



POINT HEBDOMADAIRE SUR LA STRATÉGIE

13 septembre 2017

Titre : Les valeurs refuge recherchées sur fond de regain d'inquiétudes sur les marchés

Stratégie : La tonalité accommodante des commentaires des banquiers centraux accentue la pression sur les rendements obligataires

- **Rebond des actifs à duration dans un contexte d'augmentation de la demande pour les valeurs refuge**
- **BCE : patience, patience...**
- **Allocation d'actifs : position longue sur le dollar américain ; sous-pondération de la duration, notamment en Europe**

La semaine écoulée a été mouvementée sur le front (géo)politique : la Corée du Nord a procédé à un puissant essai nucléaire, qui a été largement condamné par la communauté internationale. Même la chancelière allemande, Angela Merkel, connue pour son attitude généralement calme et posée, a déclaré que cette dernière provocation de Pyongyang avait atteint « une nouvelle dimension ». Les marchés financiers ont vu dans cet événement une raison de basculer en mode d'aversion pour le risque, ce qui a entraîné un rebond des actifs à duration et une surperformance des valeurs refuge. Cependant, cela n'a pas été la seule cause de la réaction des marchés, comme nous le verrons plus loin. Les rendements des

bons du Trésor américain ont fléchi à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis la période précédant l'élection présidentielle de novembre dernier. L'or et les devises refuge traditionnelles, telles que le franc suisse et le yen japonais, se sont bien comportés. La détente des taux de marché a pénalisé les valeurs bancaires, mais n'a pas autant profité au secteur immobilier américain que l'on aurait pu le penser. Cette situation pourrait tenir à la faiblesse persistante du dollar qui favorise les grandes entreprises exportatrices au détriment des sociétés tournées vers le marché intérieur, telles que les sociétés immobilières.

Sur le plan des statistiques macroéconomiques, la semaine passée a été plus calme. Aux États-Unis, les commandes de biens durables en juillet sont ressorties en deçà des attentes du marché, mais les commandes de base se sont inscrites en légère hausse. En Europe, l'indice PMI composite définitif de la zone euro pour le mois d'août est resté inchangé. La stabilité des prix à la production dans la zone euro a déçu les attentes. Les statistiques du Royaume-Uni ont été décevantes, avec un indice PMI du secteur de la construction qui a surpris à la baisse en août et un indice PMI du secteur des services qui a atteint un plus-bas de onze mois.

Nous n'avons apporté aucun changement à notre allocation d'actifs.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**L'asset manager
d'un monde
qui change**

Rebond des obligations

Les obligations ont connu un net rebond durant l'été et notamment la semaine dernière. Les rendements des bons du Trésor américain sont proches de leur plus-bas depuis le début de l'année et des niveaux qui prévalaient avant l'élection de Donald Trump en novembre dernier (voir graphique). Cette détente est à mettre en partie sur le compte des actions belliqueuses de la Corée du Nord, mais d'autres événements ont également joué un rôle déterminant.

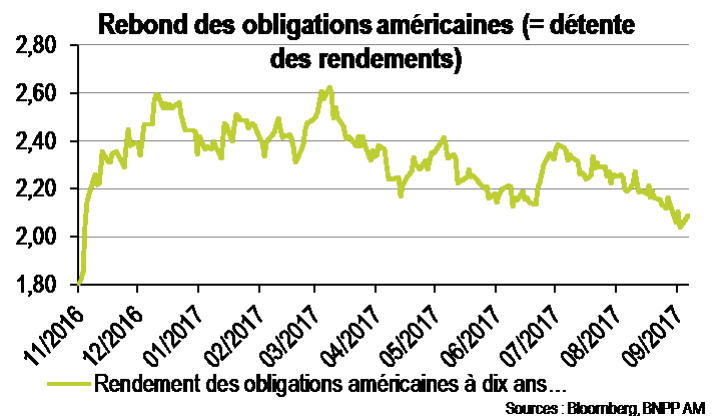
Deux membres de la Réserve fédérale (Fed), Lael Brainard, gouverneur de la Fed, et Neel Kashkari, président de l'antenne de la Fed à Minneapolis, ont envoyé des signaux accommodants aux marchés. Lael Brainard est réputée conciliante, mais, à ses yeux, les rendements des obligations américaines traduisent le caractère fébrile des marchés. Neel Kashkari a prôné la patience, soulignant qu'il était « tout à fait possible que les hausses de taux opérées par la Fed au cours des dix-huit derniers mois conduisent à un ralentissement de la croissance de l'emploi, mettant davantage de personnes sur la touche, à un recul de la progression des salaires et à une baisse de l'inflation et des anticipations d'inflation ».

La démission du faucon Stanley Fisher de la Fed a été interprétée comme une annonce apportant un autre facteur de soutien au camp des colombes, ce qui a accentué la pression sur les taux obligataires. Stanley Fisher devait quitter la Fed au milieu de l'année 2018, mais il a décidé d'avancer son départ pour des motifs personnels. Le Président Trump devrait donc disposer d'une plus grande marge de manœuvre pour recomposer le conseil des gouverneurs de la Fed, composé de sept membres, comme il le souhaite.

Le basculement des marchés en mode d'aversion pour le risque s'explique également par les incertitudes entourant les répercussions négatives de l'ouragan sur l'économie américaine. Ces aléas climatiques auront probablement des retombées sur les statistiques américaines au cours des deux prochains mois. Les inscriptions au chômage ont déjà été impactées. Au Texas, elles ont augmenté de 52 000 unités. Cela dit, les perspectives de croissance de l'économie

américaine à moyen terme ne devraient pas être affectées, car il faudra augmenter les investissements et l'activité économique pour reconstruire ce qui a été détruit.

La question du plafond de la dette publique américaine a constitué une autre source de préoccupation, mais celle-ci a été de courte durée, car un accord a permis de repousser la recherche d'une solution à décembre. Une incapacité à relever le plafond de dépenses aurait pu conduire à un défaut de paiement technique inédit sur la dette publique américaine. Le président Trump a surpris les marchés en convenant avec les dirigeants du parti démocrate d'un répit de trois mois, allant à l'encontre de la position des républicains en déclarant qu'il existait de bonnes raisons de supprimer totalement ce plafond.



BCE : patience, patience ...

La réunion monétaire de la BCE n'a réservé aucune surprise. Le président de la banque centrale, Mario Draghi, n'a fait aucun commentaire sur la vigueur de l'euro. Il a seulement indiqué que « la volatilité récente du taux de change constituait une source d'incertitude qu'il convenait de surveiller ». Il a en fait minimisé les inquiétudes en expliquant que l'appréciation de l'euro était liée à l'amélioration des fondamentaux économiques de la zone euro, ce qui s'est reflété dans la mise à jour des projections de croissance de la BCE. La reprise est généralisée et robuste, ce qui est encourageant. Les prévisions d'inflation n'ont été que très légèrement modifiées, les services de la BCE ignorant apparemment les répercussions de l'appréciation de l'euro et signalant une absence

d'inquiétude à ce sujet. Les cambistes ont interprété le discours de Mario Draghi comme un signal haussier, et l'euro a poursuivi son ascension.

Le président de la BCE a également indiqué que des discussions « très préliminaires » avaient été engagées au sein du conseil des gouverneurs au sujet du devenir du programme d'assouplissement quantitatif, laissant entendre qu'une annonce concernant la réduction des achats d'actifs pourrait intervenir lors de la prochaine réunion en octobre.

Allocation d'actifs : position longue sur le dollar américain, sous-pondération de la duration

Sur le plan des devises, nous conservons une position longue sur le dollar américain face à l'euro. Il s'agit d'une position à long terme à forte conviction. Le dollar pourrait rebondir plus tôt que tard. Le sommet apparent atteint par les indices PMI de la zone euro pourrait signaler un prochain changement de perception du marché.

Nous avons une position sous-pondérée en duration, notamment sur les obligations européennes. Nous estimons en effet que la BCE sera l'une des premières grandes banques centrales à placer davantage l'accent sur le pilotage prudent des marchés financiers.

S'agissant de nos autres stratégies, nous jugeons les actions américaines plus surévaluées que leurs équivalentes européennes. Nous surpondérons les actions de la zone euro face à celles des États-Unis et du Royaume-Uni.

Enfin, nous maintenons notre surpondération de l'immobilier américain, car nous tablons sur un changement de tendance dans les prochains mois induit par une reprise de la demande sur le marché immobilier aux États-Unis.

Colin Harte, Responsable de la Recherche et de l'allocation d'actifs active 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 11/09/2017

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.