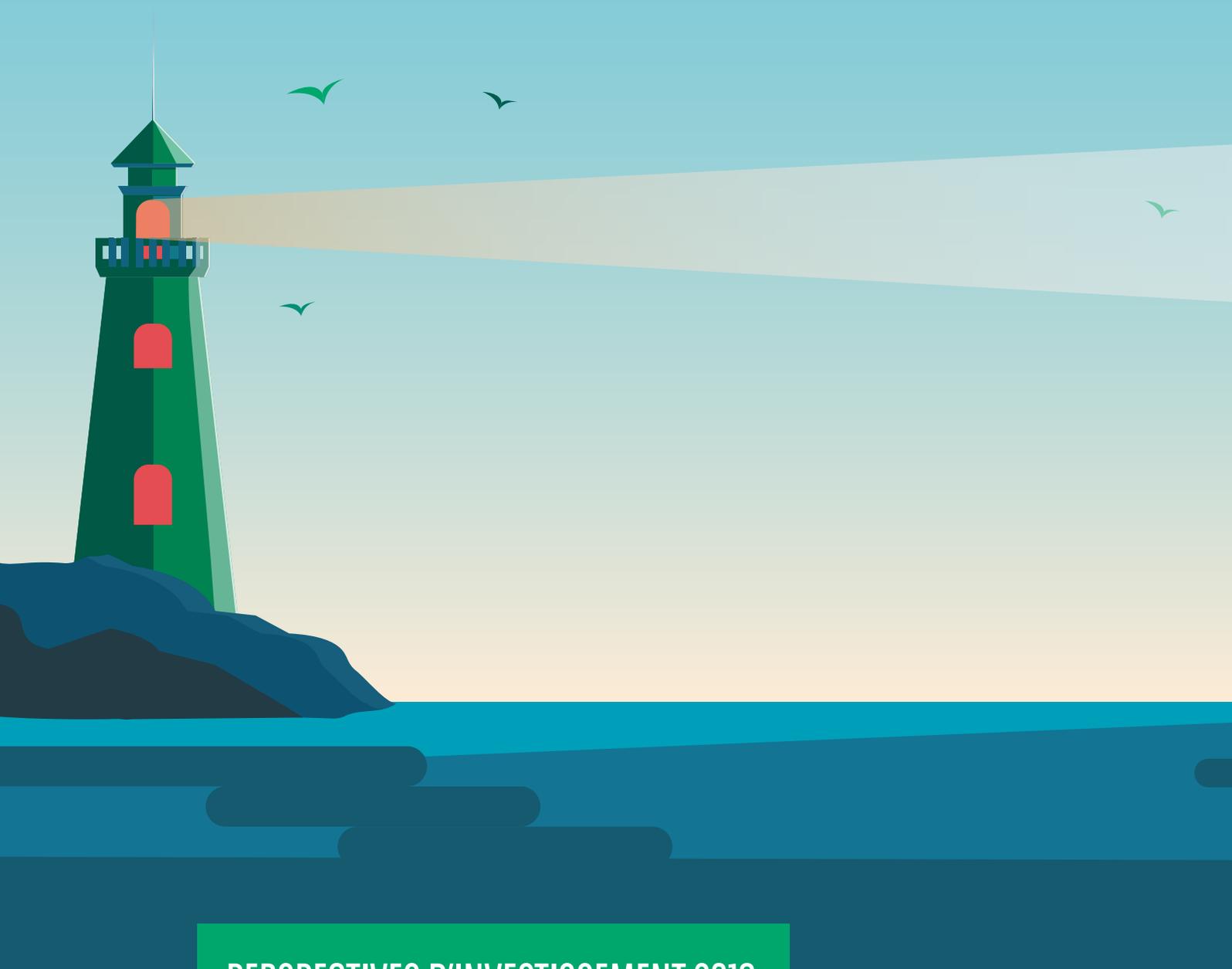


À MARÉE HAUTE...

Ce document peut contenir des termes techniques.
Il n'est donc pas recommandé à des lecteurs non avertis.



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2018



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager
d'un monde
qui change

SOMMAIRE

Lettre aux investisseurs	3
À marée haute...	4
SECTION I	
À MARÉE HAUTE...	
OÙ EST PASSÉE L'INFLATION ? PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES	
La croissance mondiale est au rendez-vous...	7
...Pas l'inflation	8
Ne plus se contenter d'anticipations « naïves »	8
Que peut-on attendre ?	9
Notre vision pour 2018	10
Que pouvons-nous vraiment craindre ?	11
Que pouvons-nous souhaiter pour 2018 ?	12
TRANSITION DES POLITIQUES DES BANQUES CENTRALES : OÙ INVESTIR ?	
<i>Entretien avec Daniel Morris, Stratégiste d'investissement senior</i>	
Un retour de « l'exubérance irrationnelle » ?	13
Poursuite de la hausse des actions	14
Allocation entre actions et obligations	15
Quelle évolution pour les marges bénéficiaires ?	15
L'attrait des actifs émergents	17
Les rendements des emprunts d'État resteront-ils « plus bas, plus longtemps » ?	18
SECTION II	
SOLUTIONS D'INVESTISSEMENT POUR 2018	
NOUVELLE ANNÉE, NOUVEAUX RISQUES : QUATRE BONNES RAISONS D'ANTICIPER UN RETOUR DE LA VOLATILITÉ	21
La politique monétaire non conventionnelle a contribué à une baisse de la volatilité	
Un niveau d'endettement élevé exacerbe potentiellement la vulnérabilité	
La recherche de rendement a amené les investisseurs vers d'autres sources de rendement	
Le risque politique, une variable difficilement maîtrisable	
L'INVESTISSEMENT FACTORIEL DANS LES MARCHÉS OBLIGATAIRES	25
Au-delà du risque de taux, de change et de crédit : les facteurs qui gouvernent les marchés obligataires	
Considérations pratiques : séparer l'exposition factorielle de l'exposition au marché	
Les avantages de la diversification pour les investisseurs	
LES OBLIGATIONS VERTES MISES À L'ÉPREUVE	28
Utilisation des fonds levés	
Les rapports d'impact	
PANORAMA DES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS EN 2017	33

Remarque : sauf indication contraire, toutes les évaluations, données et prévisions contenues dans le présent document sont formulées à l'aide de données et d'informations allant jusqu'au 24 novembre.

LETTRE AUX INVESTISSEURS

Marée haute sur les marchés financiers. Depuis que les banques centrales ont adopté une politique monétaire non conventionnelle, des vagues de liquidités ont déferlé sur les marchés mondiaux. En 2017, ces liquidités abondantes et la reprise synchronisée de la croissance économique à l'échelle mondiale ont créé un environnement favorable aux actifs risqués (voir graphique ci-dessous).

Classes d'actifs : performances en 2017 (Performance totale depuis le début de l'année)



Source : Datastream, BNP Paribas Asset Management, 24 novembre 2017

La politique monétaire a dicté les performances des marchés financiers ces dernières années. Les banquiers centraux ont atteint leur objectif : convaincre les investisseurs de délaisser les valeurs refuge « sans risque » pour se tourner vers les actifs risqués. En conséquence, les primes de risque ont diminué. Les tentatives pour résister aux déferlantes de liquidités ont été vaines jusqu'à présent.

Que va-t-il se passer maintenant que cette période dominée par les banques centrales commence à toucher à sa fin ? Que les investisseurs se rassurent, le reflux de la marée sera progressif. L'environnement favorable constitué par une croissance élevée combinée à une inflation faible devrait subsister en 2018. Les primes de risque resteront faibles, mais elles pourraient être sensibles aux pics de nervosité qui surviennent inévitablement lorsque les valorisations ne sont plus fermement ancrées aux fondamentaux.

Il faudra des idées claires et un capitaine expérimenté pour naviguer dans de telles conditions. Notre publication *Perspectives d'investissement 2018* se présente en deux parties. Dans la première, nous analyserons l'environnement macroéconomique mondial et l'évolution possible des grandes classes d'actifs tandis que dans la seconde, nos spécialistes se pencheront sur les classes d'actifs qui devraient offrir des solutions d'investissement pertinentes.

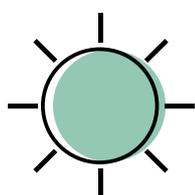
Frédéric Janbon
Chief Executive Officer et Directeur des investissements
BNP Paribas Asset Management
frederic.janbon@bnpparibas.com

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2018 : SECTION I

À MARÉE HAUTE...

- Aperçu -

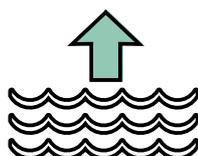
Les facteurs qui influenceront les marchés financiers en 2018



Les marchés financiers sont tributaires de **fondamentaux macroéconomiques positifs** et des conséquences à plus long terme sur les investissements d'un environnement de taux faibles et d'inflation peu élevée.



L'expansion du bilan des banques centrales du G3 depuis 2009 a contribué à **réduire la prime de risque des actions**, des titres à revenu fixe, du crédit et des marchés émergents. Selon nous, cette situation pourrait perdurer, en particulier compte tenu du fait que la taille globale du bilan des banques centrales devrait continuer à s'accroître jusqu'à fin 2018.



Le principal risque que nous percevons dans ce scénario est une hausse soudaine de l'inflation entraînant une correction majeure des marchés obligataires. La probabilité d'un tel scénario nous semble néanmoins très faible. Nous prévoyons, au contraire, que les banques centrales du G3 **peineront encore à atteindre leurs objectifs d'inflation**.



Les actifs risqués pourraient encore générer des plus-values en 2018 (les valorisations des marchés d'actions, par exemple, ne nous semblent pas excessives). Toutefois, nous sommes conscients du risque lié au fait que « *la surabondance de capitaux peut accroître la fréquence, la taille et la durée de surréaction du marché* ¹ ».

¹ Le 14 novembre 2012, Bain & Company publiait un rapport résolution visionnaire intitulé « A world awash in money » (un monde inondé de capitaux) qui explique la notion de surabondance de capitaux et les risques engendrés par une intervention à long terme des autorités budgétaires et des banques centrales.

En 2017, les mesures de politiques non conventionnelles des banques centrales du G3, combinées à l'accélération la plus forte et la plus synchronisée à l'échelle mondiale de la croissance économique depuis la Grande crise financière, ont fait grimper les valorisations d'un grand nombre de classes d'actifs.

PRIX ÉLEVÉS DES ACTIFS ET COMPRESSION DES ÉCARTS DE RISQUE

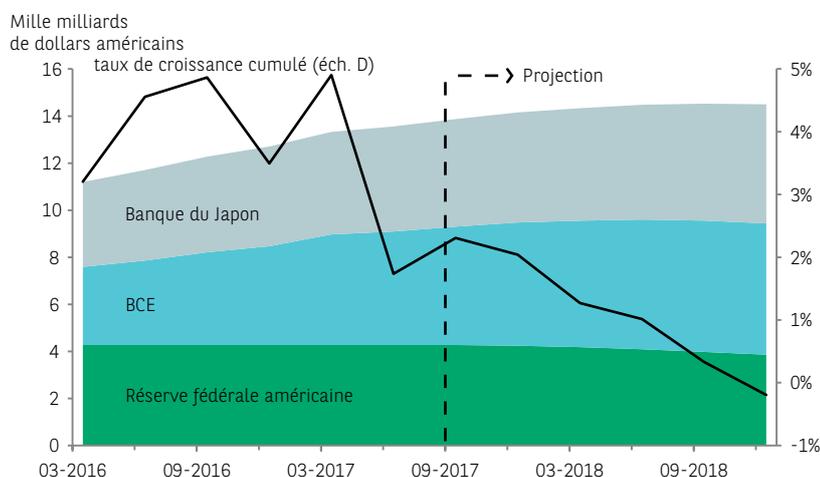
Les cours boursiers mondiaux, tels que mesurés par l'indice MSCI World, ont progressé tout au long des 13 derniers mois (jusqu'à novembre 2017 inclus). Au cours de la même période, l'indice américain S&P 500 a également progressé pendant 13 mois consécutifs. Il s'agit d'une période haussière quasiment sans précédent. Au cours des 70 dernières années, les seules périodes de performance comparables ont été des séries de 11 hausses mensuelles consécutives durant les années 1950². Les rendements des obligations à haut rendement et des prêts à effet de levier ont atteint des plus bas cycliques en 2017. Les actifs des marchés émergents, après plusieurs années de sous-performance, ont connu une période de hausse effrénée que seule l'appréciation du dollar américain est venue troubler. Le 15 novembre, le *Salvator Mundi* de Léonard de Vinci, adjugé à 400 millions de dollars américains, est devenu le tableau le plus cher jamais vendu. Et la liste ne s'arrête pas là. En somme, les actifs risqués ont, de toute évidence, le vent en poupe.

LE FLUX DE LIQUIDITÉ N'EST PAS PRÈS DE SE TARIR

Comme le montre le graphique 1, les banques centrales du G3 détiennent actuellement environ 14 000 milliards de dollars d'actifs, contre 3 000 milliards de dollars avant la crise de 2008. Et le flux de liquidité n'est pas près de se tarir : le bilan global des banques centrales du G3 devrait continuer d'augmenter au moins jusqu'au troisième trimestre 2018.

Courant 2018, la diminution du montant des titres détenus par la Réserve fédérale américaine devrait être compensée par la croissance du portefeuille de la Banque centrale européenne et de la Banque du Japon, à un rythme moins soutenu toutefois. L'expansion du bilan global des banques centrales du G3 devrait, par conséquent, continuer de contrer efficacement le risque de taux d'intérêt et, de ce fait, le risque d'une « crise » sur les marchés de la dette souveraine.

Graphique 1 : La marée est haute et ne semble pas vouloir redescendre de sitôt
(Projections du bilan des banques centrales et des taux de croissance cumulés)



Source : Réserve fédérale de New York, Banque centrale européenne, Banque du Japon, projections de BNP Paribas Asset Management au 31/10/2017



En réduisant le stock d'instruments à revenu fixe disponible pour le secteur privé, les banques centrales ont évincé les investisseurs traditionnels tels que les banques, les compagnies d'assurance et les gestionnaires d'actifs

² Nous remercions nos collègues du Quant Research Group de BNP Paribas Asset Management qui ont trouvé quatre périodes de performances positives de 11 mois consécutifs pour le S&P 500 depuis 1927. La dernière période s'est achevée en janvier 1959.

À TOUTE VAPEUR (MAIS ATTENTION AUX ÉCUEILS)

Dans cet environnement, la période favorable peut se poursuivre, de nombreux investisseurs ne s'étant pas laissés submerger par l'euphorie. Cette exubérance toute relative ne semble pas irrationnelle. La valorisation des actifs risqués est soutenue par de fortes attentes en matière de croissance - aussi bien dans les économies des pays développés qu'émergents - et une prolongation de l'environnement de taux faibles et d'inflation peu élevée tout au long de l'année 2018.

Le contexte de politique monétaire dans les marchés développés demeure favorable à la prise de risques ; l'absence de pressions inflationnistes laisse entendre que la suppression des mesures exceptionnelles sera probablement extrêmement timide. Ainsi, nous adhérons au postulat selon lequel cette progressivité continuera à caractériser la politique des banques centrales et, lorsqu'il se produira, le dégonflement de leur bilan pourra « s'effectuer calmement à l'arrière-plan »³.

LE PRINCIPAL RISQUE POUR CET ENVIRONNEMENT FAVORABLE EST UNE AUGMENTATION RAPIDE ET DURABLE DE L'INFLATION

L'inflation continue de briller par son absence. Même après presque 10 ans de politique monétaire non conventionnelle, le taux d'inflation moyen au sein de l'économie mondiale est inférieur à 3 % et se situe autour de 2 % dans les États membres de l'OCDE. Et ce, à une période où le rythme de la croissance économique dans les principales économies dépasse leur taux de croissance potentiel et que le plein-emploi est en passe d'être atteint.

Aujourd'hui, de nombreux investisseurs se sont faits à l'idée que le paradigme de la faiblesse de l'inflation repose sur d'importantes forces déflationnistes à l'échelle mondiale, à long terme, issues de la technologie et des facteurs démographiques. Les valorisations des indicateurs de marché tels que les *swaps* à long terme et les obligations indexées sur l'inflation indiquent que les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation américaine moyenne se situe aux alentours de 2 % pour la décennie à venir.

Une hausse significative de l'inflation mondiale nous semble très peu probable. De la même manière, il y a peu de chances pour que les banques centrales atteignent leurs objectifs d'inflation dans les prochaines années. C'est pourquoi nous tablons sur une poursuite de l'environnement d'inflation et de taux bas en 2018.

NOYÉ SOUS LES CAPITAUX⁴

Nous pensons que les valorisations des marchés d'actions sont élevées, mais pas à outrance. Nous pouvons raisonnablement nous attendre à une croissance des bénéfices en 2018 et, par là même, à une progression des marchés à multiples constants.

Nous ne croyons pas qu'une hausse des taux d'intérêt risque de déclencher des ventes massives sur les marchés obligataires en 2018. Les taux d'intérêt ont bien sûr toute leur importance. Souvenez-vous de vos premiers cours de finance. Le prix d'une action correspond au flux de dividendes futurs escompté, actualisé à la valeur présente au moyen d'un facteur d'actualisation qui est lui-même fonction du taux d'intérêt et du taux de croissance attendu des dividendes. En tant que telle, et bien qu'elle ne soit pas l'unique variable, la perspective de maintien de taux d'intérêt faibles ou de leur remontée très progressive, devrait continuer à soutenir le prix des actions.

S'agissant des perspectives des différentes classes d'actifs pour 2018, nous voyons un potentiel de progression élevée pour les actifs des marchés émergents (ME). Les actions des ME, par exemple, ont affiché des performances de 60 % inférieures à celles des marchés développés depuis 2010. Il existe donc un potentiel de surperformance supplémentaire éventuellement induite par une poursuite du redressement des conditions économiques et du commerce mondial.

Dans les conditions que nous avons décrites, après pratiquement 10 années de politiques non conventionnelles des banques centrales du G3, la liquidité est abondante et continuera de dicter la recherche de rendement dans un environnement d'inflation faible et de taux d'intérêt bas. ■



Nous tablons sur
une poursuite de
l'environnement
d'inflation et de
taux bas en 2018

³ « Nous estimons que ce plan est réalisable, et comme le décrit un de mes collègues, le Président Harker, ce sera comme regarder la peinture sécher sur les murs, il s'agira simplement d'un phénomène qui se déroulera sans heurts à l'arrière-plan. » indique la présidente de la Réserve fédérale Janet Yellen concernant la façon dont la Réserve fédérale envisage de réduire la taille de son bilan, lors d'une conférence de presse le 14 juin 2017. Retranscription complète disponible à l'adresse : <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20170614.pdf>

OÙ EST PASSÉE L'INFLATION ?

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

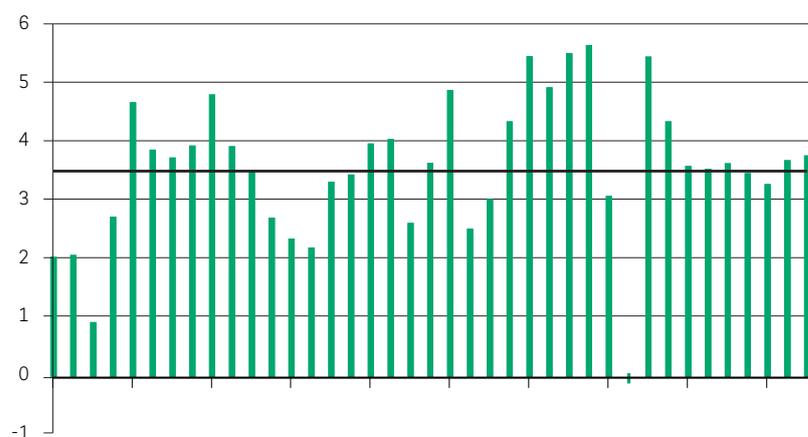


Nathalie BENATIA
Responsable de contenu
macroéconomique

LA CROISSANCE MONDIALE EST AU RENDEZ-VOUS...

Quel changement en un an ! « La reprise cyclique de l'économie mondiale qui a commencé au milieu de 2016 continue de s'affermir » indique le Fonds monétaire international (FMI) dans sa dernière livraison des « Perspectives de l'économie mondiale ». Le FMI affiche dans la foulée une prévision de croissance mondiale de 3,6 % en 2017 et de 3,7 % en 2018 (contre 3,1 % et 3,4 % respectivement dans le document publié en octobre 2016). De l'avis des observateurs qui ont assisté aux réunions de la Banque mondiale et du FMI en octobre, la confiance est au rendez-vous. L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) est sur la même longueur d'onde et les prévisionnistes privés ont, eux aussi, revus leurs attentes de croissance à la hausse, tout particulièrement en ce qui concerne la zone euro au cours des derniers mois.

Graphique 1 : La croissance mondiale au plus haut depuis 2011
(Croissance du PIB mondial en %, moyenne 1980-2015 = 3,5 %)



Source : Datastream, FMI, BNP Paribas Asset Management; octobre 2017

La liste des indicateurs macroéconomiques positifs qui se sont accumulés en 2017 est longue. Aux États-Unis, la croissance est passée de 1,5 % en 2016 à 2,2 % ou 2,3 % en 2017 selon les estimations, amenant le taux de chômage à son plus bas niveau depuis fin 2000 et les indices qui reflètent l'opinion des directeurs d'achats sur l'activité manufacturière et les services au point le plus haut de ce cycle. La confiance des ménages a retrouvé en mars son plus haut niveau depuis fin 2000 et n'a reflué que marginalement depuis.

La zone euro n'a cessé de déjouer les pronostics prudents qui prévoyaient que le « soufflé allait retomber » et, après 4 trimestres de progression à 0,6 % et 0,7 %, affiche une croissance du PIB en glissement annuel de 2,5 % (niveau le plus haut depuis début 2011). L'économie japonaise a connu six trimestres consécutifs de hausse du PIB, ce qui n'avait plus été observé depuis le milieu de l'année 2006. Les économies émergentes profitent de l'accélération du commerce mondial consécutive à la bonne tenue de la demande intérieure dans les pays développés.

... PAS L'INFLATION

Un élément manque dans le paysage et, en 2018, une impression de déjà-vu risque de saisir les économistes, les investisseurs et les banquiers centraux. Durant les dernières années, l'inflation est devenue un animal timide qui ne dépasse pas 3 % pour l'économie mondiale et 2 % dans les pays de l'OCDE alors que de grandes économies évoluent désormais au-dessus de leur potentiel de croissance ou proches du plein-emploi.

Des économistes s'interrogent sur la pertinence de la courbe de Phillips, cette relation qui lie l'inflation (à travers les salaires) et le taux de chômage. Certains concluent qu'elle reste valable, d'autres la jugent obsolète. Janet Yellen, qui présidera la Fed jusqu'en février 2018, s'est résolument placée dans le camp de ceux qui pensent que l'inflation va finir par augmenter en réaffirmant à la mi-octobre que « [son] sentiment, c'est que ces bas niveaux [d'inflation] ne persisteront pas », fidèle en cela à son approche « new keynesian » de l'économie. Mario Draghi a, de son côté, indiqué que les facteurs à l'origine de la réaction limitée des salaires ne vont pas disparaître du jour au lendemain. Deux grandes banques centrales, deux avis différents. Les histoires traditionnelles sur les économistes nous enseignent même que l'on pourrait avoir trois avis différents dans une telle configuration.

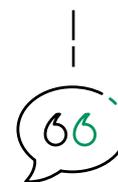
Au-delà des querelles d'experts et des plaisanteries fines, c'est à une question plus profonde, mais difficile, que devraient répondre les économistes : celle du calcul de la productivité.

« La productivité n'est pas tout, mais à long terme, elle est presque tout. La capacité d'un pays à améliorer son niveau de vie dépend presque entièrement de sa capacité à augmenter la production par travailleur » – Paul Krugman, Professeur émérite d'économie et d'affaires internationales à l'université de Princeton, *The Age of Diminishing Expectations* (1994)².

Selon les estimations disponibles fournies par l'OCDE, la Commission européenne et le Congressional *Budget Office* aux États-Unis, les économies développées enregistrent une production supérieure au potentiel et les « écarts de production » (« *output gaps* ») sont en train de se refermer ou l'ont déjà fait.

NE PLUS SE CONTENTER D'ANTICIPATIONS « NAÏVES »

La prudence qui a caractérisé l'attitude des banques centrales, et en particulier la Fed - concernée au premier chef alors que l'économie américaine est entrée dans sa phase d'expansion au milieu de l'année 2009, pour entamer le retrait progressif des mesures de soutien monétaire - montre que ces interrogations sur le calcul de la productivité sont très certainement présentes au sein des



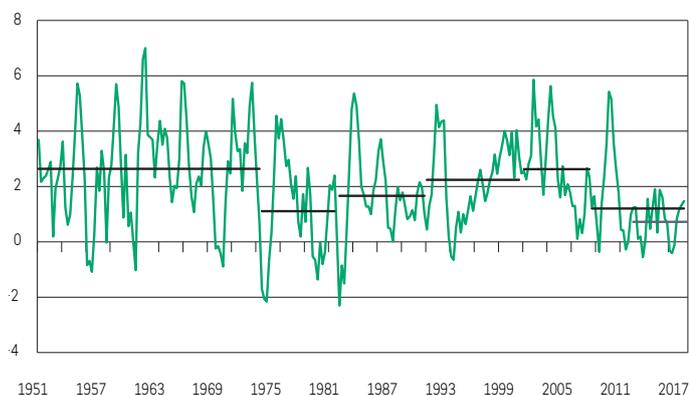
Une impression de déjà-vu risque de saisir les économistes, les investisseurs et les banquiers centraux. Au cours des dernières années, l'inflation est devenue un animal timide

² Paru en français en 2000 chez Economica sous le titre *L'âge des rendements décroissants*, qui, avec le recul, semble pour le moins pertinent

QU'EST-CE QUE LA PRODUCTIVITÉ ?

Rappelons que le potentiel de croissance d'une économie se décompose entre la croissance du travail et la croissance de la productivité du travail. Cette dernière s'écrit comme l'intensité capitalistique et la productivité totale des facteurs, quantité qui est estimée à partir de la fonction dite de Cobb-Douglas. La croissance du travail est assez facile à calculer (à partir des évolutions démographiques que les habitudes/décisions en matière d'immigration peuvent modifier). L'intensité capitalistique est remarquablement stable à travers le temps une fois qu'une économie est mature. Les débats entre économistes portent donc sur l'estimation de la productivité totale des facteurs. Le constat fait ces dernières années est celui d'une baisse tendancielle de la productivité depuis plus de 10 ans, c'est-à-dire avant la Grande Récession de 2008. Des explications ont été avancées, la plupart tournant autour de la difficulté à prendre en compte les conséquences sur la productivité de l'utilisation au quotidien des « nouvelles technologies ». Aucune thèse ne propose, de toute façon, d'approche concluante pour corriger ces éventuelles erreurs de mesure. De là découlent des difficultés à estimer la croissance potentielle.

États-Unis : Productivité du secteur non agricole et moyennes (production horaire réelle ; glissement annuel en %)



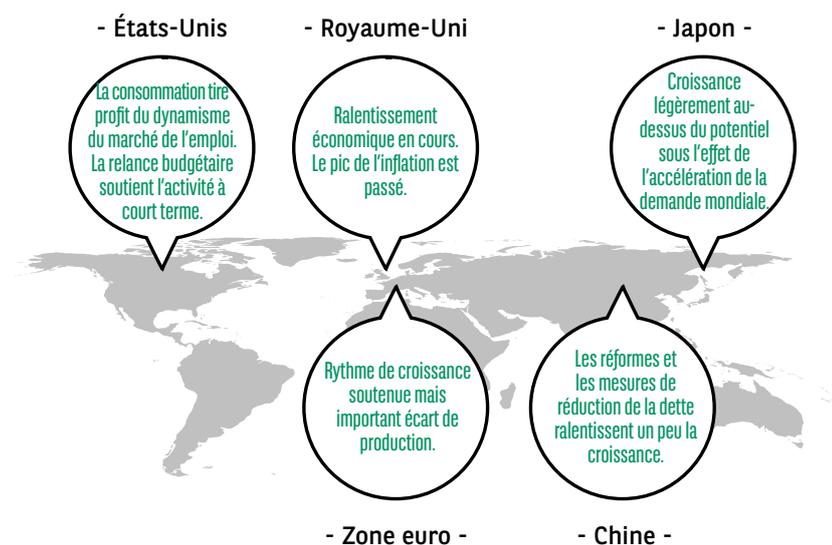
Source : Datastream, BNP Paribas Asset Management, novembre 2017

comités de politique monétaire. S'il était possible d'établir sans risque d'erreur le niveau de productivité d'une économie, il serait tout aussi facile de déterminer la croissance potentielle et d'en conclure à quel niveau porter le taux d'intérêt directeur. Ce n'est malheureusement pas le cas et les banquiers centraux doivent envisager plusieurs états possibles du monde. Les investisseurs sont confrontés au même exercice et le comportement des marchés financiers reflète, tour à tour, l'émergence de tel ou tel scénario. Cette situation n'est pas choquante et correspond même à l'apport de la théorie économique de ces 30 dernières années (modèles de croissance endogène, modèles de changements technologiques).

Comme point de départ, nous prenons l'hypothèse que les seuls éléments dont nous disposons sur la productivité sont justes (voir p. 8). Il s'agit d'une supposition forte mais ce cadre, même imparfait, est le seul qui nous permette d'établir un scénario central. Nous nous plaçons, modestement, dans la position du banquier central qui doit justifier de ses décisions devant le pouvoir législatif (via des auditions régulières devant le parlement) car indépendance ne signifie pas totale liberté. L'obligation de moyens pourrait aussi être évoquée : la prise en compte des éléments disponibles ne peut être ignorée dans la construction d'un scénario.

QUE PEUT-ON ATTENDRE POUR 2018 ?

2018 : croissance solide ; inflation modérée



Source : BNP Paribas Asset Management, 25 octobre 2017

Les évolutions dans les grands pays développés devraient, en grande partie prolonger les tendances décelables à l'heure actuelle. Ce scénario ne prévoit pas de chocs, externes ou internes, et donc pas de récession. Il est en ligne avec celui des organisations internationales comme le FMI et l'OCDE qui indiquent respectivement que l'accélération de la croissance s'affermirait et que la reprise est désormais davantage synchronisée à l'échelle internationale. Les deux organisations ont également les mêmes interrogations quant à l'émergence d'une croissance « durable et inclusive » à moyen terme et soulignent l'importance pour les dirigeants de maintenir une vision à plus long terme et de mettre en œuvre les réformes structurelles.

Nous partageons ce point de vue, en particulier sur le risque structurel que fait peser le creusement des inégalités. Nous limiterons toutefois notre analyse aux perspectives à court terme, davantage susceptibles d'influencer les marchés financiers dans les prochains mois.



Les interrogations sur le calcul de la productivité sont très certainement présentes au sein des comités de politique monétaire

L'année dernière, dans notre publication *Au-delà de l'assouplissement quantitatif*, nous posions plusieurs questions. Au fil des mois, des réponses ont pu être esquissées et nous vous proposons ce tableau en guise de *vade-mecum* sur les interrogations qui restent d'actualité.

La politique monétaire a-t-elle atteint son apogée ?	En grande partie (pour la Fed, Banque d'Angleterre), oui. Mais la normalisation a été prudente et va le rester. La Banque du Japon n'entend pas modifier sa politique quantitative très accommodante. Dans plusieurs pays émergents, notamment en Amérique latine et, dans une moindre mesure, en Europe de l'Est, le cycle d'assouplissement monétaire « classique » (baisse de taux directeurs) devrait se poursuivre.
La politique budgétaire est-elle la panacée ? Quelles perspectives pour l'économie américaine ?	En 2018, c'est l'économie qui en a manifestement le moins besoin, à savoir l'économie américaine, qui va en bénéficier. Des mesures de moindre ampleur sont envisagées au Japon. Pour la zone euro dans son ensemble, la Commission européenne envisage une dégradation minimale du solde budgétaire corrigé du cycle, ce qui correspond à un léger assouplissement des contraintes budgétaires.
L'inflation forcera-t-elle la main de la Fed ?	Sans doute pas mais elle sera analysée et prise en compte (voir p.12).
Vers un redressement de l'investissement dans la zone euro ?	Les signaux deviennent de plus en plus encourageants et la confiance retrouvée pourrait accentuer ce mouvement.
Quand la BCE commencera-t-elle à réduire ses achats d'actifs ?	Début 2018 comme l'a annoncé Mario Draghi le 26 octobre, mais le soutien restera présent jusqu'en septembre 2018 au moins et les taux ne seront pas remontés avant 2019.
La Chine est-elle en mesure de rééquilibrer son économie ?	Cette question peut être posée chaque année. La réponse est : jusqu'à présent oui, avec l'idée d'améliorer la qualité de la croissance pour arriver à l'objectif de doubler le PIB par habitant entre 2010 et 2020.
Le commerce mondial va-t-il repartir ?	C'est déjà le cas et il semble que, cette fois-ci, ce ne soit pas un faux départ.

NOTRE VISION POUR 2018

Les principales économies restent proches de leur potentiel, si bien que les écarts de production se ferment aux États-Unis et au Japon et se réduisent au Royaume-Uni et dans la zone euro. L'économie mondiale croît à sa vitesse de croisière sans déséquilibre majeur, y compris dans les zones émergentes.

Cette situation conduit les banques centrales à poursuivre la normalisation de leur politique monétaire avec des différences notables. La Fed veut regagner une marge de manœuvre sur ses taux directeurs (instruments naturels de la politique monétaire) en continuant à les remonter en 2018 mais il est peu probable qu'elle atteigne rapidement son taux d'équilibre (2,75 % selon les dernières projections disponibles). L'autre aspect de la normalisation, la réduction de la taille du bilan, relève des aspects macroprudentiels et les processus très précis rendus publics en 2017 devraient être suivis en 2018. Nous ne pensons pas que les mesures fiscales modifieront sensiblement les décisions en matière de politique monétaire.

La BCE va mettre l'accent sur des achats de titres réduits en 2018 (essentiellement pour des questions de disponibilité de titres puisque l'inflation reste nettement inférieure à l'objectif de 2 %) et ne devrait remonter ses taux directeurs qu'une



Les évolutions dans les grands pays développés devraient, en grande partie prolonger les tendances actuelles

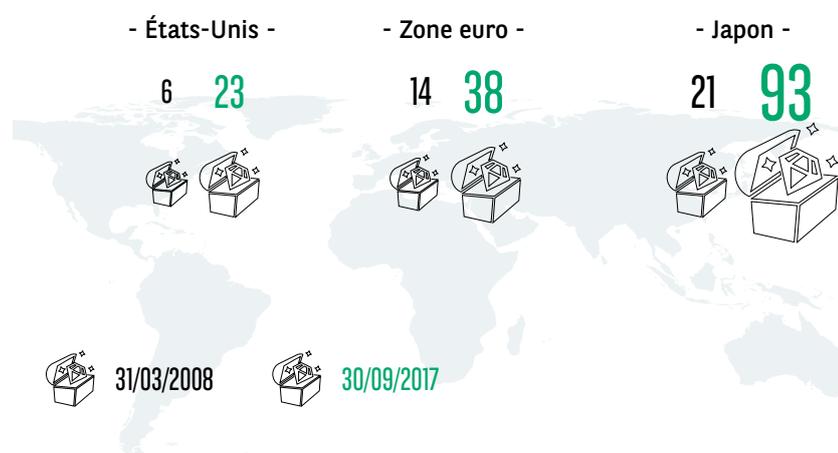


fois qu'elle aura stabilisé la taille de son bilan, à l'instar de la séquence suivie par la Fed en 2014 et 2015.

La Banque d'Angleterre est tiraillée entre une inflation élevée et un net tassement de l'activité économique sur fond de négociations entre le Royaume-Uni et ses partenaires européens. La normalisation ne devrait pas aller au-delà du retrait symbolique des mesures prises en urgence dans les mois qui ont suivi le référendum de juin 2016.

La Banque du Japon garde le cap alors que l'inflation reste très basse et que l'objectif de 2 % paraît inaccessible avant plusieurs années. Encore plus certainement qu'aux États-Unis, la relance budgétaire ne conduira pas les autorités monétaires à modifier leur approche.

Graphique 3 : Les banques centrales ont fait de leur mieux
(bilans des banques centrales en % du PIB)



Source : Bloomberg, BNP Paribas Asset Management, 30 septembre 2017

Le 19^e Congrès du Parti communiste chinois (PCC), qui s'est tenu du 18 au 24 octobre 2017, a débouché sur la reconduction attendue de Xi Jinping comme secrétaire général du PCC et à des changements au sein du comité permanent du bureau politique. Si le rythme généralement observé après un Congrès est respecté, il faudra attendre le 3^e plenum, vers la fin de 2018, pour voir officiellement présentées les décisions en matière de politique économique et de réformes de cette nouvelle équipe dirigeante. Cette tradition ne signifie pas que rien ne sera entamé d'ici là mais que les réformes qui pourront être annoncées (sur le marché des changes par exemple) sont déjà prévues. L'objectif du doublement du PIB par tête en dix ans, compte tenu du parcours déjà réalisé depuis 2010, suppose que la croissance annuelle s'inscrive en moyenne à 6,3 % jusqu'à 2020. Par conséquent, tout infléchissement marqué de la croissance entraînerait une réaction rapide des autorités. Il s'agira de trouver le juste équilibre entre les réformes, le désendettement et la croissance à court terme.

QUE PEUT-ON VRAIMENT CRAINDRE POUR 2018 ?

Établir la liste des risques qui peuvent menacer l'économie mondiale en 2018, qu'ils soient de nature géopolitique, politique, naturelle ou financière, apporterait sans doute peu à la compréhension des enjeux. Il ne serait d'ailleurs pas surprenant que, si l'un ou l'autre venait à se matérialiser, les réactions des marchés soient alors éphémères, ou contraires aux anticipations à l'image de ce qui est advenu juste après l'élection de Donald Trump en novembre 2016. Il nous paraît plus opportun d'examiner des éléments plus structurels.

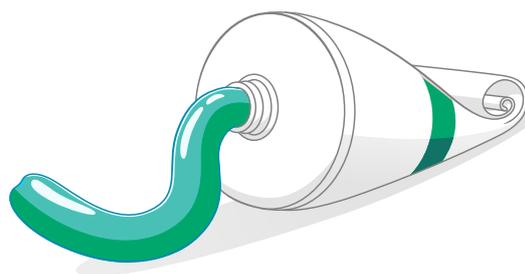
Le principal risque nous paraît être une accélération rapide et durable de l'inflation parce que la croissance potentielle est effectivement plus basse et que les banques centrales n'auront pas su réagir assez vite à cette situation et/ou auront trop longtemps cherché à prolonger cette « parenthèse enchantée » d'une croissance solide sans inflation. Le thème de l'erreur de politique monétaire surgirait alors, entraînant une nette détérioration des marchés obligataires partout dans le monde. Cette tendance se trouverait accentuée par une situation



Malgré l'action
volontariste des
banques centrales,
l'inflation reste
bien basse

INFLATION – QUELQU'UN VA-T-IL REPARLER DU TUBE DE DENTIFRICE ?

Selon les périodes, la comparaison de l'inflation avec la pâte dentifrice - impossible à faire rentrer dans le tube une fois qu'elle en est sortie - est attribuée à tel ou tel banquier central¹. Ces dernières années, cette métaphore a eu moins de succès dans la mesure où le tube paraissait vide et où les banquiers centraux s'efforçaient, au contraire, de faire repartir l'inflation. En septembre, la BCE a signalé que le « moyen terme » - horizon habituel de toute politique monétaire - allait probablement devenir « plus long » étant donné la persistance de pressions inflationnistes limitées. La Banque du Japon va encore plus loin, repoussant sans cesse le moment où elle estime être en mesure d'atteindre son objectif d'inflation. En revanche, la Fed a adopté récemment la posture du banquier central qu'une possible accélération de l'inflation inquiète sans, pour autant, agir en conséquence. De son côté, la Banque d'Angleterre a bien été obligée de tenir compte d'une inflation remontée à 3 % en septembre, au plus haut depuis cinq ans.



où de nombreuses grandes économies restent très endettées, ce qui a d'ailleurs été à l'origine de la multiplication des mesures non conventionnelles de politique monétaire visant au maintien de taux bas sur toutes les échéances.

S'il s'agit de prendre en compte des chocs exogènes, le risque d'un retour du protectionnisme nous semble toujours d'actualité au regard de la façon dont les renégociations de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) ont été conduites fin 2017 par l'administration Trump. Comme nous l'avons déjà signalé l'année dernière, les mesures protectionnistes prises dans un pays se diffusent rapidement, ses partenaires commerciaux se livrant alors à une surenchère pour « protéger » leur économie, et pèsent sur la croissance mondiale.

QUE PEUT-ON SOUHAITER POUR 2018 ?

Le meilleur des mondes pour les agents économiques et pour les marchés financiers qui pourrait consister en une accélération de la croissance mondiale au-delà des niveaux actuels sans accélération de l'inflation parce que la croissance potentielle est plus élevée. Nous revenons à nos préoccupations d'économistes exposées au début de cet article sur la mesure de la productivité. Au-delà des questions de mesures, un choc de productivité suppose l'apparition d'une innovation majeure (par nature imprévisible) et sa diffusion à l'ensemble de l'économie et/ou l'adaptation à des changements d'organisation de la production (qui pourraient passer par des réformes structurelles).

C'est aussi le souhait formulé en creux par l'OCDE et par la Commission européenne. L'Europe, sortie plus forte de la crise de la dette souveraine, paraît d'ailleurs bien armée pour mettre en place des réformes qui pourraient déboucher sur une augmentation du potentiel de croissance dans les prochaines années.

CONCLUSION

La fin de 2017 est venue confirmer que la reprise généralisée de l'économie mondiale s'est faite, jusqu'à présent sans accélération de l'inflation. Ce constat, associé à d'autres éléments, renforce à nos yeux nettement la possibilité que Boucles d'or se réveille dès 2018. Cette référence au conte « Boucles d'Or² et les trois ours » est utilisée sur les marchés financiers pour décrire une économie suffisamment solide pour assurer la croissance des bénéfices des entreprises mais sans surchauffe, qui conduirait à un durcissement de la politique monétaire pour éviter l'inflation. L'économie est « juste comme il faut » comme, dans la maison des trois ours, un seul bol de porridge est à la bonne température et un seul lit assez confortable. ■



L'Europe paraît
bien armée pour
mettre en place des
réformes

1 Karl Otto Pöhl, Gouverneur de la Bundesbank de 1980 à 1991 ou encore Jean-Claude Trichet, alors Gouverneur de la Banque de France dans une interview accordée aux Echos en 1994.
2 David Shulman : « I coined the term in March 1992 with a strategy piece for Salomon Brothers entitled, "The Goldilocks Economy: Keeping the Bears at Bay" »

TRANSITION DES POLITIQUES DES BANQUES CENTRALES : OÙ INVESTIR ?



Daniel MORRIS

Stratège d'investissement senior

Les performances des marchés actions en 2017 ont été bonnes malgré des valorisations plutôt élevées, en particulier aux États-Unis. Est-ce le retour de « l'exubérance irrationnelle » ?

Non, certainement pas encore. Aussi élevées soient-elles, les valorisations n'atteignent pas, de notre point de vue, des niveaux extrêmes. L'ancien président de la Réserve fédérale américaine, Alan Greenspan, a émis son célèbre commentaire au sujet de « l'exubérance irrationnelle »¹ en décembre 1996, alors que le ratio cours/bénéfices (PER) prévisionnel de l'indice S&P 500 était de seulement 15,7x. Le marché a continué à monter pendant encore trois ans. Le PER du S&P au moment de la rédaction du présent document est d'un peu plus de 18 fois les bénéfices, bien au-dessus donc du niveau auquel Greenspan a formulé son commentaire, il y a plus de vingt ans.

En termes relatifs toutefois, le ratio est similaire. Au moment de la remarque faite par Alan Greenspan, le multiple du marché dépassait de 21 % sa moyenne historique. À titre de comparaison, le PER du S&P 500 est aujourd'hui de 24 % supérieur à sa moyenne historique, soit près d'un écart-type au-dessus de la moyenne de long terme (voir tableau 1).

Tableau 1 : Indicateurs de valorisation relative (z-scores*)

	PER	C/VC	C/V	C/FT	PEG	RD	ROIC
États-Unis	0,9	0,8	1,1	1,5	0,2	0,8	0,3
Amérique latine	1,1	0,2	-0,1	0,6	0,5	0,6	0,8
Europe	0,3	0,1	0,7	1,1	-0,7	0,5	0,6
Asie hors Japon	0,7	-0,4	0,9	-0,2	0,0	0,0	0,7
Marchés développés	0,0	0,5	1,5	1,3	-0,6	0,6	0,2
EMOA	0,4	-0,8	0,5	-0,1	-0,3	-0,9	0,6
Marchés émergents	-0,2	0,1	0,7	1,2	-0,2	0,5	0,2
Asie émergente	-0,3	0,1	1,2	0,7	-0,2	0,3	0,0
Japon	-0,9	-0,7	1,4	0,0	-0,6	-0,4	-0,7

Note : les pourcentages correspondent à la valeur actuelle du ratio par rapport à la médiane de long terme depuis son lancement. Les valeurs relatives au Japon excluent la période 1985-1991. Sources : MSCI, IBES, FactSet, BNP Paribas Asset Management, 26 octobre 2017

Légende :

Le z-score (ou variable centrée réduite) indique à combien d'écart-types, au-dessus ou en dessous de la moyenne, se situe un point d'une série de données. Si le z-score est égal à 0, il est identique à la moyenne. Une valeur positive indique que le score est supérieur à la moyenne et une valeur négative indique qu'il est inférieur à la moyenne. Par exemple, pour les États-Unis, le z-score du PER indique que le multiple est légèrement supérieur à la moyenne.

PER. Le ratio cours/bénéfices est le ratio servant à évaluer une société en mesurant son cours de bourse actuel par rapport à ses bénéfices par action. Aussi connu sous le nom de multiple de cours ou multiple de bénéfices.

Ratio C/VC. Le ratio cours/valeur comptable est un ratio financier utilisé pour comparer le prix actuel du marché d'une entreprise à sa valeur comptable.

Ratio C/V. Le ratio cours/ventes est une mesure de valorisation calculée en divisant la capitalisation boursière de la société par le revenu de la dernière année (ou en divisant le cours de l'action par le revenu de l'action).

Ratio C/FT. Le ratio cours/flux de trésorerie est utilisé pour comparer la valeur d'une entreprise à ses flux de trésorerie.

Ratio PEG (price/earnings to growth). Le ratio cours/taux de croissance des bénéfices est le ratio cours/bénéfices d'une action divisé par le taux de croissance de ses bénéfices pour une période déterminée.

RD. Le rendement du dividende ou le ratio dividende/cours d'une action est le dividende par action, divisé par le cours de l'action (ou les versements de dividendes annuels totaux d'une société divisés par sa capitalisation boursière, en supposant que le nombre d'actions est constant).

ROIC (return on capital invested). Le rendement du capital investi est un ratio de rentabilité qui mesure le montant en pourcentage qu'une entreprise réalise pour chaque point de pourcentage au-delà du coût du capital.

1 « L'exubérance irrationnelle » est une expression utilisée par Alan Greenspan lors d'un discours prononcé en 1996 alors qu'il était président de la Réserve fédérale. À l'époque, cette expression avait été interprétée comme un avertissement indiquant une possible surévaluation du marché. Voici la citation complète :

« Clairement, le maintien à long terme de l'inflation à un faible niveau nécessite la réduction de l'incertitude à l'avenir, et les primes de risque peu élevées impliquent un renchérissement des actions et des autres placements. Il est possible de voir la relation inverse dans les ratios cours/bénéfice et le taux d'inflation dans le passé. Mais comment savoir quand l'exubérance irrationnelle a indûment accru la valeur des actifs, qui est ensuite sujette à des contractions inattendues et prolongées, comme elle l'a été au Japon au cours de la décennie précédente ? » Citation tirée de *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*, 05/12/1996

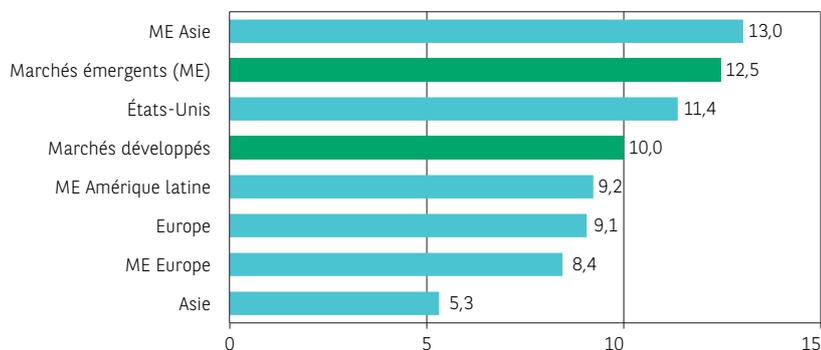
Comme le montre le tableau 1, certains indicateurs paraissent raisonnables, même si d'autres font état de valorisations très élevées, notamment le ratio cours/valeur comptable. Le PER par rapport au taux de croissance prévu (PEG) est en réalité inférieur à la moyenne pour la plupart des marchés, et légèrement supérieur à la moyenne seulement pour les États-Unis. Cela donne à penser qu'en dépit de PER prévisionnels relativement élevés, les analystes s'attendent à ce que la croissance des bénéfices soit suffisamment forte pour les maintenir à ces niveaux. Bien sûr, ces perspectives optimistes supposent que les prévisions des analystes soient exactes et l'expérience nous enseigne que cela est peu probable. Toutefois, dans un contexte de politique monétaire accommodante et de faible inflation, le niveau élevé des valorisations des actions peut être justifié.

Un autre argument qui explique que les multiples soient supérieurs à la moyenne est le niveau actuellement faible de l'inflation et la croyance largement répandue qu'elle le restera pendant un certain temps encore. Le rendement des bénéfices par action corrigé de l'inflation aux États-Unis n'est actuellement que de 40 points de base (pb) inférieur à sa moyenne de long terme et semble devoir se maintenir à ce niveau. Néanmoins, eu égard au taux de chômage aux États-Unis qui pourrait chuter sous la barre des 4 % et à une économie où la sous-utilisation des capacités est limitée, il est encore possible que l'inflation augmente. Les marchés ne l'anticipent pas. Si les anticipations d'inflation à long terme venaient à progresser de 25 pb (niveau atteint il y a deux ans), cela entraînerait une baisse de seulement 4 % des cours des actions (à rendement réel des bénéfices constant). Ainsi, une hausse modeste de l'inflation aux États-Unis n'aurait qu'une incidence limitée sur les valorisations des actions.

La croissance de l'économie mondiale s'est accélérée en 2017 et les prévisions restent optimistes pour 2018. Cet élément suffira-t-il à assurer la poursuite de la hausse des actions en 2018 ?

La croissance économique est bien évidemment une condition nécessaire à la progression des marchés, mais elle ne suffit pas. Les marchés peuvent continuer à s'apprécier de deux façons en 2018 : augmentation des bénéfices ou hausse des multiples. La surperformance des actions américaines par rapport à leurs homologues européennes durant la majeure partie de l'année 2017 a été le fruit de l'expansion des multiples, et non d'une croissance accrue des bénéfices. En 2018, le défi pour les actions américaines résidera dans leur capacité à être à la hauteur des multiples (prévisionnels) déjà élevés et des prévisions optimistes de croissance des bénéfices. Les analystes tablent actuellement sur un gain de près de 12 % des bénéfices aux États-Unis en 2018, contre 9 % seulement en Europe (voir graphique 1).

Graphique 1 : Prévisions de croissance des bénéfices en 2018, en glissement annuel (en %)



Note : croissance en dollars américains

Source : IBES, BNP Paribas Asset Management, 30 octobre 2017

Il est toutefois encourageant de constater que la croissance des bénéfices prévue pour 2018 est en réalité inférieure à celle anticipée pour 2017 : 10 % en 2018 pour les marchés développés contre 12 % en 2017 et 12 % pour les marchés émergents en 2018 contre 22 % en 2017. Même si ces estimations venaient à être revues à la baisse, nous pouvons raisonnablement nous attendre à une croissance des bénéfices en 2018 et, par conséquent, à une progression des marchés à multiples constants.



Dans un contexte de politique monétaire accommodante et de faible inflation, le niveau élevé des valorisations des actions peut être justifié

La question est alors de savoir à quel point ces multiples sont soutenables au moment où les grandes banques centrales s'efforcent, certes très prudemment, de dénouer leurs politiques monétaires extrêmement accommodantes. La Fed pourrait relever les taux d'intérêt américains de 75 pb à 100 pb en 2018, et il est probable que la BCE cessera d'acheter des obligations souveraines ou d'entreprises d'ici décembre 2018. Toutefois, nous ne croyons pas qu'une hausse des taux d'intérêt risque de déclencher un mouvement de vente sur les marchés obligataires. Les taux se sont déjà tendus aux États-Unis en raison de la robustesse de la croissance, de sorte que tout impact négatif découlant de la hausse des coûts de financement devrait être largement compensé par des bénéfices des sociétés en hausse sous l'effet de la croissance économique. Grâce à un refinancement important de la dette au cours des dernières années, les intérêts versés par les entreprises sont généralement extrêmement faibles, malgré un niveau d'endettement plus élevé. Au vu de la lenteur probable de l'ajustement des politiques dans la zone euro et du niveau toujours important des réinvestissements des obligations arrivant à échéance par la BCE, les rendements européens ne devraient pas non plus se tendre fortement.

Quel sera selon vous le positionnement des investisseurs institutionnels et particuliers sur les marchés d'actions ? Est-il exact de dire que les investisseurs ont fait preuve d'une certaine prudence en 2017 ?

Ils ont été presque trop prudents ! Nous aurions pu assister à une « grande rotation » vers les actions aux dépens des obligations en 2014 lorsque les États-Unis ont mis fin à leur programme d'assouplissement quantitatif (QE). Les rendements obligataires semblaient encore bas (environ 2,50 % pour les bons du Trésor américain) et les PER s'établissaient à environ 15x. Mais le lancement du QE de la BCE début 2015 a tout d'un coup redonné tout leur attrait aux placements obligataires, et les rendements des bons du Trésor sont tombés à près de 1,60 %.

Maintenant que le QE de la zone euro touche à sa fin et que la Fed a commencé à réduire la taille de son bilan, l'intérêt relatif des actions par rapport aux obligations diminue. Si les rendements sont légèrement inférieurs à ceux de 2014, les attentes d'inflation le sont aussi. Les multiples du marché d'actions sont beaucoup plus élevés. Les investisseurs particuliers ont réagi en conséquence ; depuis le début de l'année, ils ont investi deux fois plus dans les fonds obligataires que dans les fonds d'actions².

Cette allocation d'actifs ne s'est pas avérée optimale, étant donné que les actions ont surperformé les obligations de près de 14 % en 2017 (au 1^{er} novembre), une évolution compréhensible si l'on considère l'équilibre des risques perçu par les investisseurs en début d'année. Les actions ont néanmoins dépassé les obligations tous les ans, à une exception près, depuis le plancher atteint en mars 2009, malgré les achats massifs d'obligations effectués par les banques centrales. Il n'est pas impossible que, lorsque cette mesure de relance sera finalement supprimée, les actions en pâtissent tout autant.

Toutefois, la perspective d'une hausse des rendements obligataires (et donc d'une baisse des prix des obligations) dans un contexte de croissance économique solide suggère qu'il est plus judicieux de renforcer l'allocation aux actions. De plus, les flux de fonds vers les obligations ont été presque trois fois plus importants que ceux en faveur des actions au cours des neuf dernières années³. À noter qu'il s'agit presque exactement de la proportion par laquelle les flux d'actions dépassaient les flux d'obligations de 2002 à 2007. Il est donc possible que les investisseurs surpondèrent les obligations au pire moment.

Parlons des fondamentaux microéconomiques des marchés actions. Les résultats des entreprises ont été, sans conteste, bons en 2017 sur les bénéfices comme sur les chiffres d'affaires.

Au regard de ces éléments, quelles sont vos perspectives pour 2018 ?

Bien que les marges bénéficiaires soient à des plus hauts historiques, le plus grand défi pour les entreprises américaines a été la croissance des revenus. La réforme de l'impôt sur les sociétés aux États-Unis pourrait certes encore réduire le taux d'imposition global, mais elle ne devrait pas avoir beaucoup d'impact



La perspective
d'une hausse
des rendements
obligataires
dans un contexte
de croissance
économique
solide incite
à renforcer
l'allocation
aux actions

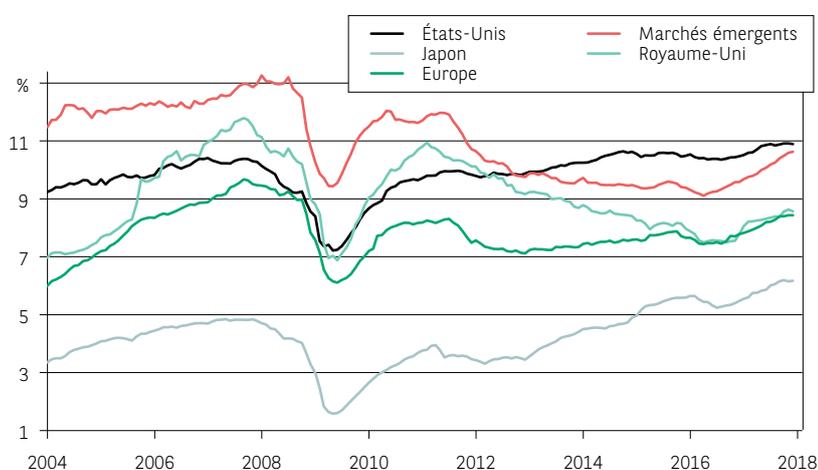
² Selon des données de Broadridge Financial Solutions ; fin octobre 2017

³ Idem

sur les impôts effectivement payés, car les sociétés risquent de perdre certaines déductions. L'impact sur les petites et moyennes entreprises pourrait toutefois être plus important. Le PIB des États-Unis devrait augmenter d'environ 2,3 % en 2018. Combiné à un taux d'inflation de 2 %, cela suggère que la croissance des revenus pourrait légèrement dépasser 4 %, soit bien en deçà de l'augmentation prévue de 12 % des bénéfices. Les gains de productivité et les ventes à l'étranger devront compenser la différence.

En Europe, les perspectives de gains en termes de revenus sont plus limitées en raison d'une croissance plus faible du PIB nominal, mais le potentiel d'expansion des marges est heureusement plus élevé. Les marges ont augmenté au cours de l'année écoulée, mais elles restent encore relativement faibles. Même constat dans les marchés émergents, où les perspectives sont d'autant plus prometteuses que les valorisations sont faibles par comparaison et que la croissance des revenus devrait facilement dépasser ce que les économies développées sont en mesure de produire (voir graphique 2).

Graphique 2 : Prévisions de marge (estimation pour les douze prochains mois)



Source : FactSet, BNP Paribas Asset Management, 30 octobre 2017

Devrions-nous nous attendre à une nouvelle vague de fusions-acquisitions et de rachats d'actions ?

L'un des moteurs de la croissance des bénéfices par action aux États-Unis au cours des dernières années a été le rachat d'actions, mais il est, selon nous, important de reconnaître que, même si ces opérations ont pu constituer un facteur clé pour les actions américaines (en particulier en 2016), elles ont perdu de leur importance. Au cours des 12 derniers mois, les rachats d'actions n'ont contribué qu'à environ 1 % à la croissance des bénéfices par action.

De nombreuses entreprises ont financé ces rachats en émettant des obligations (relativement bon marché). Étant donné que la dette des entreprises est tombée à des niveaux historiques à la suite de la crise financière mondiale, il n'est pas surprenant que les entreprises choisissent de rétablir l'équilibre de leur financement entre dette et capitaux propres. Les ratios d'endettement ont désormais retrouvé leurs moyennes historiques. Mais avec des taux d'intérêt encore bas, il ne serait pas surprenant de voir de nouvelles augmentations. Si la réforme de l'impôt sur les sociétés aux États-Unis encourage le rapatriement des bénéfices, une partie de cet argent pourrait être affectée à des programmes de rachat (ou de dividendes). À noter toutefois que dès lors que les bénéfices totaux devraient déjà augmenter de plus de 10 %, les chefs d'entreprise pourraient ressentir moins de pression pour stimuler la croissance du bénéfice par action de cette façon.

Les fusions et acquisitions sont également susceptibles de continuer à jouer un rôle majeur dans la stratégie d'entreprise. Le maintien d'une croissance des bénéfices à deux chiffres sera probablement difficile, et le financement à moindre coût peut inciter à essayer d'y parvenir par le biais de restructurations ou « d'achats de bénéfices ».



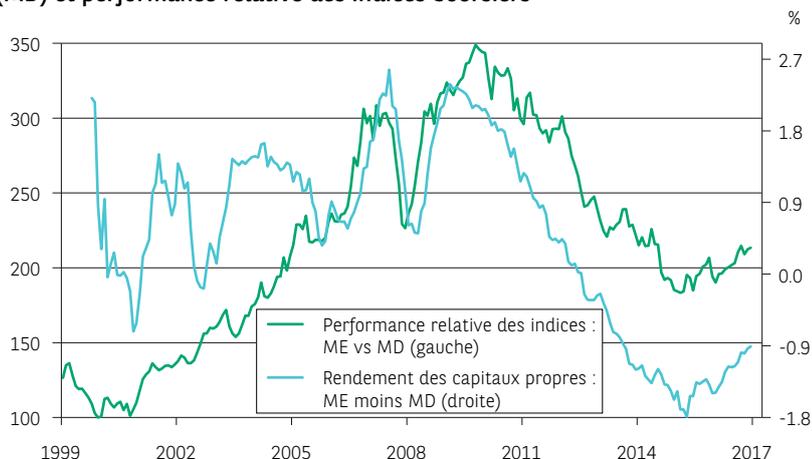
Fusions et acquisitions et rachats d'actions : un soutien potentiel aux BPA

Si nous vous demandions de classer les principales classes d'actifs en fonction de leurs perspectives pour 2018, quelle classe remporterait vos faveurs pour le début de l'année 2018 ? Est-il trop tard pour investir dans les actions des marchés émergents (ME) ?

Les marchés émergents demeurent l'une des classes d'actifs les plus attractives, tant pour les actions que pour les obligations. L'une des questions que les investisseurs se posent est de savoir si les ME peuvent continuer à surperformer après les performances exceptionnelles réalisées en 2017 (environ 30 % pour les actions et 10 % pour les obligations). Commençons par les actions. Il est important de comprendre que les gains ont été réalisés principalement en devises locales, l'affaiblissement du dollar américain n'ayant que très légèrement contribué. En octobre 2017, la dépréciation du dollar n'a ajouté que 4 % à la performance totale de l'indice. Les fortes hausses en devises locales montrent que les marchés émergents ont surtout bénéficié de facteurs intérieurs.

Deuxièmement, les gains relatifs en 2017 sont faibles par rapport à la sous-performance enregistrée depuis la crise financière mondiale. Les gains des actions des pays émergents ont été inférieurs de près de 60 % à ceux des actions des marchés développés depuis 2010, après dix ans de surperformance (volatile) (voir graphique 3). Il est donc tout à fait possible que l'on assiste à une nouvelle période de surperformance des actions des pays émergents pendant plusieurs années. Le soutien fondamental provient des marges relativement faibles (et donc d'un potentiel de croissance des bénéfices plus élevé) et de valorisations elles aussi relativement modestes.

Graphique 3 : Rentabilité relative marchés émergents (ME)/marchés développés (MD) et performance relative des indices boursiers



Note : Performances des indices en dollars américains. Rendement des capitaux propres sur la base des estimations du consensus pour les douze prochains mois

Source : FactSet, BNP Paribas Asset Management, 31 octobre 2017

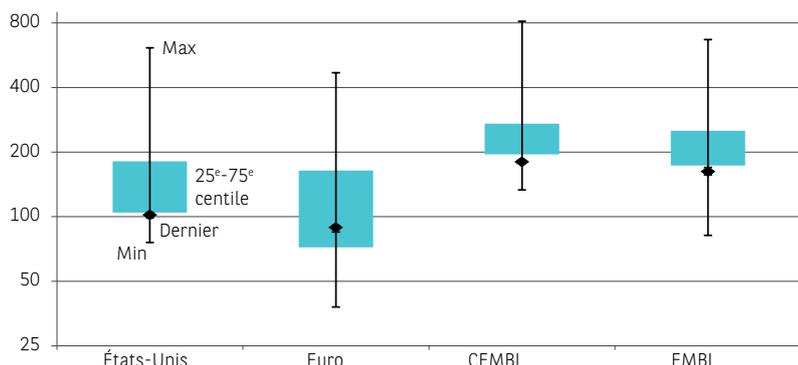
L'affaiblissement du billet vert a été plus important pour les rendements de la dette émergente en devise locale, représentant environ un tiers du rendement total. Le dollar s'est apprécié de 65 % entre 2011 et début 2016 et ne s'est affaibli que légèrement depuis. Après une si longue période d'appréciation, il nous paraît maintenant trop fort, même en tenant compte des hausses supplémentaires des taux d'intérêt de la Fed, qui constituent un facteur de soutien à la devise. Nous estimons qu'il continuera à se déprécier par rapport aux devises des marchés émergents en 2018, laissant ainsi un potentiel de gains supplémentaires en devise locale.

L'attrait de la dette émergente libellée en dollars américains provient d'écart de taux (*spreads*) relativement élevés par rapport à ceux des obligations d'entreprise de notation équivalente. Dans l'univers des titres « *investment grade* » (crédit de qualité), les *spreads* sont généralement inférieurs au 25^e centile (voir graphique 4).



Il est tout à fait possible que l'on assiste à une nouvelle période de surperformance des actions des pays émergents

Graphique 4 : La dette émergente offre actuellement des *spreads* relativement élevés par rapport à ceux des obligations d'entreprises de notation équivalente



Légende :

États-Unis = Obligations d'entreprise en dollars américains « *investment grade* »

Euro = Obligations d'entreprise « *investment grade* » en euros

EMBI = indice J.P. Morgan Emerging Market Bond

CEMBI = indice J.P. Morgan Corporate Emerging Markets Bond

Note : la fourchette est établie à partir du lancement de l'indice

Source : J.P. Morgan, BNP Paribas Asset Management, 30 octobre 2017

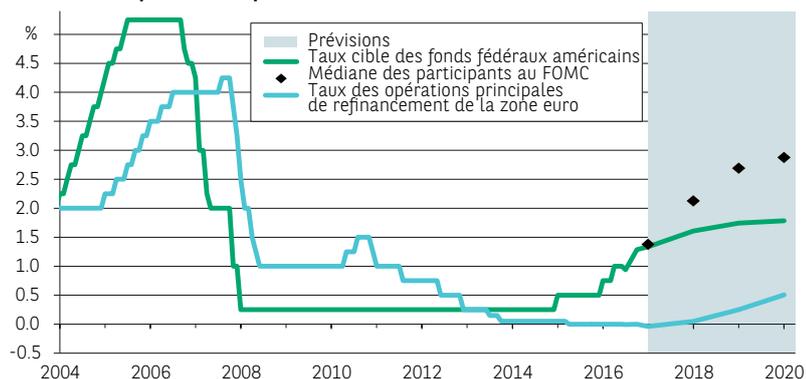
Les obligations libellées en euros constituent l'exception, mais les *spreads* sont ici menacés par la réduction du *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP) de la BCE. Les *spreads* des obligations souveraines (EMBI) et d'entreprise (CEMBI) *investment grade* sont faibles par rapport aux niveaux historiques, mais sont toujours supérieurs de 75 pb à leurs homologues américains et européens. Outre le risque lié à la BCE en Europe, le cycle de crédit américain est plus proche de la fin que du début et les *spreads* actuels ne semblent pas compenser équitablement ce risque. En revanche, la croissance dans les marchés émergents semble robuste et durable.

La situation de la dette à haut rendement dans les différentes régions est similaire, bien que dans la zone euro, les *spreads* aient chuté à seulement 40 pb au-dessus de leurs planchers touchés en 2004, avant la crise (sur la base de l'indice du haut rendement en euros de Barclays Bloomberg), avant de rebondir. Cela démontre à quel point les investisseurs restent sous pression pour trouver du rendement à « n'importe quel prix ».

Concernant les rendements des emprunts d'État des pays développés, la règle « plus bas, plus longtemps » s'applique-t-elle toujours ?

Dans une certaine mesure, oui. Alors que la croissance est robuste aux États-Unis et s'accélère en Europe, l'inflation reste atone. Sans la perspective d'une accélération de l'inflation, les banques centrales n'ont guère de raisons de resserrer la politique monétaire de manière agressive, que ce soit en relevant les taux directeurs ou en ralentissant/supprimant les achats du QE. Les marchés ne prévoient qu'un resserrement de 50 pb-75 pb au cours des prochaines années (voir graphique 5).

Graphique 5 : Évolution des taux directeurs des banques centrales sur la période 2004-2016 et prévisions pour 2017-2020



Note : FOMC = Federal Open Market Committee.

Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, BNP Paribas Asset Management, au 30 octobre 2017



Le dollar américain devrait se déprécier face aux devises émergentes

Même si les taux d'intérêt vont probablement rester bas, ils seront malgré tout plus hauts. Les grandes banques centrales prévoient que le processus de normalisation des taux d'intérêt sera très progressif et mesuré, ce qui permettra aux marchés et aux investisseurs de s'adapter tout aussi progressivement à des taux plus élevés. C'est le scénario que nous anticipons mais, bien évidemment, des risques restent présents.

Comme nous l'avons déjà indiqué, l'inflation américaine devrait s'accélérer. Le taux de chômage aux États-Unis étant susceptible de passer sous la barre des 4 % en 2018, la croissance des salaires devrait réagir en conséquence. Si les prévisions de la Fed pour le taux des fonds fédéraux suggèrent qu'elle anticipe un tel événement, il est clair qu'il en va autrement pour les marchés. Si l'inflation s'accélère et que les investisseurs doivent tenir compte d'une hausse plus brutale des taux d'intérêt, l'ajustement des marchés obligataires et boursiers pourrait être ardu.

Quel positionnement les investisseurs devraient-ils adopter, selon vous, en vue de la réduction progressive des achats d'actifs de la Fed (en cours depuis octobre via les opérations de dégonflement de la taille de son bilan) et de la BCE ?

Les actions et le crédit devraient continuer à assurer la meilleure couverture face à la transition des politiques des banques centrales, avec les bons du Trésor américain qui offrent, selon nous, le rendement total attendu le plus élevé parmi les emprunts d'État des marchés développés. Au vu de la hausse des taux d'intérêt dans la plupart des pays développés autres que le Japon, les investisseurs devront accorder plus d'attention aux coupons pour compenser les légères baisses des prix. Les marchés anticipent actuellement une hausse de 20 pb à 30 pb des rendements du Bund et du T-note à 10 ans d'ici fin 2018. Les rendements pourraient selon nous augmenter davantage, mais l'écart actuel de taux entre les États-Unis et l'Allemagne (200 pb) est large et intéressant.

Le crédit devrait continuer à surperformer les emprunts d'État. En effet, les *spreads* du segment *investment grade* ne devraient pas s'élargir, la demande des consommateurs et les investissements des entreprises étant soutenus. De notre point de vue, le haut rendement fait face à de plus grands défis du fait de *spreads* très comprimés sur certains marchés, notamment dans la zone euro. Par exemple, les *spreads* des obligations *investment grade* en euros se situent, de notre point de vue, dans le 33^e centile (c'est-à-dire à peu près à égale distance entre le plus bas historique et la médiane), tandis que ceux du segment du haut rendement se situent dans le 3^e centile (tout juste au-dessus des planchers historiques). En supposant qu'aucune surprise ne survienne, même ce modeste revenu supplémentaire sera le bienvenu (le rendement est supérieur de plus de 200 pb à celui du *Bund*), mais la protection est mince en cas d'imprévu. Les valorisations des obligations américaines à haut rendement, en revanche, sont moins extrêmes et offrent des revenus plus importants que dans la zone euro.

Les performances des marchés boursiers devraient, une nouvelle fois, surpasser celles des marchés obligataires en 2018. Bien que les valorisations soient quelque peu élevées, elles ne se situent pas à des niveaux extrêmes et devraient rester soutenables étant donné que la croissance économique devrait demeurer stable et l'inflation modérée. ■

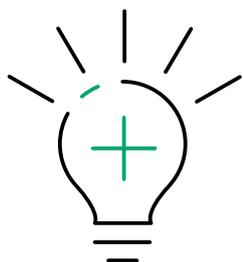


Les performances
des marchés
boursiers devraient
surpasser
celles des marchés
obligataires en 2018.

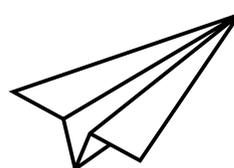


PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2018 : SECTION II

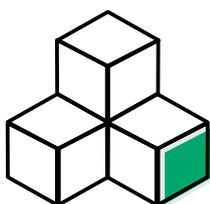
LE CONTEXTE NÉCESSITE DES IDÉES D'INVESTISSEMENT FORTES



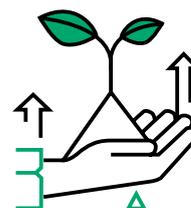
Les stratégies suivantes devraient apporter aux investisseurs **des solutions** aux défis auxquels ils sont confrontés dans l'environnement actuel.



Nous analysons les facteurs susceptibles de déclencher une hausse de la volatilité et présentons **les mesures adoptées** pour nous assurer que nos processus d'investissement intègrent cette éventualité.



Les coupons des obligations offrent des rendements insuffisants à l'heure actuelle. Nous présentons notre approche de **l'application de l'investissement factoriel aux marchés obligataires**.



Nous expliquons comment le *Sustainability Centre* de BNP Paribas Asset Management met à l'épreuve des obligations vertes pour s'assurer qu'elles contribuent au respect de **son programme de développement durable**.

NOUVELLE ANNÉE, NOUVEAUX RISQUES : 4 BONNES RAISONS D'ANTICIPER UN RETOUR DE LA VOLATILITÉ



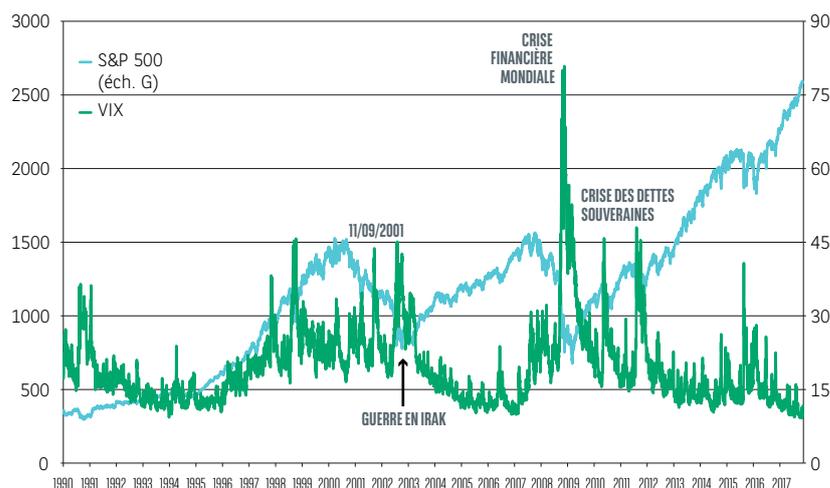
Tarek ISSAOUI

Responsable de la gestion flexible et performance absolue multi-actifs

De simple indicateur statistique utilisé majoritairement par les équipes de contrôle des risques, la volatilité est devenue au fil des dernières années une variable clé des marchés financiers, scrutée par un très grand nombre d'investisseurs et d'analystes.

La popularité croissante des indices de volatilité implicite tels que le VIX, mais également l'essor des processus de gestion basés sur une budgétisation du risque sont autant de facteurs de médiatisation du concept. Ce qui était le sujet de discussions d'experts tient maintenant de la conversation de café – dans les milieux financiers en tout cas. Ces derniers temps, le débat semble s'être concentré sur une question : pourquoi la volatilité est-elle aussi basse, et combien de temps cela peut-il encore durer ?

Graphique 1 : Évolution de la volatilité (VIX) et marché des actions (S&P 500)



Source : Cboe, 14 novembre 2017

Le fait est que la volatilité est exceptionnellement basse. En témoigne le plus bas historique atteint en septembre 2017 par l'indice VIX à 9,51 %. Une autre manière de considérer le phénomène est de regarder la réalisation de volatilité (et non la mesure implicite provenant des prix d'options). Là encore, le constat est sans appel : à fin septembre, la volatilité historique sur un an glissant de l'indice actions S&P 500 ressortait à 7,7 %. Pour fixer ce chiffre dans les esprits, il s'agit



L'INDICE DE VOLATILITÉ DU CHICAGO BOARD OF TRADE OPTIONS EXCHANGE – VIX

Le niveau du VIX reflète la valorisation des options d'achat et des options de vente sur l'indice S&P 500 arrivant à maturité dans les 30 prochains jours environ. Il est structuré de telle sorte que des fluctuations de l'indice S&P 500 en moyenne de 1 % par jour pendant le mois suivant équivalraient à un niveau de VIX situé autour de 20. Des fluctuations journalières de 2 % se traduiraient ainsi par un VIX de 40 %. En 2017, le VIX est tombé à 9,51 % et a été en moyenne autour de 11,7 %.

Le VIX intègre, par construction, des informations sur les anticipations des mouvements futurs des prix de l'actif sous-jacent via les produits dérivés. Il est impossible d'échanger le niveau actuel du VIX. Cependant le Chicago Board of Trade a créé des instruments dérivés basés sur l'indice comprenant aussi bien des contrats à terme sur le VIX que des options sur le VIX.

là d'une volatilité qui n'est pas si éloignée de celle des obligations d'État sur le long terme... L'observation ne porte ici que sur le marché américain, mais elle vaut également si l'on regarde d'autres indices internationaux (pour le marché européen, l'indice VStoxx a lui aussi touché son point bas historique récemment), et vaut pour d'autres classes d'actifs telles que les obligations ou les taux de change. Nous sommes confrontés à un mouvement global : la volatilité est simultanément basse sur un large spectre de régions et d'actifs.

La question soulevée est d'autant plus sensible que cet environnement exceptionnel a des impacts en matière de gestion de portefeuille. Comment calibrer ses investissements dans ce contexte ? Faut-il s'adapter à un régime de volatilité qui s'installerait durablement sur des niveaux bas ?

La plupart des facteurs déterminants de cette baisse de la volatilité ne sont pas voués à être éternels, et pourraient même connaître un point d'inflexion dans les prochains trimestres.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE NON-CONVENTIONNELLE A CONTRIBUÉ À UNE BAISSÉ DE LA VOLATILITÉ

En premier lieu, l'activité des grandes Banques centrales, leurs plans de relance monétaires non-standard (au travers du « *quantitative easing* » ou « assouplissement quantitatif ») ont eu un effet notable, ne serait-ce qu'au travers de l'achat direct de titres, mais également par l'assurance implicite de soutien aux actifs financiers en cas de nécessité. La notion de « *forward guidance* » - permettant une plus grande visibilité sur le chemin futur de la politique monétaire - a de plus pesé sur la volatilité implicite. Sur les taux d'intérêt, cet indicateur (qui reflète le niveau d'incertitude sur la politique monétaire) avoisine un niveau historiquement bas.

Néanmoins, ces mêmes Banques centrales ont déjà amorcé un changement d'orientation, comme c'est le cas de la Réserve fédérale américaine, ou envisagent de le faire. La normalisation est à l'œuvre. Plus que les hausses de taux courts, il faut attendre la réduction effective des bilans de Banques centrales, qui devrait avoir un impact plus marqué sur le cycle de volatilité. Ce sera l'un des thèmes marquants de 2018.

UN NIVEAU D'ENDETTEMENT ÉLEVÉ EXACERBE POTENTIELLEMENT LA VULNÉRABILITÉ

En parallèle, le maintien de taux d'intérêt accommodants sur une durée assez longue a pu pousser les entreprises à s'endetter, tirant parti de conditions

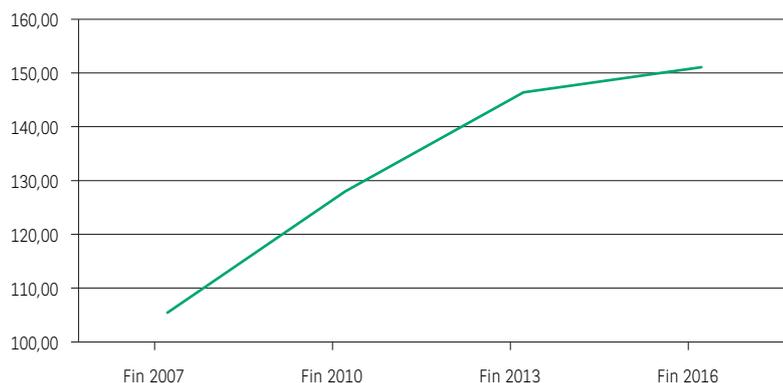


La normalisation graduelle des politiques monétaires sera l'un des thèmes marquants de 2018



de financement hors norme. C'est en particulier vrai aux États-Unis, avec les programmes de rachats d'actions par les sociétés cotées, mais aussi en Chine, où le ratio de la dette privée des entreprises par rapport au PIB est passé de 99,8 % en 2008 à 158,6 % fin 2016. Cette hausse du levier s'accompagne d'une dégradation de la qualité des bilans. Nous tenons là le deuxième facteur susceptible de contribuer à une remontée de la volatilité. Le prix du risque doit en effet être lié à la plus ou moins grande vulnérabilité du secteur privé en cas de baisse de revenus ou de hausse des taux (rappelons entre autres les travaux du prix Nobel Robert Merton sur le lien entre le levier financier des entreprises et la volatilité des actions).

Graphique 2 : Augmentation de la dette mondiale
(en milliers de milliards de dollars américains)



Source : Rapport annuel, Banque des Règlements Internationaux, juin 2017

LES INVESTISSEURS À LA RECHERCHE DE NOUVELLES SOURCES DE RENDEMENT

Une autre source d'incertitude émane de la nature comportementale des marchés eux-mêmes. Plusieurs années de marchés calmes, de taux bas et de compression des « *spreads* » de crédit ont pu habituer les investisseurs à rechercher des structures de rendement vendeuses de volatilité – par exemple en vendant des contrats dérivés sur des indices implicites tels que le VIX – ou à sortir de leur territoire naturel d'investissement en troquant les coupons obligataires pour des dividendes d'actions (préférentiellement défensives). Si cette logique peut avoir du sens, et a été largement payante, elle n'en reste pas moins vulnérable à un retournement de tendance. Dans l'hypothèse d'un début de retournement de cycle, on peut s'attendre à un comportement procyclique d'une partie des acteurs de marché, qui accélérerait mécaniquement le rythme des ventes.



Le calme des
marchés financiers
peut perdurer



Graphique 3 : Évolution du nombre de contrats à terme actifs sur le VIX
(nombre de contrats en milliers)



Source : Cboe, Bloomberg, au 15 novembre 2017

LE RISQUE POLITIQUE, UN VARIABLE DIFFICILEMENT MAÎTRISABLE

Vient enfin un dernier facteur, celui du risque politique, dont l'influence est allée crescendo depuis le vote du « Brexit » et l'élection surprise de Donald Trump à la présidence des États-Unis. Si l'émergence de cette source potentielle de volatilité est largement débattue, elle ne s'est pas encore traduite par un changement de régime des marchés financiers. Tout se passe comme si, faute de pouvoir identifier précisément les prochaines menaces, les acteurs des marchés préféreraient s'en tenir à une approche attentiste du risque. Malgré tout, la montée des inégalités, le sentiment de fragilité des classes moyennes face à la mondialisation, sans oublier la montée des tensions géopolitiques en Asie et au Moyen-Orient, tous ces éléments convergent pour renforcer le sentiment d'incertitude.

CONCLUSION

Si nous avons identifié là quatre raisons étayées d'anticiper un retour de la volatilité, il demeure difficile d'y associer une date ou une échéance précises. En effet, le calme des marchés financiers peut très bien perdurer, surtout si les fondamentaux économiques continuent d'afficher une dynamique positive. L'idée est donc de se tenir prêt pour un éventuel retour de la volatilité, en portant notamment une attention particulière à la flexibilité des processus d'investissement. Ces dernières années, nous avons ainsi accru la réactivité de nos seuils de réallocation du risque, et ajusté notre mesure de volatilité, lui accordant une mémoire plus longue de façon à bien tenir compte des crises passées. Nous avons de plus recours à des stratégies optionnelles afin d'atténuer l'impact d'un éventuel retournement. Après tout, si la volatilité peut être jugée artificiellement basse, le prix des options de couverture en ressort comme d'autant plus attractif.

Notons en guise de conclusion que ce retour à un régime de marché plus volatil n'aurait pas que des effets négatifs. Sans verser dans un dolorisme nietzschéen, cela permettrait d'atténuer ce qui peut parfois apparaître comme de la complaisance, et de mettre une limite au levier du système économique et financier. Un environnement plus différencié sera en outre porteur d'opportunités pour les gérants actifs, avec une prime à la flexibilité. ■



Le retour à un régime de marché plus volatil n'aurait pas que des effets négatifs



L'INVESTISSEMENT FACTORIEL DANS LES MARCHÉS OBLIGATAIRES



Charles CRESTEIL

Spécialiste des investissements
quantitatifs



Olivier LAPLENIE

Responsable de la gestion
obligataire quantitative

Bien que l'investissement factoriel ait gagné en popularité auprès des investisseurs en actions, son champ d'application ne se limite pas à une seule classe d'actifs. En effet, BNP Paribas Asset Management développe des stratégies obligataires fondées sur les facteurs depuis 2009, portant d'abord sur les obligations d'État ainsi que les devises puis, plus récemment, sur les obligations d'entreprise.

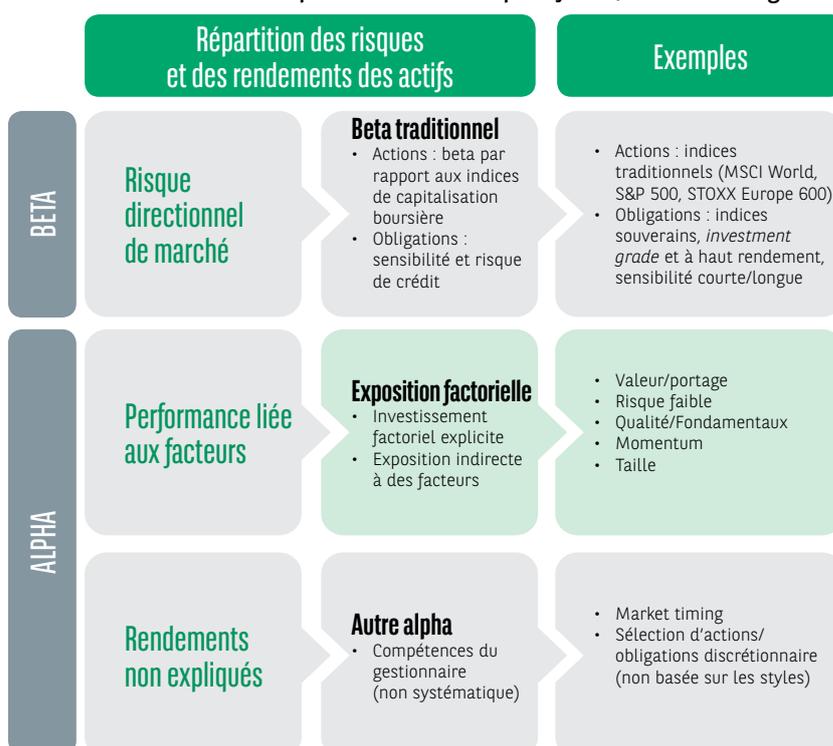
Le présent article vise à démontrer non seulement que l'investissement factoriel peut être appliqué avec succès aux marchés obligataires, mais qu'il s'agit aussi d'une approche fondamentalement différente de celle des gestions actives, quoique tout à fait complémentaire.

AU-DELÀ DU RISQUE DE TAUX, DE CHANGE ET DE CRÉDIT : LES FACTEURS QUI GOUVERNENT LES MARCHÉS OBLIGATAIRES

L'approche traditionnelle de l'investissement obligataire se concentre essentiellement sur la gestion active de la sensibilité (risque de taux d'intérêt), du risque de crédit et/ou de l'exposition aux devises – trois paramètres qui peuvent être qualifiés de risques directionnels, c'est-à-dire une forme de « beta ».

L'approche de l'investissement factoriel vise quant à elle à explorer toutes les autres sources de risques – et de rendements – les plus susceptibles d'influencer les marchés. L'objectif des stratégies factorielles est donc d'améliorer les rendements corrigés du risque en ciblant activement ces sources non directionnelles de performance. Concrètement, cela signifie que les stratégies factorielles sont conçues pour générer des rendements sans générer d'exposition résiduelle sur les taux d'intérêt ou les marchés de crédit (voir l'illustration 1 ci-dessous).

Illustration 1 : Sources de risques/rendements du portefeuille, actions et obligations



Source : BNP Paribas Asset Management, novembre 2017. À titre d'illustration uniquement.

Nous avons isolé les quatre groupes de facteurs suivants (voir l'illustration 2 ci-dessous) en tant que moteurs importants de la performance des marchés obligataires :

- portage/valorisation : des facteurs qui se concentrent sur les données relatives au prix, principalement selon une approche visant à maximiser le rendement ou le portage par unité de risque
- fondamentaux : mettre l'accent sur les données non liées au prix telles que celles propres aux résultats financiers d'une société pour les obligations d'entreprise ou inhérentes aux pays pour les emprunts d'État (données macroéconomiques par exemple)
- momentum : facteurs fondés sur la dynamique et le sentiment du marché, ils permettent de profiter des évolutions du marché qui peuvent ne pas être entièrement reflétées dans les fondamentaux
- faible risque : ce facteur s'appuie sur l'observation empirique selon laquelle les obligations présentant le risque le plus faible tendent à offrir des rendements corrigés du risque plus élevés sur le long terme. Ce facteur est surtout utilisé dans le segment des obligations d'entreprise.

Ces divers facteurs – dont la définition est similaire à celle utilisée dans les marchés d'actions – sont largement traités dans la recherche universitaire pour leur capacité à expliquer les rendements à long terme et ont fait l'objet de nombreux tests sur les données historiques. Ils reposent sur des concepts relativement simples, utilisés par les gestions actives depuis des décennies, quoique de manière plus informelle et moins rigoureuse.

Illustration 2 : Les facteurs qui influencent les marchés obligataires

	Facteurs obligataires			
	Portage/valorisation	Fondamentaux	Momentum	Faible risque
	Recherche d'un portage attrayant compte tenu du risque	Sur la base de données non liées au prix (bilan, macro, etc.)	Dynamique et sentiment du marché	Cibler les titres présentant le meilleur profil risque/rendement
Emprunts d'État	✓	✓	✓	
Devises	✓		✓	
Obligations d'entreprise	✓	✓	✓	✓

Source : BNP Paribas Asset Management, septembre 2017. À titre d'illustration uniquement.

CONSIDÉRATIONS PRATIQUES : SÉPARER L'EXPOSITION FACTORIELLE DE L'EXPOSITION AU MARCHÉ

Il est particulièrement important de réfléchir au moyen de neutraliser le biais directionnel contenu dans un facteur.

Par exemple, une approche naïve du facteur portage/valorisation conduit à surpondérer les obligations présentant un portage élevé et à sous-pondérer celles avec le portage le plus faible. Si ce facteur n'est pas ajusté du beta, il conduira à privilégier les obligations/pays/secteurs à beta élevé et la performance du facteur reflétera essentiellement ce biais. Un autre exemple typique est observé lorsque les facteurs fondamentaux sont utilisés pour sélectionner les obligations d'entreprise. Si les émetteurs sont classés en fonction de leurs fondamentaux sans tenir compte des spécificités de chaque secteur, des biais sectoriels vont apparaître (on peut par exemple penser aux écarts importants des niveaux d'endettement entre les entreprises du secteur informatique et minier).

Une autre caractéristique importante des stratégies factorielles systématiques est leur approche en termes de budget de risque. Ex-ante, un budget de risque peut être alloué aux facteurs (volatilité ou écart à l'indice de référence), ce qui garantit un profil de risque relativement stable pour le portefeuille.

Par conséquent, la définition des facteurs (à savoir le choix des indicateurs) ainsi que la méthodologie utilisée pour les mettre en place et contrôler les risques relatifs sont essentiels pour garantir qu'une stratégie factorielle puisse générer des rendements à long terme, quelle que soit l'orientation du marché.

LES AVANTAGES DE LA DIVERSIFICATION POUR LES INVESTISSEURS

Comme mentionné précédemment, l'une des principales caractéristiques des stratégies factorielles est que celles-ci sont conçues pour générer des rendements indépendamment de l'orientation des taux d'intérêt ou des marchés du crédit.

Deux conséquences pour les investisseurs. Tout d'abord, dans un environnement à faible rendement/valorisation élevée où les risques directionnels ne sont pas particulièrement bien rémunérés, ces stratégies peuvent offrir une source alternative de rendement plutôt que d'accroître le risque de taux, de crédit ou de liquidité. Deuxièmement, à plus large échelle, les différences fondamentales entre les deux approches signifient que les rendements provenant des stratégies factorielles et traditionnelles auront tendance à présenter une corrélation faible.

Ainsi, la combinaison de ces deux types de stratégies sera bénéfique en termes de diversification. Les stratégies factorielles peuvent ainsi être utilisées dans l'allocation principale où elles apportent une diversification en termes de style par rapport aux autres stratégies actives. Les gérants allocataires d'actifs peuvent aussi les utiliser, en remplacement de stratégies passives, comme des « composantes » cœur ou centrales de leur portefeuille pour implanter leurs vues « *top-down* ». Enfin, les stratégies factorielles peuvent également être mises en œuvre dans des produits de type « rendement absolu » dans le cadre d'une diversification.

En outre, les stratégies systématiques basées sur des facteurs ont l'avantage d'être assez simples à personnaliser, soit en adaptant la liste des facteurs utilisés, soit en ajustant le budget de risque à des contraintes spécifiques d'investissement.

CONCLUSION

Avec l'expansion de l'investissement factoriel, une nouvelle génération de stratégies a vu le jour dans le but d'améliorer les rendements corrigés du risque en mettant l'accent sur les moteurs sous-jacents des marchés obligataires, tels que le portage, les fondamentaux et le momentum. En combinant ces facteurs de manière efficace, il est possible de mettre en place des solutions d'investissement qui peuvent être intégrées dans n'importe quel portefeuille et de générer des rendements diversifiés sans ajouter de risque de taux, de crédit ou de liquidité important. ■



Dans un environnement à faible rendement/valorisation élevée, les stratégies factorielles peuvent offrir une source alternative de rendement

LES OBLIGATIONS VERTES MISES A L'ÉPREUVE



Felipe GORDILLO
Analyste Senior ESG

Selon la définition formulée au sein des « *Green Bonds Principles - GBP¹* », une obligation verte correspond à tout instrument de dette pour lequel les fonds levés sont destinés à financer ou refinancer des projets « verts ».

Les GBP exigent en outre que les obligations soient alignées sur quatre principes :

- (i) utilisation des fonds levés
- (ii) processus d'évaluation et sélection de projets
- (iii) gestion des fonds
- (iv) reporting

Afin d'évaluer les bénéfices environnementaux et sociaux, il est nécessaire d'observer avec attention les principes (i) et (iv), ce qui suppose de s'interroger d'une part sur le type de projets sélectionnés et soutenus par la levée de fonds, d'autre part sur les résultats et impacts générés par ces projets.

En effet, une obligation verte est bénéfique à la fois si les fonds sont investis dans des projets prometteurs et si, une fois en oeuvre, les projets obéissent à l'établissement d'un reporting complet et robuste.

Pour ce faire, BNP Paribas Asset Management a développé un processus d'engagement destiné spécifiquement aux obligations vertes. L'objectif étant d'éviter tout risque de réputation lié à la mise en oeuvre des projets. Ainsi, les obligations sont analysées à l'émission sur le marché primaire, et les projets évalués en fonction de leur alignement avec la liste des secteurs et projets éligibles, mise en place par BNP Paribas Asset Management.

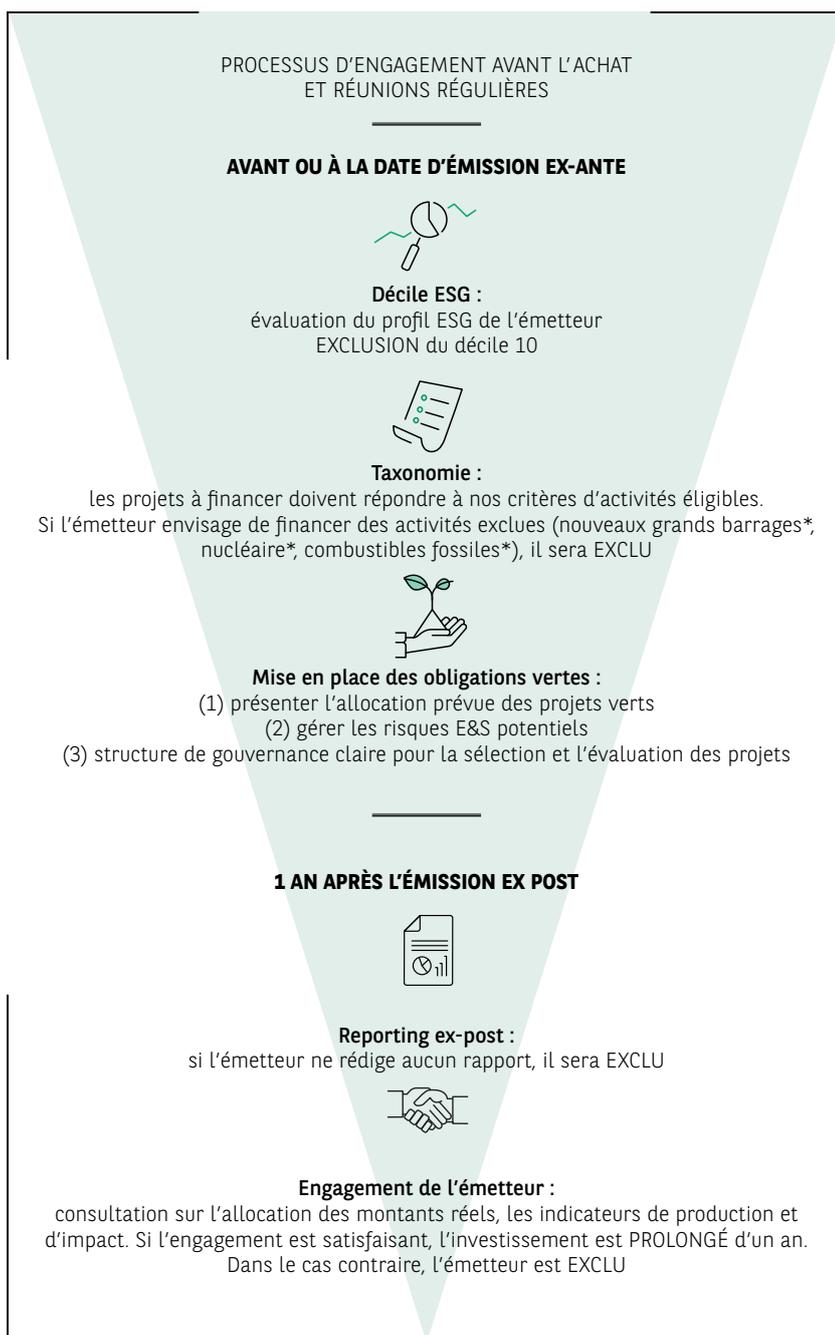
De plus, une fois les rapports sur les obligations vertes mis à disposition par les émetteurs, l'impact et les résultats des projets sont scrutés de près. De fait, tout au long de ce processus, l'équipe d'analyse du « *Sustainability Centre* » de BNP Paribas Asset Management est mobilisée afin d'échanger et de confronter les émetteurs dans la mise en oeuvre de leur programme d'obligations vertes.

1 <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/GreenBondsBrochure-JUNE2017.pdf>



Les secteurs éligibles sont :
 énergie renouvelable,
 efficacité énergétique,
 bâtiments verts,
 transport, gestion de déchets,
 gestion de l'eau, ressources naturelles, et activités sociales

PROCESSUS D'ENGAGEMENT DES OBLIGATIONS VERTES



* ESG: environmental, social and governance credentials

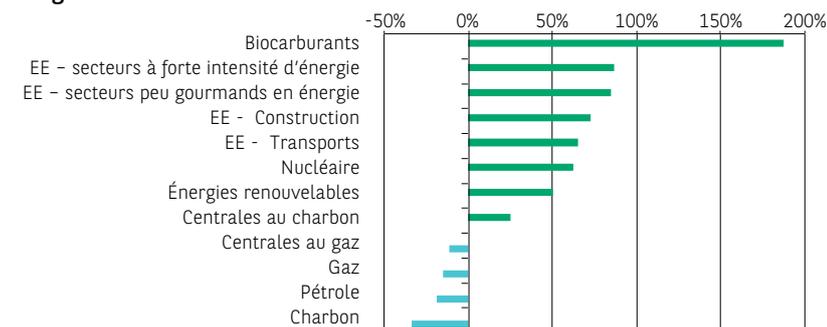
** Selon la *Climate Bonds Initiative* et la Transition énergétique et écologique pour le climat.
Label (TEEC) Source: Sustainability Centre - BNP Paribas Asset Management

UTILISATION DES FONDS LEVÉS

Dans l'évaluation ex ante, les analystes examinent l'alignement de l'obligation avec la « taxonomie »² des secteurs et activités éligibles de BNP Paribas Asset Management. Actuellement, cette liste couvre les secteurs suivants : énergie renouvelable, efficacité énergétique, bâtiments verts, transport, gestion de déchets, gestion de l'eau, ressources naturelles, et activités sociales. Chaque secteur de la taxonomie s'accompagne d'un certain nombre de critères et de standards qui permettent d'évaluer l'adéquation des actifs financés avec des solutions de long terme.

Dans le cas de la lutte contre le changement climatique, seuls les actifs alignés avec un scénario où l'augmentation de température n'excède pas 2 degrés sont favorisés. Selon l'Agence Internationale de l'Energie (AIE), pour satisfaire un tel scénario, les investissements doivent augmenter dans les secteurs des biocarburants, de l'efficacité énergétique de l'industrie, du transport et des bâtiments ainsi que des énergies renouvelables. Parallèlement, les secteurs du gaz, du pétrole et du charbon doivent réduire le volume d'investissements additionnels. Pour cette raison, BNP Paribas Asset Management a décidé d'exclure de son champ d'investissement dans les obligations vertes les actifs ou projets liés aux énergies fossiles. Et bien que dans certains cas les actifs du secteur des énergies fossiles soient en mesure de produire une réduction des émissions de gaz à effet de serre importante sur le court terme, BNP Paribas Asset Management s'engage à soutenir les obligations vertes cohérentes avec des scénarios climatiques de long terme³.

Graphique 1 : Besoins d'investissement supplémentaires selon le scénario de l'AIE d'un réchauffement de 2°C (par rapport au scénario de base) globalement et par catégorie



Source : AIE, Crédit Agricole CIB, novembre 2016

Par ailleurs, et afin d'éviter toute controverse ou d'augmenter le risque de réputation, l'analyse ex ante examine aussi la manière dont les risques environnementaux et sociaux liés aux projets financés sont gérés. Il est demandé aux émetteurs d'expliquer les procédures à suivre en cas d'impacts négatifs ou inattendus des projets, de définir clairement la structure de gouvernance en charge de la mitigation des éventuels effets négatifs, et finalement de décrire les standards et cadres utilisés pour ce dispositif.

Une obligation verte est bénéfique à l'environnement et à la société si tout effet inattendu ou indésirable lié à la mise en oeuvre des projets est clairement mitigé et compensé par les émetteurs ; et si les externalités positives générées sont cohérentes avec une vision de développement durable et de long terme.

En 2016, l'ONU a mis au point un référentiel du développement durable baptisé « Objectifs du Développement Durable » (ODD)⁴. Ils permettent aux États et aux entreprises de mesurer leurs actions et contributions en faveur du bien-être et de la protection de la planète.

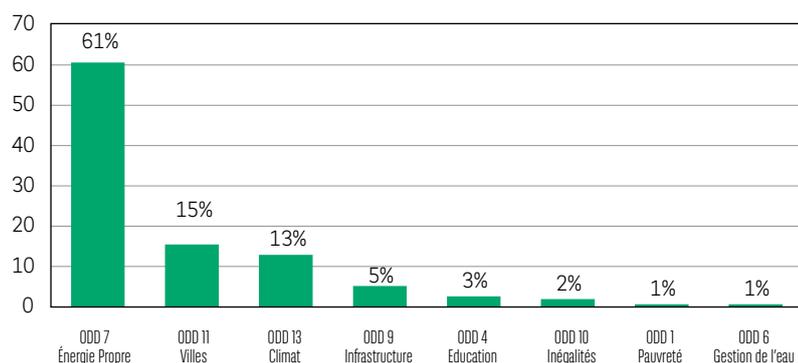
Chez BNP Paribas Asset Management, nous avons choisi d'intégrer les obligations vertes dans notre univers d'investissement précisément parce qu'elles constituent un véhicule efficace pour faire progresser l'agenda du développement durable.



Le rapport
d'impact est
une manière
de mesurer les
externalités
positives des
investissements

2 BNPP Asset Management. Green Bonds Handbook. Eligible technologies taxonomy. February 2017.
3 <https://www.climatebonds.net/2017/05/oil-gas-bond-we-knew-would-come-eventually-repsol-good-gbps-not-so-sure-green-credentials>
4 www.un.org/sustainabledevelopment/development-agenda

Graphique 2 : % d'obligations contribuant aux Objectifs du Développement Durable - ODD



Source : Sustainability Centre - BNP Paribas Asset Management, octobre 2017

La majorité des fonds levés sont utilisés pour financer l'ODD n° 7 « Énergie propre et d'un coût abordable » avec 67 % des obligations qui soutiennent cet objectif. La deuxième catégorie la plus financée — 15 % d'obligations — répond à l'ODD n° 11 « Villes et communautés durables ».

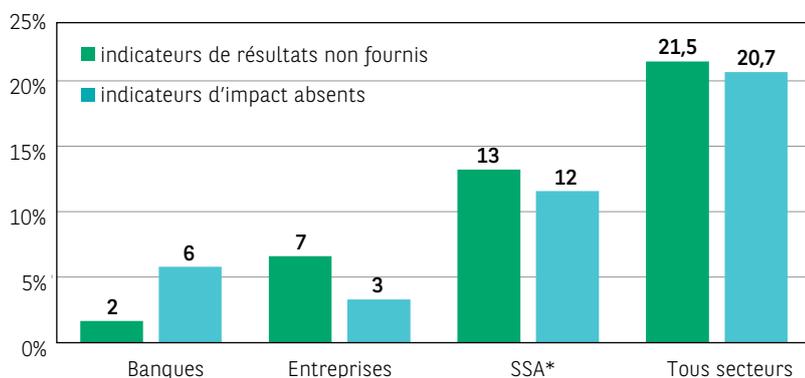
Notons également que les objectifs plus « sociaux », tels que l'éducation et la lutte contre la pauvreté sont aussi soutenus, bien que dans une moindre mesure, par les obligations relevant de notre périmètre.

LES RAPPORTS D'IMPACT

Pourquoi est-il important de demander aux émetteurs des rapports d'impact ? Parce que c'est une manière pour les investisseurs de quantifier et de mesurer les externalités positives de leurs investissements. Ils peuvent ainsi vérifier que la promesse faite à l'émission dans le marché primaire est tenue par les émetteurs responsables de la mise en œuvre des projets.

Dans l'évaluation ex post, les analystes examinent la qualité et la transparence du reporting fourni par l'émetteur. Les éléments pris en compte sont le suivi de l'allocation de fonds destinés aux projets environnementaux ou sociaux et les informations relatives aux externalités positives, sous la forme d'indicateurs de résultats ou d'impact.

Graphique 3 : Rapports par catégorie d'émetteur



* Souverains, Supranationaux et Agences gouvernementales

Source : BNP Paribas Asset Management - Sustainability Centre, octobre 2017



Une obligation verte est bénéfique si les fonds sont investis dans des projets prometteurs accompagnés d'un reporting complet et robuste

Nous constatons une tendance régulière de la production de rapports. Dans notre périmètre de couverture⁵, 95 % des obligations sont accompagnées d'un rapport. En revanche, le contenu de ces rapports montre encore des disparités. En effet, 21,5 % des rapports ne fournissent pas d'informations sur les résultats générés par les projets. Par exemple, dans certains projets d'énergie renouvelable, l'indicateur de résultat « capacité installée en Mégawatt/heure » n'est pas fourni. De plus, les indicateurs d'impact mesurant les bénéfices sociétaux ou écologiques sont absents pour 20,7 % des obligations vertes.

Finalement, il nous semble important de mentionner le degré d'utilisation de la vérification externe ou audit dans les rapports d'impact. Il s'agit aujourd'hui d'un standard du secteur. Pourtant, cette vérification par un organisme tiers est absente dans 72 % des rapports d'impact.

Le manque de points de comparaison entre les rapports d'impact représente l'un des défis majeurs du marché des obligations vertes aujourd'hui. En effet, pour le même secteur d'activité, les rapports des émetteurs sur les bénéfices environnementaux utilisent des indicateurs, fréquences et périmètres sensiblement différents.

Afin d'assurer l'intégrité et la confiance dans le marché, il nous paraît nécessaire d'harmoniser les méthodologies de reporting. À cet égard, les banques de développement ont récemment proposé un modèle commun pour les projets en énergie renouvelable⁶. Les émetteurs pourraient également s'inspirer des standards existants et fonctionnels depuis des années pour rendre compte de l'empreinte écologique des entreprises⁷.

CONCLUSION

Depuis 10 ans, le marché est en constante évolution. Il y a quelques années encore, émettre une obligation verte était jugé suffisamment vertueux, et publier un rapport d'impact restait considéré comme accessoire. Aujourd'hui, il est normal que les émetteurs fournissent la preuve de leurs bénéfices à travers un rapport. Demain, nous espérons que les informations communiquées seront suffisamment transparentes et standardisées pour pouvoir comparer les obligations entre elles, comme c'est le cas dans d'autres secteurs (alimentaire, par exemple, où l'on peut comparer facilement l'apport en calories, protéines ou sucres de n'importe quel produit). ■



5 Le périmètre de couverture se constitue des obligations vertes de l'indice Barclays Bloomberg Barclays MSCI Global Green Bond Index et des émissions hors indice. Il ne faut pas le confondre avec l'univers investissable constitué lui des émissions éligibles selon notre méthodologie d'analyse.
 6 http://treasuryworldbank.org/cmd/pdf/InformationonImpactReporting_V1.pdf
 7 <http://www.ghgprotocol.org/standards>

PANORAMA DES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

PERFORMANCES ANNUELLES SUR LA BASE DU RENDEMENT TOTAL EN EUROS

(AU 30 SEPTEMBRE 2017)

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
9,9 %	57,7 %	28,8 %	6,2 %	26,7 %	21,2 %	32 %	11,5 %	15,6 %	7,7 %	Performance + ↑ Performance -
-5,3 %	34 %	19,5 %	6,2 %	19,2 %	6,5 %	19,5 %	10,4 %	10,7 %	3,5 %	
-25,2 %	25,9 %	15,1 %	3,6 %	14 %	0 %	8,4 %	1 %	10,1 %	3 %	
-37,6 %	17,5 %	14,5 %	-2,4 %	10,7 %	-0,1 %	7,5 %	-0,5 %	8,1 %	0,1 %	
-37,6 %	16,6 %	7,2 %	-2,7 %	4,4 %	-0,1 %	2,6 %	-0,7 %	4,6 %	-4,2 %	
-45 %	1,1 %	3,5 %	-14,7 %	-2,1 %	-9,8 %	-17,8 %	-25,9 %	2,3 %	-4,3 %	

- Obligations gouvernementales (H)
- Obligations d'entreprises mondiales (H)
- Obligations à haut rendement mondiales (H)
- Matières premières (H)
- Actions développées (UH)
- Immobilier coté mondial (UH)

H = indice couvert en euros; UH = indice non couvert en euros

Source : Bloomberg, Quant Research Group, BNP Paribas Asset Management, 30 septembre 2017

Indices utilisés : immobilier coté mondial (RNGI), actions développées (MSDEWIN), obligations gouvernementales (SBWGEC), obligations d'entreprises mondiales (LGCPTRH), obligations à haut rendement mondiales (LG30TRUH), matières premières (BCOMHET). Entre parenthèses, ticker Bloomberg

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

NOTRE BLOG SUR LA
GESTION D'ACTIFS
DANS UN MONDE
QUI CHANGE

NOTRE BLOG - INVESTORS' CORNER

EN ANGLAIS,
FRANÇAIS ET
ALLEMAND

BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager d'un monde qui change

INVESTORS' CORNER

Réflexions sur l'aplatissement de la courbe des taux américaine

Veuillez noter que le présent article peut contenir du langage technique. Pour cette raison, il est déconseillé aux lecteurs qui ne disposent pas [...]

Les marchés obligataires

Nos thèmes d'investissement

Nos thèmes d'investissement

Thought leadership

Quelques jalons vers le développement du marché des obligations

Abonnez-vous !

Entrez votre mail

J'ai lu et accepte les conditions générales et politique de confidentialité

S'abonner

PLUS D'INFORMATIONS SUR LES SUJETS QUI VOUS INTÉRESSENT

PLUS D'INFORMATIONS SUR NOS SPÉCIALISTES

S'ABONNER À LA NEWSLETTER

PARTAGER NOS ARTICLES

INVESTORS' CORNER EST UN BLOG INTERACTIF SUR LEQUEL NOS EXPERTS VOUS PROPOSENT UN ÉCLAIRAGE SUR L'ACTUALITÉ DU SECTEUR DE LA GESTION D'ACTIFS

investors-corner.bnpparibas-am.com/fr

PRODUCTION

Directeur de la publication : Andrew Craig

Rédacteurs : Nieck Ammerlaan and Steve Leddy

Coordination du projet : Christine Bosso

Conception graphique : Graphic design studio de BNPP AM

Ce document est publié par le service Publications de BNP Paribas Asset Management.

Merci d'envoyer vos commentaires, questions et suggestions à l'adresse suivante : am.publicationcentre@bnpparibas.com

La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent évoluer aussi bien à la hausse qu'à la baisse et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur mise initiale.

Investir sur les marchés émergents ou sur des segments de marché spécialisés ou restreints peut présenter une volatilité supérieure à la moyenne en raison de la forte concentration de leurs positions, d'un degré d'incertitude plus élevé reflétant le manque d'informations disponibles, de leur liquidité plus faible ou de leur sensibilité plus grande à l'évolution du contexte de marché (social, politique et économique).

Certains marchés émergents offrent moins de sécurité que la plupart des marchés développés internationaux. Par conséquent, les services de transaction, de liquidation et de conservation du portefeuille utilisé pour le compte de fonds investis dans les marchés émergents peuvent comporter un risque plus élevé.

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.



DANS UN MONDE QUI CHANGE,
IL FAUT TOUJOURS
GARDER LE CAP.



Chez **BNP Paribas Asset Management**, nous investissons de manière responsable. En regardant au delà de la simple équation financière, nous prenons en compte chaque risque pour être certains d'investir dans des entreprises responsables, affichant une performance sur le long terme. C'est pourquoi nous disons : investir est notre raison d'être.

www.bnpparibas-am.com



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager
d'un monde
qui change