



POINT HEBDOMADAIRE SUR LA STRATÉGIE

01 Février 2017

Titre : Les valorisations tendues et les incertitudes politiques constituent des risques pour les actions

Stratégie : les spreads des obligations émergentes en devises fortes et des obligations à haut rendement américaines sont trop serrés

- États-Unis : des facteurs temporaires ont freiné la croissance du PIB
- Zone euro : la croissance est sur la bonne voie
- Japon : la banque centrale n'a aucune raison de modifier sa politique monétaire
- Pays émergents : le Mexique et la Turquie semblent vulnérables
- Possibilités accrues de baisses des taux d'intérêt dans les pays émergents

Les actions ont poursuivi leur progression dans un contexte de volatilité faible et d'optimisme des investisseurs, les secteurs cycliques surperformant leurs homologues défensifs. Nous considérons que ce mouvement haussier a porté les marchés plus loin en zone de surachat, ce qui nous conduit à maintenir notre sous-pondération des actions. Nous continuons également de sous-pondérer les obligations à haut rendement américaines face aux liquidités. Outre les valorisations tendues des actions, les incertitudes politiques sont élevées. À l'heure où nous rédigeons ce commentaire, le décret interdisant temporairement l'entrée aux États-Unis des ressortissants

d'un certain nombre de pays du Moyen-Orient a provoqué un recul des actions, qui ne profite pas aux obligations, et un élargissement des spreads des obligations périphériques de la zone euro. Ce développement cadre avec notre point de vue selon lequel le commerce mondial est confronté à des pressions politiques.

ÉTATS-UNIS : LE CHIFFRE PUBLIÉ DE LA CROISSANCE DU PIB A ÉTÉ DÉCEVANT, MAIS LES DÉTAILS ONT ÉTÉ DE MEILLEURE FACTURE

La croissance du PIB américain au quatrième trimestre 2016 est ressortie inférieure aux attentes pourtant modestes. Elle a ralenti à 1,9 %, affectée par les exportations nettes, les exportations ayant chuté et les importations bondies. Ce recul des exportations a constitué une correction partielle de la hausse marquée des exportations de soja observée au troisième trimestre. Dans l'ensemble, les exportations nettes ont amputé la croissance de 1,7 point de pourcentage. La formation de stocks a contribué à la croissance pour le deuxième trimestre consécutif et a été plus solide que sur les six trimestres précédents. Le mouvement d'ajustement des stocks, qui avait pesé sur les ventes des entreprises et la production industrielle, semble avoir pris fin.

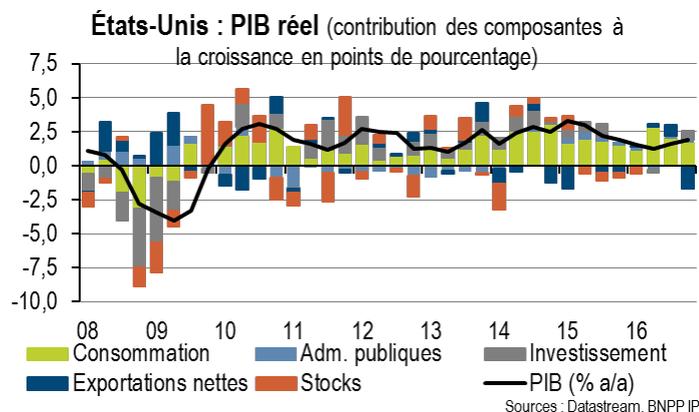
La demande intérieure finale, qui recouvre la consommation des ménages et des administrations publiques, les investissements des entreprises et l'investissement résidentiel, a enregistré une légère accélération en dépit du ralentissement de la croissance de la consommation. Le fort



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

L'asset manager
d'un monde
qui change

optimisme des ménages ne conduit donc pas à une hausse marquée des dépenses, sachant que la croissance de l'emploi se tasse et que la progression du salaire réel pâtit de la remontée de l'inflation.



Les investissements des entreprises et l'investissement résidentiel ont davantage contribué au PIB que sur les trimestres précédents. Les investissements en équipements ont progressé pour la première fois depuis cinq trimestres. Les commandes de biens d'équipement ont augmenté. La confiance des producteurs s'est également améliorée : les indices des directeurs d'achats (PMI) des secteurs de l'activité manufacturière et des services ont poursuivi leur progression, et l'indice composite a atteint son niveau le plus élevé depuis octobre 2015.

Sur la base de ce qui précède, nous restons optimistes sur l'économie américaine. Elle devrait continuer à croître à un rythme conforme voire supérieur à sa tendance de long terme. Cela étant, trois facteurs nous incitent à ne pas faire preuve d'un optimisme excessif : la remontée de l'inflation, la fermeté du dollar et la hausse des taux obligataires. Le recul récent de la confiance des constructeurs de logements et des ventes de maisons neuves et existantes pourrait signaler que le cycle devient plus difficile pour le secteur du logement.

ZONE EURO : POURSUITE DE LA HAUSSE DES INDICATEURS AVANCÉS

Les indicateurs avancés de la zone euro ont été robustes, à l'image de ceux d'autres régions du monde. L'indice du sentiment économique (ESI) a poursuivi sa trajectoire haussière, tiré par le secteur des services et les consommateurs, mais pas par la France ni l'Allemagne. L'indice PMI composite se maintient à son deuxième plus haut niveau depuis décembre 2015. En Allemagne, l'indice Ifo a enregistré un repli inattendu, mais il s'établissait à un niveau élevé. En France, le moral des ménages a atteint

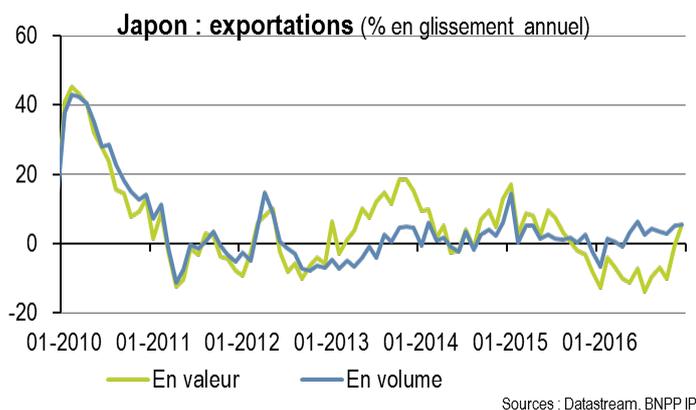
son plus haut niveau depuis octobre 2007. L'issue de l'élection présidentielle en avril constitue probablement une source d'incertitude, mais elle n'a pas eu d'incidence sur la confiance des consommateurs.

L'amélioration progressive du marché de l'emploi, le niveau relativement bon marché de l'euro et le caractère accommodant de la politique monétaire sont des raisons d'être optimistes à l'égard des perspectives de la zone euro. Ces facteurs ont contribué à relancer le cycle du crédit, notamment l'octroi de prêts bancaires au secteur privé.

En ce qui concerne le Royaume-Uni, les statistiques ont montré que l'économie avait enregistré une croissance de 0,6 % en glissement trimestriel au cours de trois trimestres consécutifs. Le vote en faveur de la sortie de l'Union européenne (« Brexit ») a donc eu de très faibles incidences. Du côté des entreprises, les incertitudes accrues ont été compensées par la faiblesse de la livre, qui devrait soutenir les exportations britanniques. Chez les consommateurs, l'augmentation de l'inflation devrait avoir des effets négatifs. Le moral des ménages, les ventes d'automobiles et la hausse des prix des logements se sont modérés. La Banque d'Angleterre est donc confrontée à un choix difficile : la résistance de la croissance et la progression de l'inflation plaident pour une posture plus restrictive, mais les incertitudes entourant l'impact du « Brexit » (dans sa version dure) appellent à la vigilance.

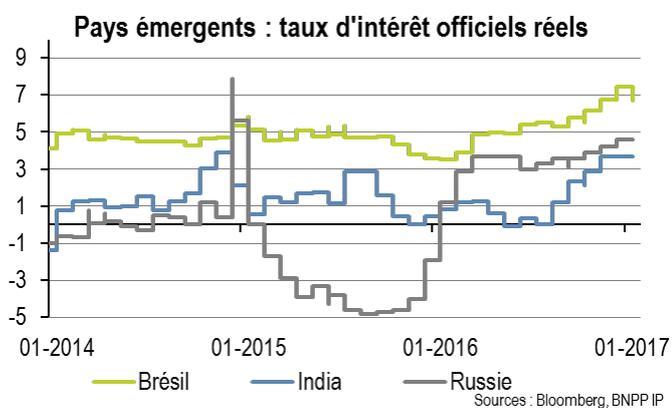
JAPON : COMBAT ENTRE LA DEMANDE EXTÉRIEURE ET LA DEMANDE INTÉRIEURE

La bonne nouvelle pour l'économie japonaise est venue dernièrement des exportations. Les taux de change et l'évolution des prix ont eu de fortes incidences, mais, en fin d'année, quand la baisse des prix des exportations s'est modérée, les exportations sont reparties à la hausse. Cette évolution contraste avec l'atonie de la demande des consommateurs. En dépit d'un marché du travail tendu au regard du taux de chômage officiel, la croissance du salaire réel pâtit d'une inflation apparente en légère augmentation. Le combat entre exportations et consommation sera le principal développement à surveiller dans les mois à venir. En ce qui concerne la Banque du Japon, l'inflation est trop faible et l'objectif d'un rendement à dix ans de 0 % est trop récent pour l'amener à modifier sa politique car elle courrait le risque d'une perte de crédibilité selon nous.



PAYS ÉMERGENTS : LA TURQUIE ET LE MEXIQUE SOUS PRESSION

La Turquie a essuyé deux coups durs : Fitch a déclassé sa note en catégorie spéculative et Standard and Poor's a abaissé à « négative » la perspective attachée à sa note. Les incertitudes à l'échelle du pays et de la région ont pesé sur la croissance. Compte tenu d'un déficit courant important et d'une dette extérieure relativement élevée, la Turquie est vulnérable en cas de changement de perception des investisseurs étrangers. La semaine dernière, la banque centrale a augmenté les taux d'intérêt « à moitié » : elle a simplement relevé la borne supérieure du corridor. Dans la mesure où ce geste a été perçu comme le reflet d'un manque d'indépendance de la banque centrale, la livre turque a poursuivi sa glissade.

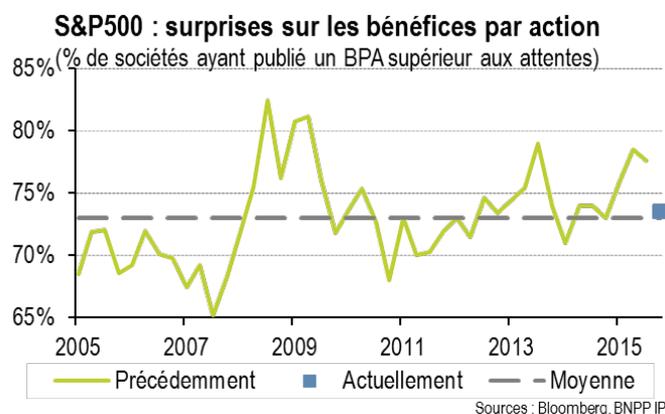


Compte tenu de la décline de l'inflation dans un certain nombre de pays émergents, les possibilités de baisse des taux d'intérêt ont augmenté. Cela vaut notamment pour le Brésil, où les taux réels ont bondi sous l'effet d'un fort recul de l'inflation. La banque centrale brésilienne pourrait accélérer ses baisses de taux. En Inde, les taux réels ont augmenté, mais, dans la mesure où le recul de l'inflation est principalement lié aux prix des denrées alimentaires, la banque centrale pourrait ne pas être disposée à abaisser

les taux. En Russie, la banque centrale a indiqué que des baisses des taux restaient possibles, mais elle pourrait patienter.

ALLOCATION D'ACTIFS : AUCUN CHANGEMENT

Notre positionnement reste prudent. Nous continuons d'estimer que les actions sont chères et surachetées, même si la période de publication des résultats du quatrième trimestre aux États-Unis n'a pas déçu jusqu'ici. Le nombre de sociétés ayant publié des résultats et un chiffre d'affaires supérieurs aux attentes est inférieur à celui observé sur le trimestre précédent, mais les bénéfices ont renoué avec la croissance, tirés par les secteurs de la santé, des services aux collectivités, de la finance et des technologies de l'information. Cependant, nous ne pensons que les résultats seront assez solides pour porter les actions vers de plus hauts niveaux dans les mois à venir.



Le débat sur la politique monétaire et les statistiques économiques relativement solides de la zone euro ont entraîné une remontée des rendements des emprunts allemands à dix ans. Au vu du niveau encore faible de l'inflation sous-jacente et des ressources inemployées sur le marché de l'emploi, nous pensons que les taux allemands pourraient augmenter trop vite. Nous avons toutefois conservé une duration neutre.

Les spreads de crédit et les spreads des obligations émergentes sont restés faibles, voire se sont encore resserrés. Comparativement aux fondamentaux, nous estimons que les spreads des obligations émergentes en devises fortes et des obligations d'entreprises à haut rendement américaines sont actuellement trop serrés. Nous sous-pondérons ces deux classes d'actifs.

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 30/01/2017

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 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.

