qu'il juge obsolète, sur un



**BNP PARIBAS**  
**INVESTMENT PARTNERS**

L'asset manager  
d'un monde  
qui change

accord dans le nucléaire avec la Russie en échange d'une levée des sanctions et sur l'instauration de droits de douane pour les constructeurs automobiles qui produisent des véhicules hors du sol américain. Cependant, il n'a toujours pas clarifié ses projets économiques. Les marchés se polarisent sur les propositions positives, comme la réduction de la fiscalité des entreprises et le traitement favorable des bénéficiaires rapatriés de l'étranger. L'impact d'une diminution de l'impôt sur les sociétés est assez incertain à ce stade, car, chez un certain nombre de sociétés, le taux d'imposition moyen effectif est nettement inférieur au taux officiel en raison des multiples abattements et lacunes de la législation fiscale. Cette baisse de l'impôt pourrait bénéficier aux entreprises de taille plus modeste tournées vers le marché intérieur, d'où notre choix de les surpondérer actuellement.

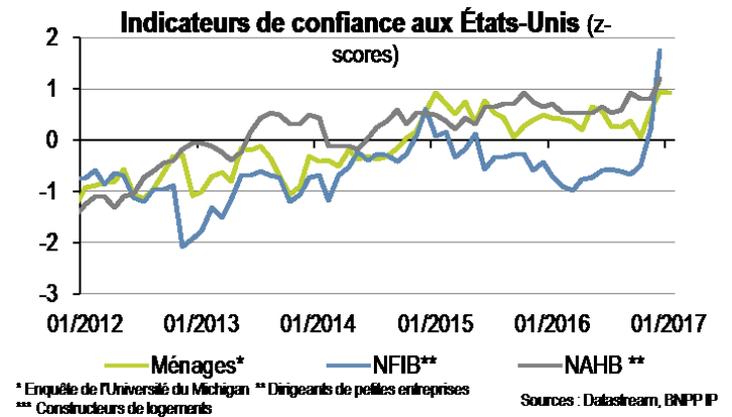
Selon nous, les bénéficiaires rapatriés aux États-Unis pourraient être employés pour accroître les dividendes ou pour procéder à des rachats d'actions, ce qui soutiendrait les actions américaines. Nous ne pensons pas qu'ils conduiront à une hausse notable de l'investissement des entreprises. Par ailleurs, nous sommes d'avis qu'une ingérence de Donald Trump dans les décisions des sociétés ne constituerait pas un aspect positif du point de vue macroéconomique. Cela pourrait soutenir la croissance domestique, mais cela augmenterait aussi les coûts et les prix. Considérant l'impact que pourraient avoir les baisses d'impôts et la hausse des dépenses en infrastructures proposées sur une économie qui n'est pas loin de tourner à plein régime, une remontée de l'inflation, des taux d'intérêt et des rendements constitue de plus en plus un risque.

En Corée du Sud, le scandale de corruption qui a hanté le Premier ministre a désormais également éclaboussé le groupe Samsung. Pour l'instant, il n'est pas possible de se prononcer sur les implications de ce développement. Le secteur des exportations avait dernièrement enregistré une amélioration. L'économie intérieure semble anémique avec des indicateurs de confiance des entreprises à des niveaux modestes et une faiblesse du moral et des dépenses des ménages. La semaine dernière, la Banque de Corée a maintenu le statu quo mais l'on ne peut écarter un nouvel abaissement des taux directeurs.

### ÉTATS-UNIS : LES ESPOIRS SE MATÉRIALISERONT-ILS ?

Les ménages, les producteurs et les constructeurs de logements américains ont nettement retrouvé le moral et cet optimisme a désormais gagné les dirigeants de petites

entreprises. La confiance de ces derniers avait été rudement mise à mal durant la course à l'élection, mais elle s'est totalement redressée en à peine deux mois. Le moral des ménages a légèrement baissé en janvier, mais il se maintient à son plus haut niveau post-récession.



Ces espoirs deviendront-ils réalité ? Autrement dit, les indicateurs réels suivront-ils ? Il est difficile de ne pas tenir compte de ce signal fort envoyé par les indicateurs avancés, mais, comme nous l'avons mentionné précédemment, nous avons du mal à identifier les facteurs qui pourraient alimenter une accélération de la croissance. La remontée de l'indice NFIB n'a pas tant été portée par les indicateurs relatifs aux mesures que prennent actuellement les dirigeants de petites sociétés pour développer leurs activités. Les ventes au détail ont été en demi-teinte en termes nominaux et ont fléchi en termes réels.

### ZONE EURO : LA SOLIDITÉ DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE CADRE AVEC LA TENDANCE MONDIALE

La production industrielle de la zone euro a été solide, ressortant en phase avec la tonalité positive des indices des directeurs d'achats du secteur manufacturier et avec notre vue constructive sur la région. Elle a été tirée par une hausse de la production en Allemagne, en France, en Italie, aux Pays-Bas et en Espagne. Elle cadre également avec une amélioration de l'activité manufacturière à l'échelle mondiale. Dans les pays émergents, les améliorations les plus notables ont été observées en Amérique latine, où le taux de croissance annuel reste négatif mais l'est moins qu'auparavant, et en Asie, bien que le taux de croissance soit plus conforme à ses niveaux des années précédentes.

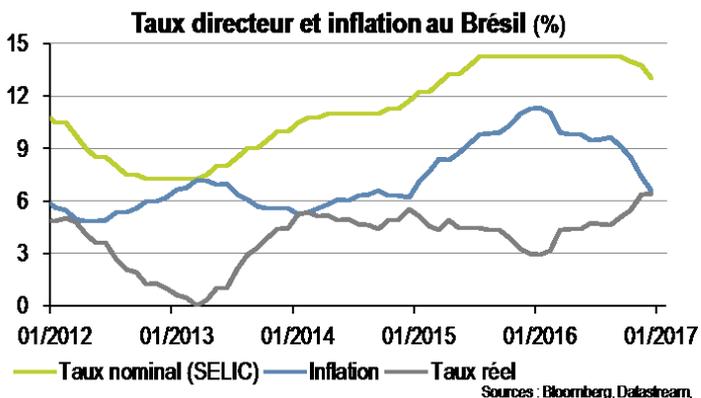
Nous identifions deux principaux leviers pour le secteur manufacturier mondial : le cycle technologique en Asie et la fin de la correction des stocks, notamment aux États-Unis.

## CHINE ET AUTRES PAYS ÉMERGENTS : DES DIVERGENCES

Les chiffres du crédit en Chine amènent toujours au même constat : leur croissance a nettement dépassé la hausse du PIB nominal et a été dangereusement élevée. Toutefois, d'autres indicateurs donnent à penser que l'économie pourrait ralentir. La baisse des prêts bancaires accordés à l'État implique que les mesures de relance ont atteint un pic. Il s'agit d'un aspect qu'il convient de surveiller afin de déterminer si la croissance décélèrera en 2017.

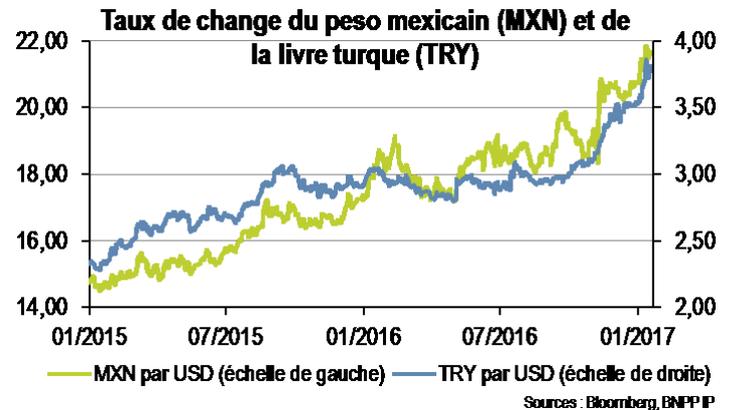
Les exportations chinoises en décembre ont été décevantes, en partie en raison des fluctuations monétaires. L'amélioration des exportations et des importations observée au cours des derniers mois a été plus lente que de coutume à cette période de l'année. Les données de janvier et de février seront biaisées par la célébration du Nouvel an chinois, mais, à ce stade, il semble que les échanges commerciaux ne tireront pas l'économie.

Au Brésil, la banque centrale a surpris les marchés en procédant à une baisse des taux plus importante que prévu. Ce dernier geste a été juste suffisant pour annuler la hausse du taux réel du Selic liée à la baisse de l'inflation sur la période novembre-décembre. En d'autres termes, si le taux nominal du Selic a été abaissé, la posture de la politique monétaire laisse à la banque centrale une marge de manœuvre pour agir à nouveau dans une économie caractérisée par des cycles négatifs du crédit et de l'emploi. Le recul de l'inflation soutient le pouvoir d'achat des ménages. Autre point positif, le réal n'a pas fléchi après le geste baissier.



Les deux pays confrontés à des problèmes de taux de change sont le Mexique et la Turquie. Le peso mexicain pâtit clairement des déclarations du futur président américain, Donald Trump, sur les produits fabriqués au Mexique pour les marchés américains et de ses menaces

d'instauration de tarifs douaniers plus élevés. Le Mexique est l'un des rares pays où les producteurs sont devenus moins optimistes dernièrement. Cela pourrait conduire à un nouveau resserrement de la politique monétaire.



En Turquie, pays très dépendant du financement extérieur, les événements politiques intérieurs et régionaux ont fait chuter la livre (TRY) à un plus-bas historique. Compte tenu des pressions politiques visant à empêcher la banque centrale de relever les taux, il n'est pas facile pour cette dernière de défendre la monnaie. Le durcissement des conditions financières domestiques a stoppé la dégringolade de la devise pour le moment, mais nous ne sommes pas certains que cela suffise, notamment avec une inflation qui a grimpé à 8,5 % en décembre.

## PAUSE DES MARCHÉS

Bien que nos indicateurs ne signalent pas d'arrêt de l'appétit pour le risque, la hausse des actions a marqué une pause, ce qui n'a rien de surprenant après le fort rebond enregistré par la plupart des marchés récemment et l'actualité politique à assimiler.

Au Japon, un retournement de tendance du yen a pesé sur les actions. En Chine, les actions ont reculé quand les marchés monétaires et obligataires ont connu des remous : les autorités ont exprimé leur volonté d'accélérer le rythme des introductions en Bourse, ce qui a soulevé des interrogations sur les liquidités requises. Plus généralement, cela cadre avec notre opinion selon laquelle la Chine éprouve des difficultés à financer sa frénésie de dépenses.



Aux États-Unis, la période de publication des résultats a commencé pour de bon avec les chiffres des grands établissements bancaires. Dans l'ensemble, les résultats ont dépassé les attentes, notamment grâce aux revenus issus des activités de négociation de produits de taux et de devises. Les anticipations pour cette saison de publication sont légèrement plus élevées que celles observées pour les trimestres précédents, mais sont assez basses pour permettre des surprises positives. Cependant, en raison de la fermeté du dollar américain, des valorisations et des risques extrêmes, nous ne pensons pas que les bénéfices porteront les actions américaines vers des niveaux beaucoup plus élevés au cours des prochains mois. C'est la raison pour laquelle nous sous-pondérons les actions des pays développés.

Compte tenu du débouclage partiel des positions misant sur Trump (« Trump trades »), fondées sur l'opinion qu'une hausse de la croissance et de l'inflation est de bon augure pour les actions et les matières premières mais de mauvais augure pour les obligations d'État et les marchés émergents, les primes de risque des marchés émergents ont baissé. Les spreads des obligations d'entreprises ont été plus stables en raison de niveaux déjà assez faibles. En ce qui concerne les obligations d'État, nous avons fermé notre position longue sur les bons du Trésor américain face aux emprunts de la zone euro. S'il subsiste des risques politiques dans la zone euro, le référendum en Italie est désormais passé, tandis que la prolongation du programme d'achats d'actifs de la BCE jusqu'à la fin de l'année atténue les risques. Étant donné la dynamique de l'inflation et l'importance des positions courtes aux États-Unis, nous percevons un potentiel de hausse limité des rendements américains.

---

**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 16/01/2017

#### 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 et dans 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](http://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.