



CONVICTIONS



SOMMAIRE

MARCHÉS & EXPERTISES

Perspectives économiques 2
Etats-Unis : une question de confiance

Risques et allocation d'actifs 3
Timide embellie aux Etats-Unis mais pas en zone euro : climat mitigé, allocation inchangée

Marché monétaire 4
Gestion monétaire EUR : rétrospective 2011 et perspectives 2012

Actions US 6
Quelles perspectives en 2012 ?

Taux 8
Norvège : Une crise ? Quelle crise ?

Marchés émergents 9
L'Inde au-delà des gros titres

SPOTLIGHT

Entretien 10
L'heure des stratégies Buy Write est arrivée!

Vue d'Expert 12
En 2012, les obligations sécurisées poursuivront leur expansion

En quête de développements positifs

Une semaine seulement s'est écoulée depuis le début de l'année, et on a déjà la nette impression que 2012 ressemblera... à 2011. Ce n'est pas vraiment une surprise, mais il est vrai qu'après une année 2011 pour le moins éprouvante, plus d'un investisseur espérait que la nouvelle année apporterait du changement dans les thèmes qui animent les marchés.

La zone euro fait toujours la une de l'actualité, avec un nouveau sommet Merkel-Sarkozy, les discussions en cours sur la participation des créanciers privés à la restructuration de la dette grecque, les calendriers d'émissions obligataires, etc. Autre question brûlante, la santé de l'économie américaine : les dernières statistiques étaient supérieures aux anticipations, témoignant d'une dynamique haussière solide au second semestre. Ajoutez-y les derniers chiffres de l'emploi et l'optimisme devient tentant. Cela n'a pas échappé aux marchés actions américains, qui se sont nettement redressés et, sans surprise, le dollar s'est apprécié contre l'euro (une évolution bienvenue en Europe). Face à l'affaiblissement de la demande intérieure et au durcissement des politiques budgétaires, un euro plus faible donnera une impulsion salutaire aux exportations.

La stabilisation des indices de directeurs d'achats sur les marchés émergents a aussi été appréciée. Cela devrait réduire le risque de « contagion inversée » (inversée parce qu'historiquement, les crises se propageaient des pays émergents vers les marchés développés). Au total, les grands thèmes restent inchangés mais on assiste enfin à quelques évolutions positives qui permettent, à notre avis, de « voir le verre à moitié plein ».

Toutefois, les investisseurs restent extrêmement prudents, comme en témoignent les rendements négatifs d'une récente adjudication d'obligations allemandes. Ainsi, ce verre que certains considèrent comme « à moitié plein » est vu par d'autres « à moitié vide » - deux visions des choses différentes qui ne vont sûrement pas disparaître de sitôt.

Achévé de rédiger le 9 janvier 2012



William De Vijlder
CIO Strategy & Partners



Nathalie Benatia
Stratégiste - BNPP AM

Etats-Unis : une question de confiance

Nous avons eu l'occasion d'exposer à plusieurs reprises dans ces colonnes notre scénario central sur l'économie américaine et nos lecteurs auront sans doute remarqué qu'il a peu varié au cours des mois. Nous anticipons une croissance du PIB relativement modeste, de l'ordre de 2 % à 2,5 % pour les prochains trimestres dans la mesure où le moteur habituel de la demande interne à savoir la consommation des ménages, tourne au ralenti et ne devrait pas connaître d'accélération dramatique. Le principal frein est la situation du marché du travail qui, même si elle s'est améliorée depuis l'été, reste préoccupante. La hausse des revenus s'en trouve limitée, ce qui réduit la progression des dépenses privées et ce d'autant plus que la phase de désendettement des ménages n'est pas achevée, que les effets de richesse (liés à l'immobilier et à la Bourse) sont négatifs¹, et que le taux d'épargne reste relativement bas (3,5 % fin 2011).

L'importance des petites et moyennes entreprises dans l'équation

L'investissement productif devrait rester relativement solide, essentiellement parce que le renouvellement de certains équipements apparaît désormais indispensable au moment où les entreprises ont les moyens d'investir. La dernière enquête auprès des PME² apporte des enseignements intéressants à ce sujet : 24 % des entreprises interrogées envisagent des investissements à un horizon de trois à six mois. Il s'agit du plus fort pourcentage depuis 40 mois mais ce résultat reste inférieur de cinq à dix points à ce qui est observé normalement en phase de croissance. Par ailleurs, le bas niveau des taux d'intérêt ne paraît pas être un élément susceptible de déclencher la décision d'investissement. Etant donné que la Réserve fédérale (Fed) a assuré qu'elle maintiendrait ses taux directeurs proches de zéro au moins jusqu'à la mi-2013, il n'existe aucune incitation à anticiper un éventuel investissement. Enfin, si les décisions des patrons de PME sont surtout influencées par l'environnement économique, le contexte politique joue un rôle. A l'heure actuelle, la politique économique menée par le gouvernement est très mal perçue par les citoyens et les incertitudes qui planent sur la politique budgétaire pour 2012 risquent de limiter les initiatives des chefs d'entreprise, en matière d'investissement mais aussi d'emploi. Les entreprises de moins de 20 salariés employaient 20 % des effectifs en 2007 mais ont contribué à un tiers de la baisse de l'emploi pendant la récession. Elles vont devoir à présent reconstituer leur main-d'œuvre, ce qu'elles ont commencé à faire mais à un rythme modéré.

Un environnement politique incertain

Au moment où s'ouvrent les Primaires au sein du Parti Républicain, les analystes politiques s'accordent à penser qu'aucun candidat ne suscite véritablement l'enthousiasme des électeurs. Si cette situation se poursuit, le résultat de l'élection présidentielle, quel qu'il soit, ne provoquera pas d'euphorie qui aurait pu rimer avec un retour franc de la confiance et donc de l'investissement et de la consommation. En outre, un nombre inhabituellement élevé d'élus va briguer en novembre une première réélection, au Sénat comme à la Chambre des Représentants. Ceci limite leur chance d'être reconduits dans leur fonction par rapport à la situation habituellement observée où l'on voit des figures emblématiques se faire réélire sur une période très longue. Cette année électorale pourrait fort bien se conclure sur une nouvelle « cohabitation » forcée entre Républicains et Démocrates. La majorité qui sortira des urnes risque d'être fragile, ce qui contribuera à la montée des incertitudes sur la politique économique, en particulier budgétaire, des quatre prochaines années.

La confiance sera la clef

Notre scénario économique sur les US ne présente pas de risques baissiers majeurs, à part, comme cela a d'ailleurs été souligné par la Fed, un choc financier en provenance d'Europe qui bloquerait toute transaction financière et commerciale. Si cette situation devait se produire, ce n'est de toute façon pas seulement l'économie américaine qui serait affectée mais l'économie mondiale dans son ensemble, comme au lendemain de la faillite de Lehman Brothers. Les autorités ont bien conscience de ce risque et devraient s'employer à l'éviter. Faisons l'hypothèse qu'elles y parviennent ! En ce début d'année, évoquons plutôt les risques à la hausse qui pourraient déboucher sur une croissance plus solide aux US. Ils tournent autour de l'emploi et donc essentiellement de la volonté des entreprises d'embaucher davantage. La récente augmentation du nombre d'heures travaillées peut traduire le fait que les effectifs actuels se révèlent insuffisants pour répondre à la demande adressée aux entreprises. Plus généralement, les rapports sur la situation de l'emploi que publie le Bureau of Labor Statistics depuis l'été sont plus encourageants et la baisse récente du taux de chômage (8,5 % en décembre) va dans ce sens. En l'état actuel, cette tendance devrait se poursuivre mais il est trop tôt pour dire si elle va ou non se renforcer.

1 A la fin du 3e trimestre 2011, la richesse nette des ménages ressortait à 57 353 milliards de dollars, soit 2 445 milliards de moins qu'au trimestre précédent

2 National Federation of Independent Business (NFIB), Small Business Economic Trends, December 2011

3 Notons toutefois que le taux moyen pour des prêts courts (à un an ou moins) accordés aux PME ressort, toujours selon l'enquête NFIB, à 6,3 %, soit un niveau pratiquement inchangé depuis 2008

Estimations : croissance & inflation

Janvier 2012	PIB %									inflation %								
	2010	2011			2012			2010	2011			2012						
M= Mean; H= High; L=Low		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M
Economies développées																		
Etats-Unis	3,0	1,7	1,8	1,7	[1,8]	2,1	3,1	1,3	[2,1]	1,6	3,2	3,3	3,0	[3,2]	2,1	3,5	1,4	[2,1]
Canada	3,2	2,3	2,4	2,1	[2,3]	2,0	2,5	1,5	[2,0]	1,8	2,9	3,0	2,8	[2,9]	2,0	2,8	1,7	[2,0]
Zone euro	1,8	1,6	1,7	1,5	[1,6]	-0,1	1,0	-1,3	[0,4]	1,6	2,7	2,8	2,5	[2,7]	1,8	2,2	1,3	[1,8]
Royaume-Uni	1,8	0,9	1,0	0,7	[1,0]	0,7	1,8	-0,5	[1,1]	3,3	4,5	4,7	4,4	[4,5]	2,7	3,3	0,9	[2,8]
Suisse	2,7	1,7	1,9	0,7	[1,8]	0,2	1,4	-1,1	[0,7]	0,7	0,3	0,4	0,2	[0,4]	-0,1	0,6	-0,7	[0,1]
Japon	4,5	-0,6	0,1	-0,9	[-0,4]	2,0	2,9	0,7	[2,1]	-0,7	-0,2	0,3	-0,5	[-0,3]	-0,2	0,8	-0,8	[-0,2]
Australie	2,6	1,9	2,2	1,5	[1,6]	3,5	4,5	2,5	[3,5]	2,8	3,5	3,6	3,3	[3,4]	2,8	3,6	2,3	[2,9]

**Vincent Treulet**

Responsable de la Stratégie d'investissement - BNPP AM

Timide embellie aux Etats-Unis mais pas en zone euro : climat mitigé, allocation inchangée

Le sentiment sur les marchés semble s'être amélioré début 2012, notamment du fait de statistiques économiques rassurantes émanant des États-Unis. Considérez-vous que les perspectives économiques se soient effectivement redressées et, le cas échéant, ceci a-t-il une incidence sur votre allocation ?

L'économie américaine a récemment fait preuve de résilience. Ceci constitue une bonne nouvelle, mais deux facteurs nous incitent à la prudence. Premièrement, les indicateurs de surprises économiques étant actuellement élevés, il sera difficile à l'économie américaine de continuer à surprendre favorablement ; or ces indicateurs ayant tendance à être corrélés au marché d'actions, leurs niveaux actuels n'augurent rien de bon en ce qui concerne les performances futures. Deuxièmement, la croissance américaine reste modeste par rapport aux cycles précédents : nous tablons sur une croissance de 2 à 2,5 % en 2012. Cette fourchette est certes plus élevée que ne le prévoient nombre d'investisseurs il y a six mois, mais insuffisante pour générer une reprise auto-entretenu ou contribuer à la résolution de problèmes structurels tels que le chômage ou les déficits publics. Par ailleurs, la divergence de la croissance économique aux États-Unis et en Europe est en grande partie due aux politiques budgétaires : L'Europe a commencé à réduire ses déficits, alors que les États-Unis ont repoussé la mise en œuvre de mesures d'austérité au-delà de 2012. A mesure que l'année progressera, nous pensons que de plus en plus d'économistes et d'investisseurs tableront sur un tour de vis budgétaire post-élections qui annulerait toute accélération du PIB américain. C'est pourquoi notre opinion concernant la future trajectoire de l'activité économique aux États-Unis et dans le monde reste partagée – résistance aux États-Unis et dans les pays émergents (où on constate déjà un léger ralentissement) mais conjoncture plus difficile en Europe – plutôt qu'uniformément pessimiste. La capacité de résistance de l'économie américaine constitue certes une bonne nouvelle, mais elle valide surtout notre scénario d'une croissance modérée, et nous ne voyons donc aucune raison de modifier notre allocation.

Si les perspectives de l'économie mondiale vous semblent plus

mitigées que mauvaises, pourquoi restez-vous globalement vendeur sur les actifs à risque ?

La perspective d'une stagnation de la croissance n'est pas particulièrement favorable aux actifs à risque, même si leurs valorisations - qu'il s'agisse des actions ou des obligations d'entreprise - sont déjà très basses. L'économie est plus exposée aux chocs lorsque sa croissance est inférieure ou égale à son potentiel, et les tensions géopolitiques au Moyen-Orient nous rappellent que des chocs exogènes, tels que subis par les prix de l'énergie, pourraient encore se produire. La persistance de risques systémiques est peut-être plus inquiétante : nous ne pensons pas que la crise soit terminée dans la zone euro. Le début des négociations sur un projet de traité entre 26 pays donne à penser que les prochains mois seront difficiles. L'atonie de la croissance dans la zone euro ne contribue assurément pas à la réduction des déficits et, à court terme, la demande liée au refinancement de la dette s'annonce importante. Le marché s'étant récemment montré relativement immunisé contre ces préoccupations, nous pensons qu'il est désormais exposé à un regain d'aversion au risque.

Les investisseurs continuent de se demander comment gérer le risque inflationniste et s'ils doivent en tenir compte dans leur allocation. Qu'en pensez-vous ?

D'un point de vue tactique, l'inflation ne nous préoccupe pas particulièrement car elle devrait ralentir quasiment partout au cours des prochains mois. Elle a déjà atteint un pic dans les pays émergents et, dans un contexte de croissance molle, elle devrait également baisser dans les pays développés. Son recul devrait être particulièrement marqué dans des pays comme le Royaume-Uni, du fait des effets de base. En dépit de la poursuite des politiques monétaires non conventionnelles, il nous semble peu probable dans ces conditions que les marchés intègrent des anticipations d'inflation plus élevées. Toutefois, nous pensons qu'au-delà de 2012, l'inflation pourrait accélérer non seulement sous l'impulsion d'une hausse des coûts et d'une appréciation tardive des devises émergentes, mais également parce que les banques centrales pourraient tolérer un taux d'inflation plus élevé pour favoriser le désendettement des économies développées.

Allocation d'actifs

MULTI-ACTIFS	Actual		Précédent		ACTIONS PAYS DÉVELOPPÉS	Actual		Précédent		ACTIONS PAYS ÉMERGENTS	Actual		Précédent	
ACTIONS					Etats-Unis	=	=			Brésil	+	-		
Pays développés	-	-			Canada	-	-			Chine	+	+		
Pays émergents	=	=			Zone euro	-	-			Inde	-	=		
TAUX					Japon	=	+			Corée du Sud	=	=		
Obligations d'Etats	=	=			Royaume-Uni	+	+			Taiwan	-	-		
Obligations Corp.	=	=			Suisse	+	+			Russie	+	+		
Haut rendement	=	=			Australie	=	-			Afrique du Sud	=	=		
Dettes émergentes (ext.)	=	=								Turquie	-	-		
Dettes émergentes (loc.)	=	=												
MATIÈRES PREMIÈRES					OBLIGATIONS D'ETATS SOUVERAINS									
Pétrole (Brent)	=	=			Etats-Unis	-	-							
Métaux	=	=			Zone euro	=	=							
Or	+	+			Japon	=	=							
Agriculture	=	=			Royaume-Uni	+	+							
CASH	-	-			Suisse	=	=							

Notes : Les indications dans ces tableaux reflètent des opinions et non des pondérations : les signes «+», «-» et «=» représentent respectivement des opinions positives, négatives et neutres. Deux types d'opinions sont exprimés dans ces tableaux : ceux du module multi-actifs sont des vues absolues, ou plus précisément une comparaison de rendement par rapport au cash, alors que les vues des tableaux actions et obligations sont relatives, par rapport aux pays choisis. Ces opinions peuvent être traduites en pondérations, mais dépendent fortement des contraintes du portefeuille et des budgets de risque spécifiques.

Source: BNPP AM - Décembre 2011

A l'attention des investisseurs professionnels

**Xavier Gandon**

Investment Specialist – Marché monétaire, BNPP IP

Gestion monétaire EUR : rétrospective 2011 et perspectives 2012

Gestion active du risque de taux, positionnement défensif sur le crédit, diversification sectorielle et géographique auront permis à certains gérants monétaires EUR de se démarquer en 2011. En 2012, un environnement financier et réglementaire encore plus contraignant devrait engendrer un recours accru aux solutions d'investissement à court terme proposées par les grandes sociétés de gestion.

Bilan 2011

Dans un environnement extrêmement concurrentiel où l'aversion au risque des investisseurs est restée forte, les paris gagnants en 2011 auront été :

- Un **positionnement à taux variable** au cours du premier semestre 2011 (faible exposition aux taux d'intérêt dans un contexte de remontée des taux courts) puis un retour rapide sur les titres à taux fixe début juillet alors que la Banque centrale européenne (BCE) affichait sa volonté de renforcer le caractère accommodant de sa politique monétaire pour soutenir le système bancaire ;
- Une faible **exposition au risque de crédit** au début de l'été, les spreads de crédit s'écartant de manière continue aux troisième et quatrième trimestres 2011 sur fond de crise de la dette et de multiples abaissements de note des dettes souveraines et bancaires en zone euro ;
- Une **diversification** sectorielle et géographique en phase avec les attentes des investisseurs : réduire l'exposition au secteur financier, renforcer l'exposition aux titres souverains bénéficiant de la meilleure notation (principalement via des pensions livrées) et limiter – voire annuler – l'exposition, aux instruments monétaires émis par les Etats et les banques des pays périphériques, auront été au cœur des préoccupations des investisseurs dans un marché monétaire marqué en outre par l'assèchement de l'offre émanant des entreprises.

Bénéficiant d'une poche de **liquidité** souvent plus importante et de marges de manœuvre plus limitées en terme d'exposition taux et crédit, les fonds « Monétaires Court Terme », plus défensifs par rapport aux fonds « Monétaires » (cf. définition de l'ESMA¹, effective depuis le 1er juillet 2011), auront suscité l'intérêt des investisseurs, notamment au second semestre 2011. Les fonds monétaires triple A libellés en EUR en particulier ont enregistré une collecte positive dans un marché global en perte de vitesse.

Perspectives 2012

Parmi les principaux défis auxquels seront confrontés l'ensemble des intervenants et investisseurs sur le marché monétaire EUR en 2012, nous retiendrons :

- Le niveau historiquement bas des taux courts EUR
- La poursuite de l'assèchement de l'offre d'instruments monétaires éligibles
- la difficulté à trouver des solutions alternatives à la fois liquides et offrant des profils de risque/rendement répondant aux attentes des investisseurs

Une politique monétaire toujours très accommodante : hausse des excédents de liquidité, baisse de taux et impacts sur l'EONIA

Après les baisses des taux directeurs de la BCE à deux reprises au cours du dernier trimestre 2011, le marché table sur une baisse de taux supplémentaire de 25 bps au cours du premier trimestre 2012. Le taux refl atteindrait alors un nouveau point bas historique à 0,75 %. Il conviendra à cet instant d'observer le choix de la BCE concernant le niveau du corridor entre le taux de facilité des dépôts², le taux de prêt marginal³ et le taux refinancement, resté inchangé en 2011 à 75 bps⁴. Une modification du corridor pourrait en effet influencer le niveau cible de l'indice de référence sur le marché interbancaire, l'EONIA. Il n'y a, à ce stade, aucun consensus concernant le maintien ou non du taux de facilité des dépôts sur son niveau actuel de 0,25 % en cas d'une baisse additionnelle du taux refl de 25bps (scénario d'un resserrement du corridor de 25bps).

Lors de la réunion de la BCE le 8 décembre 2011, le marché avait été particulièrement surpris par l'ampleur des nouvelles mesures non conventionnelles (opérations de refinancement à 3 ans, baisse de 2 % à 1 % du ratio de réserves obligatoires auxquelles les banques sont astreintes, mesures visant à remédier à la pénurie de collatéral...). Le succès de la première opération de refinancement à 3 ans organisée par la BCE le 21 décembre 2011 (489 milliards d'euros octroyés au système interbancaire, 523 banques participantes...) a significativement augmenté le surplus des liquidités interbancaires estimé à 425 milliards d'euros début janvier 2012. Le spread entre le taux refl et l'EONIA devrait par conséquent s'approcher de ses plus hauts historiques au cours du premier trimestre 2012, soit 65 bps en moyenne entre début juillet 2009 et fin septembre 2010. La décision de la BCE d'abaisser le ratio de réserves obligatoires des banques contribuera néanmoins à réduire leur besoin de liquidité d'environ 100 milliards d'euros (à fin 2011, le montant des réserves obligatoires s'établissait à 207 milliards d'euros). L'EONIA pourrait en particulier s'approcher davantage du taux de facilité des dépôts avec la mise en œuvre d'une deuxième opération de refinancement à 3 ans, fin février 2012. Il est fort probable qu'une part significative des liquidités allouées via les opérations de refinancement hebdomadaires et les opérations à un, trois et six mois arrivant à échéance d'ici le 1er mars 2012 (environ 340 milliards d'euros) soit reportée sur cette deuxième opération. Cette opération devrait également être soutenue par le montant des obligations bancaires arrivant à échéance, soit 230 milliards d'euros rien que pour le premier trimestre 2012 selon la BCE. Leur décision de suspendre

1 ESMA: "European Securities and Markets Authority", ayant remplacé le CESR ("Committee of European Securities Regulators") depuis le 1er janvier 2011

2 Taux de rémunération des excédents de liquidité déposés quotidiennement par les banques auprès de la BCE

3 Taux d'emprunt sur une journée des banques auprès de la BCE

4 Au 31/12/11, taux de refinancement, taux de facilité des dépôts et taux de prêt marginal étaient respectivement de 1 %, 0,25 % et 1,75 %

Le drainage de liquidité le dernier jour de la période de réserves obligatoires devrait contribuer à atténuer les tensions observées sur l'EONIA lors de ces opérations et réduire la volatilité moyenne de l'EONIA.

Un marché toujours caractérisé par un manque d'offre et d'instruments éligibles au sein des fonds monétaires les plus conservateurs

Les volumes de **billets de trésorerie** émis par les entreprises, éligibles au sein des fonds monétaires EUR (notation minimum A-2/P-2/F-2, voire A-1/P-1/F-1 pour les fonds monétaires triple A), ne devraient pas progresser significativement en 2012. Les entreprises bien notées, ayant des besoins de financement en EUR, devraient continuer à privilégier leurs programmes d'émission à moyen et long terme plutôt que leurs programmes courts (en moyenne ces entreprises affichent de bons résultats et disposent d'excédents de trésorerie). Le profil de risque/rendement des billets de trésorerie éligibles au sein des fonds monétaires devrait rester moins attractif que celui des titres émis par les banques.

Concernant le marché des **certificats de dépôt**, le principal point d'interrogation portera sur le rythme de dégradation des notations bancaires par les agences de notation sur l'année 2012, dans la continuité de celui observé en 2011. Il convient sur ce point de signaler que les notations court terme ont été jusqu'à présent plus épargnées que les notations long terme. Toutefois, si l'intensification des dégradations de la note de certains acteurs bancaires se confirmait, l'élargissement des spreads de crédit devrait rester relativement contenu grâce aux mesures exceptionnelles mises en place par la BCE (liquidité illimitée, réserves obligatoires en baisse). Pour faire face au problème d'assèchement de l'offre de papiers éligibles au sein des fonds monétaires, la demande devrait rester significative sur les **instruments émis ou garantis par les Etats de la zone euro**. Néanmoins, seuls les pays bénéficiant de la notation la plus élevée continueront d'être plébiscités par les gérants monétaires. Concernant ce segment de marché, nous souhaitons souligner les trois points suivants :

- Comme en 2011, nous pensons que les gérants monétaires privilégieront le recours aux pensions livrées ayant pour collatéral des titres émis ou garantis par des pays de la zone euro par rapport aux investissements directs en bons du Trésor. Le poids des pensions livrées dans les fonds monétaires EUR (pensions souvent assorties de calls à 24 h et 48 h) a fortement augmenté

en 2011 du fait d'une recherche toujours plus importante de sécurité et de liquidité.

- Sur la fin d'année 2011, malgré les craintes concernant les notes triple A des pays de la zone, la fuite vers la qualité a contribué au renchérissement des prix des papiers les mieux notés, certains affichant des rendements absolus négatifs. C'est le cas par exemple des bons du Trésor allemands et hollandais et des pensions livrées ayant des papiers triple A pour collatéral.

Si cette situation perdurait en 2012 - situation suspendue aux décisions politiques en zone euro -, les gérants monétaires, en particulier ceux en charge de la gestion de fonds monétaires de première catégorie (fonds monétaires Etat) et fonds notés triple A (50 % minimum de titres notés A-1+), seraient confrontés à un dilemme : choisir un objectif de préservation de capital (non respecté en cas d'investissements significatifs dans des instruments à rendements négatifs) ou conserver un niveau élevé de sécurité et de liquidité, tel qu'exigé par les contraintes d'investissement des fonds monétaires réputés les plus défensifs.

Dans un contexte d'assainissement du bilan des banques et de réduction de l'effet de levier du système bancaire en général, le marché des **ABCP** (Asset-Backed Commercial Paper) devrait quant à lui continuer de s'assécher en 2012 (notons qu'il s'agit d'un marché que les gérants monétaires sont nombreux à continuer d'éviter).

Ainsi, dans un environnement de marché incertain, nous pensons que les deux atouts pour se distinguer en 2012 sont la capacité d'analyse - fondée sur l'accès à une recherche crédit de qualité -, et la capacité à bénéficier d'économies d'échelle significatives - grâce aux encours sous gestion et l'accès au marché - atouts qui restent l'apanage des grandes sociétés de gestion.



Mark Stoeckle
CIO Actions US, BNPP IP

Actions américaines : quelles perspectives en 2012 ?

2011 a beaucoup déçu les investisseurs en actions : les marchés n'ont pas tenu la cadence après un démarrage solide, lié aux espoirs de poursuite du rebond économique mondial malgré les problèmes de dette et de crédit. La très forte volatilité a été une des caractéristiques des marchés, reflet des inquiétudes entourant la crise de la dette souveraine européenne. Un autre point important fut la progression régulière des résultats des sociétés américaines en 2011 : leur croissance fut supérieure à leur rythme tendanciel malgré le printemps arabe, le séisme au Japon, la défiance à l'égard des marchés financiers et le tassement brutal de l'activité en zone euro. 2011 étant achevé, que nous réserve 2012 ?

La macroéconomie a dominé les fondamentaux des sociétés en 2011...

Les grandes questions économiques ont joué un rôle central en 2011, frustrant constamment les investisseurs en actions. Les négociations apparemment interminables en Europe et les querelles au sein du Congrès éclipsant aux yeux des investisseurs la belle performance des sociétés américaines. Ainsi, le 3ème trimestre a été le moins favorable de l'année pour le S&P 500, alors que la plupart des sociétés américaines ont publié des résultats solides durant cette période. En effet, lors des annonces de résultats en octobre et novembre, presque 69 % des sociétés du S&P 500 ont dépassé les anticipations de bénéfices et 62 % ont publié un chiffre d'affaires supérieur aux prévisions.

Les fondamentaux des sociétés ont donc bien été dominés par les inquiétudes entourant l'économie mondiale, qui ont tiré les corrélations journalières à plus de 60 %. Le fait est que les actions américaines affichent des valorisations raisonnables et de bonnes perspectives de croissance. Depuis la rétrogradation du triple A américain début août, le S&P 500 est instable et se négocie sur la base d'une fourchette de PER comprise entre 11,3 et 13,3 fois les bénéfices, soit bien moins que le multiple historique de 16,4x et à peine plus que lors des plus bas du marché en mars 2009. Globalement, les sociétés américaines ont renoué avec leurs niveaux de bénéfices de 2007 grâce à une croissance solide, et c'est d'ailleurs le seul facteur de l'économie dont la reprise soit en forme de V. Au 2ème trimestre 2011, le BPA des sociétés du S&P 500 a atteint un nouveau pic sur la base de 12 mois passés, et les résultats ont continué à progresser au 3ème trimestre : la croissance des bénéfices devrait s'établir aux alentours de 14 % pour 2011, alors que les actions ont cédé 1 % sur l'année (de fait, le S&P 500 est toujours inférieur de 20 % à son pic de 2007, d'où la compression des multiples). Un PER si bas alors que les résultats des sociétés sont solides montre à quel point l'actualité économique préoccupe les investisseurs. Anticipent-ils une récession profonde, ou restent-ils en retrait en attendant que la situation devienne plus claire ?

...et restera présente en 2012

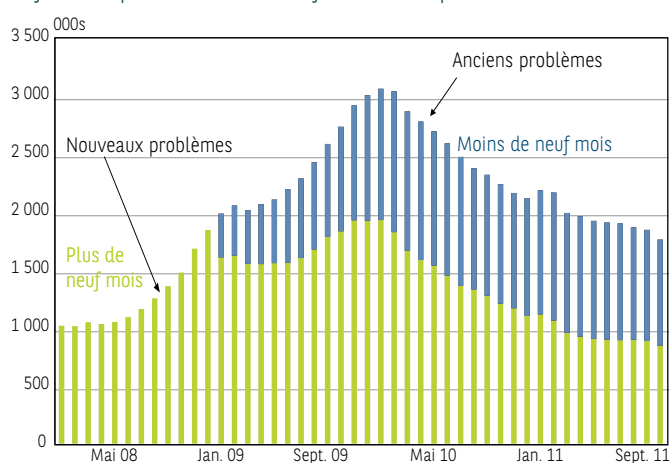
L'année 2012 présente plusieurs défis évidents, notamment le désendettement à l'échelle mondiale. Cette contrainte devrait

continuer à freiner l'économie, mais le ralentissement devrait être partiellement compensé par les politiques d'assouplissement monétaire, dont le but est d'assurer la liquidité nécessaire à la solvabilité et au remboursement de la dette. D'autres facteurs pourraient tourner à l'avantage des marchés en 2012, notamment le secteur immobilier américain, sur lequel nous commençons à avoir des données positives.

Embellie du marché immobilier américain

En 2011, le marché immobilier a connu des développements intéressants indiquant une possible reprise. Premièrement, les prêts en défaut grave ont baissé depuis début 2010 (voir graphique ci-dessous) et les dernières statistiques montrent une concentration sur un petit nombre d'États (Californie, Floride, Arizona et Nevada), ce qui indique que les difficultés se limitent à quelques régions et que dans l'ensemble, nous sommes plus dans un scénario de normalisation.

Défauts de paiement à + de 90 jours sur les prêts immobiliers

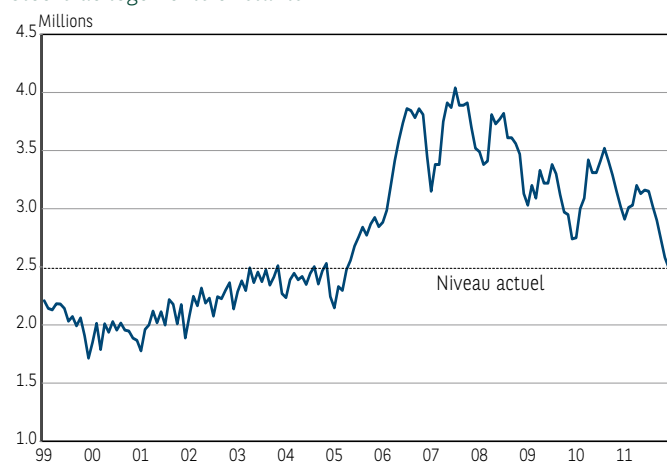


Source : Lender Processing Services.

Deuxièmement, il semble que l'offre excédentaire de logements soit en train de baisser, ce qui pourrait fixer un plancher aux prix immobiliers, aux pertes bancaires sur les crédits hypothécaires, aux pressions sur l'emploi dans la construction, à la confiance des ménages et même

aux freins à la croissance. Après six ans, la bulle déflationniste de l'immobilier touche peut-être à sa fin : il faut souvent des périodes aussi longues pour purger le système de ses excès. Enfin, la dynamique du marché locatif a exercé de fortes pressions haussières sur les loyers, si bien que l'achat devient bien plus attractif, surtout avec les taux d'intérêt actuels historiquement bas.

Stocks de logements existants

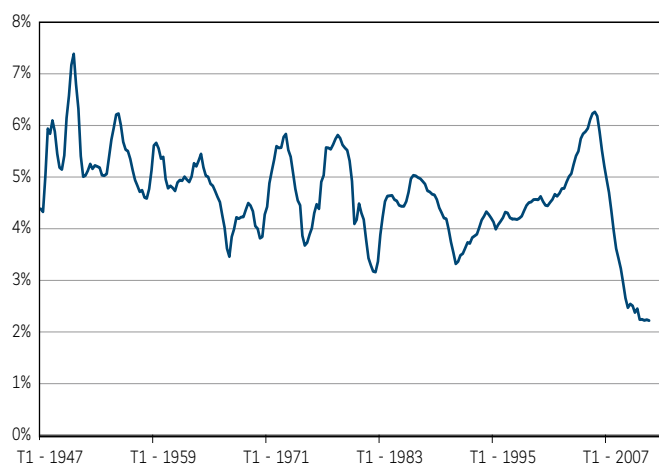


Source : National Association of Realtors (dernière révision), Housing Tracker

Du mieux sur le marché du travail

La stabilisation de l'immobilier a de nombreux effets positifs. En premier sur le secteur bancaire qui a beaucoup souffert de la dépréciation des crédits hypothécaires au fil des dernières années : la disparition de cet obstacle améliorerait nettement les perspectives des banques. D'autre part, une évolution positive dans le secteur immobilier ranimerait certainement la confiance des ménages et des marchés. Le marché du travail en bénéficierait également, ce qui est un autre atout intéressant : il faut savoir que les mises en chantier n'ont jamais été aussi basses depuis la Grande Dépression et que le nombre de chômeurs dans le bâtiment est estimé à 2 millions. Non seulement une embellie du marché immobilier permettrait de doper l'emploi, mais elle profiterait également au secteur des matériaux de construction, aux détaillants en bricolage et, par ricochet, à d'autres pans de l'économie. Cela aiderait également à inverser l'impact négatif de l'immobilier sur le PIB. Le graphique ci-après illustre l'effet des investissements immobiliers résidentiels, au plus bas depuis 65 ans, sur le PIB. Les chiffres sur l'emploi américain montrent déjà des signes d'une amélioration : ainsi, les nouvelles demandes d'allocations-chômage ont été inférieures à 400 000 pendant sept des huit semaines précédant la période des fêtes. Selon nous, l'amélioration du marché immobilier ne pourra que renforcer cette tendance.

Investissements dans l'immobilier résidentiel privé en % du PIB



Source : National Association of Realtors (dernière révision), Housing Tracker

Nous sommes optimistes pour 2012

À l'orée de 2012, nous sommes optimistes sur les perspectives des actions américaines, dont les performances devraient renouer avec leurs niveaux normaux (bénéfices et valorisations). La sensibilité des marchés à l'actualité macroéconomique devrait diminuer, car l'Europe finira par régler d'une façon ou d'une autre ses problèmes de dette souveraine. Les bénéfices des sociétés américaines dépendront de leurs ventes, lesquelles sont tirées à la fois par l'économie intérieure et mondiale et par l'inflation, ainsi que de leurs marges, reflets de la croissance globale et de la productivité. La croissance des résultats devrait ralentir par rapport à ce que nous voyons depuis la crise de 2008, mais leur niveau restera appréciable et les valorisations actuelles ne sont pas très élevées. Rappelons-le, nous pensons qu'une embellie du marché immobilier aura des conséquences positives sur la croissance, la confiance et l'emploi. Ainsi, nous pensons que les fondamentaux solides des entreprises, les valorisations faibles et un équilibre de l'offre et de la demande devraient apaiser les craintes liées aux risques, et que les actions américaines devaient surperformer celles des autres marchés développés.



Helge S. Arnesen
Nordic CIO, Alfred Berg

Norvège : Une crise ? Quelle crise ?

De par son économie stable, sa situation hors de la zone euro et ses importantes recettes pétrolières et gazières, la Norvège offre des opportunités d'investissement attrayantes pour 2012. Helge S. Arnesen, Nordic CIO d'Alfred Berg et responsable des activités en Norvège, recommande les deux options suivantes, selon les profils de risque : les obligations sécurisées, pour les stratégies prudentes, et le secteur de l'exploitation pétrolière en eaux profondes pour un profil rendement/risque plus offensif.

Pour 2011, la Norvège prévoit un excédent budgétaire de plus de 10 % du PIB (contre un déficit moyen d'un peu moins de 7 % dans l'UE) et devrait bénéficier d'un excédent commercial d'environ 15 % du PIB. Sa situation est proche du plein emploi, son secteur financier est stable et les prix immobiliers progressent régulièrement (voir encadré). Quelles sont les clés d'un tel succès, en plein cœur d'une des plus graves et complexes crises économiques de l'histoire ? Le pétrole et le gaz !

La Norvège est le 7ème exportateur de pétrole et le 2ème exportateur de gaz au monde. 26 % de ses recettes proviennent du secteur pétrolier, via des taxes et des participations directes. Avec plus de 200 000 employés, les secteurs du pétrole et du gaz distinguent la Norvège du reste de l'Europe occidentale. Comment s'exposer à la Norvège et à ses conditions économiques favorables ?

Opportunité à risque limité : Obligations sécurisées en NOK

Pour les investisseurs prudents recherchant une exposition dans une autre devise que l'euro, nous recommandons les obligations sécurisées norvégiennes (libellées en NOK). La principale composante du pool sécurisé des émetteurs triple A est la portion des crédits immobiliers résidentiels dont le ratio prêt-valeur est limité à 70 %. Cotés sur la Bourse d'Oslo, ces titres sont liquides et génèrent un rendement supérieur de 150 à 200 pb par rapport à celui des émissions souveraines. Autrement dit, une de ces obligations à 5 ans notée triple A offre actuellement un rendement annuel proche de 3,85 %, ce qui n'est pas si mal, vu les conditions actuelles.

Opportunité à risque plus élevé : Exploration pétrolière en eaux profondes

Si le budget des risques le permet, nous conseillons d'investir dans les actions et/ou obligations à haut rendement de sociétés norvégiennes spécialisées en activités en eaux profondes ou dans les services pétroliers internationaux. Presque inexistante il y a 20 ans, la production pétrolière en eaux profondes représente aujourd'hui plus de 5 % de la production mondiale, et plus de la moitié des gisements pétroliers découverts depuis 2005 sont situés en eaux profondes. La production de pétrole et de gaz en eaux profondes augmente de presque 20 % par an, contre 4 % en eaux peu profondes. Selon des estimations récentes, les investissements en production en eaux profondes doivent progresser de 15 % par an pour répondre à la demande, une rare combinaison entre une demande robuste et des investissements en hausse. Généralement, les obligations des sociétés de services pétroliers et d'exploration en eaux profondes offrent un rendement de 8 % à 15 %. Les actions du secteur des eaux profondes se négocient sur la base d'un PER de 9 à 13 fois leurs bénéfices attendus en 2012.

En prime, le refuge de la NOK

Que se passerait-il pour la Norvège si l'Europe s'enfonçait dans la récession ? Pour une petite économie, difficile de ne pas attraper froid si le reste de l'Europe souffre d'une pneumonie. De plus, le marché norvégien étant étroit, il y a des contraintes de liquidité et ceci engendre souvent des élargissements de spreads et une baisse des actions, obligations et devises lorsque le monde entre en phase « zéro risque ». Heureusement, tant la demande que les prix du pétrole dépendent largement de facteurs extérieurs à l'Europe. Ainsi, même si le continent continue de s'essouffler, les ressources pétrolières du pays et ses fondamentaux robustes resteront favorables aux deux stratégies que nous proposons.

D'autre part, comme le tumulte européen met en péril l'avenir de la monnaie unique, le fait que ces investissements soient libellés en NOK constitue un autre atout.

Une économie résistante

Plein emploi - l'économie norvégienne tourne actuellement à pleine capacité, avec un taux de chômage corrigé des variations saisonnières de 3,3 % et un taux de vacance des emplois d'environ 3,2 %.

Épargne publique importante - les recettes pétrolières publiques sont investies dans le Fonds de pension de l'État, et les dépenses publiques ne peuvent dépasser le rendement réel du fonds, actuellement fixé à 4 % par an. Fin 2011, ce Fonds représentait environ 400 milliards EUR, soit plus de 120 % du PIB. En 2020, il devrait atteindre 1 000 milliards d'EUR.

Secteur financier solide - le système bancaire scandinave est basé en premier lieu sur le financement d'activités, de projets et d'immobilier à l'échelle régionale. Pendant la crise financière de 2007 et 2008, les pouvoirs publics norvégiens ont mis en place une facilité de recapitalisation qui, couplée aux mesures d'urgence prises par les banques, a permis de doubler les fonds propres de ces dernières.

Marché immobilier stable - en net contraste avec le reste de l'Europe, les prix immobiliers résidentiels sont en hausse de 17 % par rapport à 2007, soutenus par un marché de l'emploi dynamique qui attire de nombreux immigrés alors que l'offre résidentielle dans le neuf n'a pas accéléré aussi vite que la demande. Les conditions actuelles du marché du travail et le besoin de nouveaux immigrés devraient sans conteste bénéficier encore à l'immobilier norvégien.



Anand Shah
CIO, BNPP AM India

L'Inde au-delà des gros titres

Suite à l'annonce par l'Inde qu'elle allait ouvrir son marché financier aux investisseurs étrangers qualifiés en janvier, nous pensons opportun de prendre le pouls de ce marché émergent en pleine évolution. L'économie indienne se décompose en deux moitiés : un secteur public anémique et un secteur privé dynamique d'envergure mondiale qui offre les meilleures opportunités d'investissement. Malgré un fléchissement à court terme, la croissance structurelle de l'Inde reste solide et attractive aux yeux des investisseurs, grâce à ses deux piliers indissociables : la consommation et les entreprises.

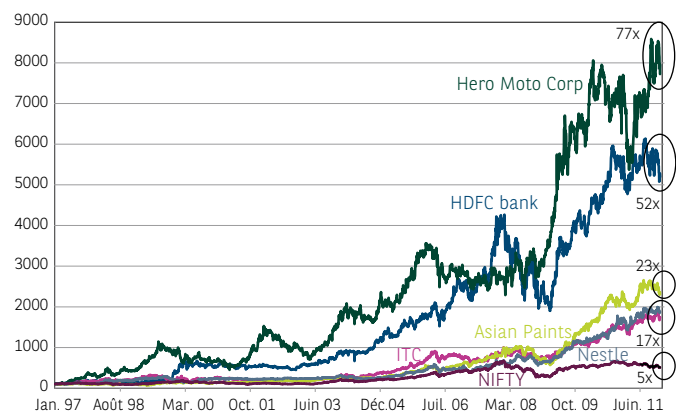
Le pessimisme récent à l'égard des actions des marchés émergents en général, et de l'Inde en particulier, a naturellement influencé les investisseurs. Toutefois, ignorer le marché indien - qui a connu certaines de ses fortes phases haussières au lendemain de périodes difficiles - n'est pas judicieux. Il y a bien sûr des défis à court terme, avec notamment le besoin d'interventions plus efficaces et proactives du gouvernement. La réalité toutefois, c'est que l'Inde est la deuxième économie la plus dynamique au monde et qu'elle pourrait bien prendre la première place avant la fin de la décennie. La consommation et les entreprises sont les piliers indissociables de la croissance indienne, et avec sa forte fécondité, ce pays est l'un des rares grands du monde à enregistrer une augmentation aussi rapide de sa main d'œuvre. Par ailleurs, le taux d'épargne y est parmi les plus élevés et la consommation y est plus dynamique grâce à la hausse rapide des revenus (voir *Convictions*, mai 2011). Les entreprises indiennes sont l'autre poumon de la croissance. Les millions d'Indiens qui viennent grossir chaque année les rangs de la population active ne trouveraient pas d'emploi sans classe patronale, qui va de la petite entreprise familiale à la multinationale. Les responsables politiques à Delhi peuvent faire la une des journaux, ce sont les entrepreneurs qui créent de la richesse au profit des investisseurs.

Le véritable potentiel d'investissement réside hors du secteur public

La moitié « anémique », à savoir les sociétés publiques et de gestion des infrastructures publiques, a connu une croissance décevante. L'autre moitié, - celle du secteur privé, entrepreneurs et innovateurs - est efficace, ambitieuse et souvent de carrure internationale ; c'est là que le véritable potentiel d'investissement indien réside. Les banques privées indiennes comptent moins de 1 % d'actifs non performants et affichent une croissance annuelle supérieure à 20 %. Les sociétés du secteur de la consommation ont une rentabilité des fonds propres (RoE) moyenne de plus de 50 % et maintiennent une croissance de 15 % par an. Le premier fabricant mondial de motos est indien, tout comme l'opérateur de téléphonie mobile le moins cher de la planète. Les trois leaders technologiques du pays recrutent 50 à 60 000 personnes par an, disposent d'une trésorerie nette représentant 40 % de leur bilan, et génèrent encore un retour sur capitaux supérieur à 25 %. L'investissement direct étranger rencontre un franc succès dans le secteur de la consommation : Suzuki, Unilever, Honda, LG, Nestlé, Kellogg ou encore McDonalds sont leaders sur leurs marchés respectifs en Inde. Ces sociétés sont également cotées sur les places locales, ce qui permet d'investir localement dans les fili-

ales indiennes dynamiques de multinationales. Le graphique suivant illustre la création de richesse par les grandes sociétés des différents secteurs au service de la classe moyenne émergente de l'Inde.

Création de richesse par les grandes sociétés des différents secteurs



Source : Bloomberg, 30 novembre 2011

En Chine, les sociétés publiques prédominent, en Russie ce sont les majors de l'énergie, au Brésil, les fabricants de matières premières et à Taïwan, les fabricants de matériel technologique. En Inde, aucun secteur ne domine le paysage d'investissement, si bien que par rapport à la plupart des autres marchés émergents, les investisseurs y bénéficient d'une diversification accrue.

La patience des investisseurs devrait être enfin récompensée

Les consommateurs indiens ont toujours récompensé les sociétés qui les ont patiemment servis au fil du temps. De la même manière, ses marchés ont rarement déçu les investisseurs patients. Il est vrai que depuis cinq ans, les investisseurs étrangers ont généré des performances quasiment nulles en Inde. De fait, 2011 a été l'une des pires années pour eux car leurs placements sur ce marché ont perdu environ 40 % de leur valeur en dollar américain. Sur 15 ans toutefois, les actions indiennes ont généré un gain annuel moyen en dollar proche de 9 %.

Compte tenu du climat d'investissement défavorable, les difficultés risquent de persister encore quelques trimestres. Nous restons toutefois convaincus que l'Inde conserve son ascendant structurel et que les actions indiennes peuvent générer des performances solides au cours des 3 à 5 prochaines années.



Denis Panel

Directeur de la gestion - THEAM

L'heure des stratégies Buy Write est arrivée !

Dans les conditions de marché d'aujourd'hui, de nombreux investisseurs se tournent vers les stratégies actions défensives et, en particulier, vers les stratégies de Buy Write (achat de titres et vente d'options simultanés). Denis Panel (DP), Directeur de la gestion de THEAM, et Matthew Yandle (MY), Responsable mondial des stratégies d'investissement chez GECD BNP Paribas nous expliquent les mécanismes en œuvre dans ces stratégies de Buy Write ainsi que la manière dont ils ont été optimisés dans les fonds protégés de THEAM et leur capacité à s'adapter aux marchés actuels.

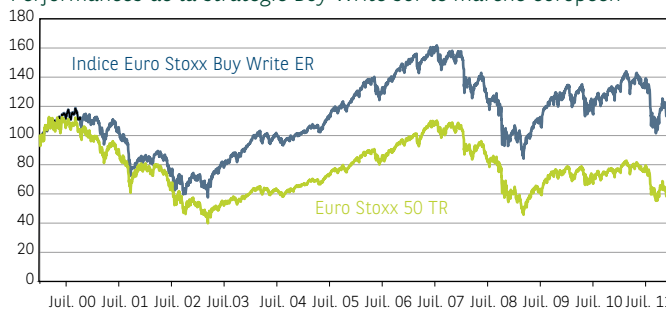
Convictions (C): Pouvez-vous nous décrire plus précisément ces stratégies Buy Write ?

DP : Les premières stratégies Buy Write ont été conçues aux US dans les années 1990 par le Chicago Board Options Exchange (CBOE). Leur popularité a commencé à croître au début du millénaire, au moment où les grands d'indices tels que le S&P 500, le Dow Jones, le Nasdaq et, plus tard, le DAX et l'Euro Stoxx 50 ont créé les premiers indices de référence Buy Write. Depuis 2002, plus de 30 milliards d'USD ont été investis dans les indices Buy Write du CBOE.

La stratégie Buy Write repose sur un mécanisme de base qui associe une position longue sur le marché et la vente simultanée d'une option d'achat. En général, l'élément optionnel de la stratégie implique de vendre, chaque mois, des options d'achat d'échéance un mois « à la monnaie ». Au travers des ventes d'options d'achat, cette stratégie construit un profil défensif puisque les primes des options créent un coussin capable d'atténuer la diminution de la valeur de l'actif sous-jacent dans un marché baissier. Contrepartie de cette protection à la baisse, l'exposition au marché est également limitée si le marché se révèle fortement haussier.

Ce type de stratégie crée de la valeur à long terme comme le montre le graphique illustrant la performance de l'indice Euro Stoxx 50 Buy Write sur les dix dernières années. Elles sont surtout destinées aux investisseurs qui souhaitent s'exposer aux actions tout en conservant un profil défensif et qui jugent peu probable que le marché enregistre des hausses fréquentes, importantes et rapides sur le long terme. Le Buy Write convient aussi aux investisseurs qui estiment les options onéreuses et qui considèrent plus efficace d'élaborer un mécanisme de protection fondé sur la vente et non sur l'achat de primes.

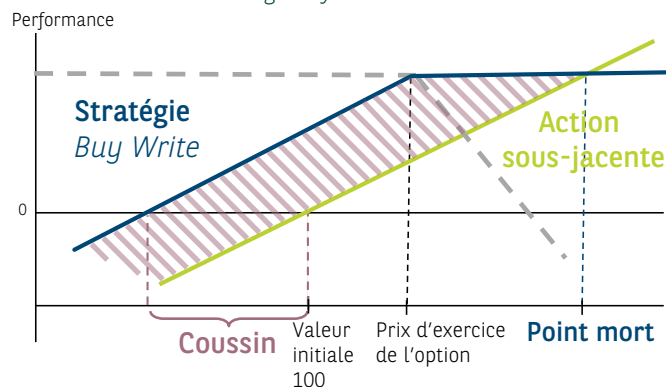
Performances de la stratégie Buy Write sur le marché européen



Source: Bloomberg, 10 novembre 2011

Les stratégies Buy Write obtiennent des rendements supérieurs grâce à la prime reçue au titre de la vente d'options d'achat et peuvent ainsi surperformer leur sous-jacent dans un contexte de marché baissiers, stables ou modérément haussiers. Les périodes de volatilité relativement élevée sont particulièrement favorables à ce type de stratégie dans la mesure où les primes des options vendues augmentent avec la volatilité.

Le mécanisme de la stratégie Buy Write



Ce schéma est à titre illustratif exclusivement

1 Source : Chicago Board Options Exchange, avril 2008

**Matthew Yandle**

Responsable mondial des stratégies d'investissement - GECD BNP Paribas

C : *THEAM occupe une position de leader dans le secteur de l'investissement Buy Write ; quelles sont les caractéristiques particulières de votre approche ?*

DP : THEAM a fait la preuve de la solidité de ses compétences dans la gestion de stratégies Buy Write depuis le lancement en 2006 de son premier fonds « protégé » sur le marché européen il y a plus de cinq ans. Les fonds « protégés » de THEAM mettent en œuvre une méthodologie innovante qui permet d'optimiser les stratégies de Buy Write classiques. Cette dernière a été élaborée en collaboration avec notre partenaire, BNP Paribas Global Equities & Commodity Derivatives (GECD), un des leaders mondiaux sur les produits dérivés. Il faut savoir que, pour gérer efficacement les options à court terme et les techniques avancées qui permettent d'optimiser les stratégies Buy Write classiques il faut une solide infrastructure, ce qui limite le nombre d'acteurs potentiels.

Ce partenariat a porté ses fruits puisque la stratégie Buy Write « protégée » de THEAM s'est vue décerner les plus hautes récompenses par des revues financières de premier plan ; elle a ainsi reçu le Trophée d'or de l'Innovation de l'AGEFI Actifs du Patrimoine et le prix de l'Innovation des Placements Financiers 2009 de La Tribune. Aujourd'hui, la stratégie « protégée » de THEAM utilise comme sous-jacent différents marchés d'actions internationaux incluant l'Europe, les États-Unis et le marché d'actions Suisse.

C : *Comment pouvez-vous optimiser les stratégies Buy Write ?*

MY : Comme cela a déjà été expliqué, l'élément optionnel d'une stratégie Buy Write classique implique de vendre, chaque mois, des options d'achat d'échéance un mois « à la monnaie ». Dans le but d'optimiser la stratégie, nous avons tiré profit de la longue expérience de GECD dans l'univers des dérivés pour identifier trois axes d'amélioration : les dates d'échéance des options d'achat, la fréquence des cessions et les prix d'exercice des options vendues.

1. Les dates d'échéance : nous avons choisi de vendre des options dont l'échéance est de quinze jours ouvrés (trois semaines) et non un mois, car nous avons remarqué que cette maturité permet d'exploiter au mieux le spread entre la volatilité implicite et réalisée.

2. La fréquence des ventes : privilégier la vente des options à fréquence quotidienne et non mensuelle réduit fortement la dépendance de cette stratégie à un seul point du marché. En effet, avec une fréquence de vente mensuelle, le résultat généré par la stratégie peut varier considérablement en fonction de la date de l'opération dans le mois. Nous avons mené une étude pour calculer la dispersion du résultat selon la date de démarrage choisie et les conclusions ont mis en évidence un écart de 89,29 % entre le

rendement maximal et minimal susceptible d'être produit. Vendre des options quotidiennement constitue donc une source importante de valeur ajoutée et permet aussi de rester fortement corrélé aux tendances de marché haussières. Cela requiert toutefois un suivi permanent que seules l'infrastructure de GECD et son expérience des instruments dérivés rendent possible.

3. Le prix d'exercice des options vendues : de notre point de vue, les objectifs des investisseurs de stratégies Buy Write devraient être conçus en fonction de leur scénario de marché : dans des marchés baissiers, leur objectif devrait être d'optimiser les primes reçues pour accroître la surperformance générée et augmenter ainsi le coussin permettant d'atténuer les corrections subies par l'actif sous-jacent. Dans un contexte haussier, ils devraient s'efforcer de minimiser la probabilité d'exercice des options afin de profiter au maximum des gains produits par la dynamique des marchés. Par conséquent, notre stratégie prévoit la mise en place de cessions d'options d'achat « dans la monnaie » lorsque les marchés sont baissiers et « en dehors de la monnaie » lorsqu'ils sont haussiers.

C : *Recherchez-vous de nouvelles approches pour les stratégies Buy Write ?*

MY : Nous travaillons en ce moment à l'élaboration d'une stratégie qui répliquerait la surperformance générée par l'élément optionnel de nos stratégies Buy Write « optimisées ». Cette approche pourrait offrir une solution performante de couverture de portefeuille sur le long terme mais pourrait aussi constituer une opportunité tactique intéressante dans le contexte de marché actuel. De plus, une telle stratégie pourrait permettre aux investisseurs de reproduire une exposition semblable à celle d'une position de volatilité longue sans payer le prix élevé associé à ce type d'exposition.

DP : Dans les stratégies de Buy Write, l'optimisation de l'exposition de marché peut générer une valeur ajoutée considérable. A cet effet, nous nous sommes associés à l'EDHEC pour créer une stratégie innovante de Buy Write qui exploite l'approche fondée sur les indices efficients FTSE-EDHEC risk efficient, processus qui s'attache à optimiser le ratio risque/rendement des indices en estimant avec précision les paramètres de risque et de rendement.

Dans cette stratégie Buy Write particulière, l'exposition au marché est optimisée au travers d'une position longue sur un indice FTSE-EDHEC risk-efficient de la zone euro, tandis qu'un prix d'exercice « en dehors de la monnaie » est choisi pour le programme de vente d'options. Cette approche est plus pertinente parce qu'elle nous permet d'éviter de fausser le moteur de performance EDHEC. Enfin, nous étudions la possibilité d'adapter les stratégies Buy Write à d'autres zones géographiques, notamment les marchés émergents.

2 Source : Bloomberg, le 5 octobre 2011, simulations BNP Paribas sur 2985 périodes de 15 jours ouvrés, du 30 décembre 1999 au 29 août 2011.

3 EDHEC : L'EDHEC-Risk Institute, fort de la plus large équipe de recherche en gestion d'actifs en Europe (56 enseignants, chercheurs et ingénieurs) mène des activités de recherche sur une échelle globale.



Andrew Craig

Investment Specialist – Gestion obligataire zone euro, BNPP IP

En 2012, les obligations sécurisées poursuivront leur expansion

La crise persistante du secteur bancaire et de la dette souveraine a des répercussions majeures sur les marchés obligataires de la zone euro. Si le paysage de l'investissement obligataire n'est pas encore dessiné, les événements actuels indiquent clairement la direction que nous prenons. Bénéficiant d'avantages structurels et réglementaires, les obligations sécurisées pourraient ainsi prendre de l'importance par rapport aux autres marchés de la dette de la zone euro.

Un peu d'histoire

C'est Frédéric Le Grand qui a utilisé les obligations sécurisées pour la première fois en Prusse en 1769, avant qu'elles ne soient redécouvertes au Danemark en 1795. Dans les deux cas, elles répondaient au besoin de renouvellement et de diversification des sources de financement, afin de favoriser le développement économique. Dans un souci de protection, les investisseurs acquéraient à l'époque un droit direct sur les biens des associations de propriétaires terriens qui émettaient ces titres (les obligations sécurisées allemandes sont connues sous le nom de Pfandbriefe¹, littéralement « lettre de promesse »). Ce modèle s'est rapidement exporté en Europe, où il a été largement adopté pour le refinancement des prêts du secteur public et des crédits immobiliers. Aujourd'hui, les émissions « jumbo » d'obligations analogues aux Pfandbriefe représentent 900 millions d'euros. Les obligations sécurisées sont considérées comme un secteur à part du marché obligataire dans plus de 25 pays européens, chacun étant régi par des réglementations et lois distinctes.

La double protection des obligations sécurisées

Ces deux dernières années, la sécurité supplémentaire offerte par le principe de « double protection », selon lequel les investisseurs ont un droit de recours sur l'entité émettrice (qui doit rembourser les obligations) et un pool sous-jacent de garanties (sur lequel les investisseurs ont un droit prioritaire), a fait des obligations sécurisées une source croissante de financement pour les banques européennes. Elles appartiennent à la catégorie de dette garantie de premier rang, alors que le principal outil de financement des banques européennes a été la dette de premier rang non garantie. Outre les craintes concernant le profil de solvabilité de ces dernières, une série de réformes réglementaires a ébranlé la dette non garantie.

Une des majeures causes de cet affaiblissement consiste en la possibilité de requalifier des dettes non garanties (principe du bail-in) - c'est-à-dire un moyen pour les régulateurs de contraindre les porteurs d'obligations à assumer leurs pertes. Ainsi, ces derniers ne pourraient pas bénéficier, avec les banques les plus en difficulté, d'un

renflouement par les contribuables. Le Danemark et l'Allemagne ont déjà adopté de tels régimes et, si l'on en croit les projets de l'Union européenne, d'autres États pourraient leur emboîter le pas.

Une classe d'actifs possédant des atouts d'ordre réglementaire indéniables

Les obligations sécurisées bénéficient, par rapport aux autres instruments de dette privée, des conditions auxquelles elles sont soumises sous Bâle II/III et sous Solvabilité II et de leur statut de collatéral dans le cadre des prises en pension de la BCE. Un tel traitement s'explique par le statut de secteur stratégique sur les marchés du crédit que les régulateurs lui accordent. D'ailleurs, l'annonce du 5 octobre 2011 confirme cette idée : dans le cadre de son « programme de soutien renforcé du crédit » (initié en mai 2010 par le biais d'un programme d'achat d'obligations sécurisées de 60 milliards d'euros), la BCE se lancera dans une seconde vague d'achat d'obligations sécurisées pour un montant de 40 milliards d'euros.

La dette de premier rang non garantie a vu son statut de principale source de financement des banques européennes remis en question : durant une période inédite de trois mois l'été dernier, aucune dette de ce type n'a été placée en Europe. En revanche, les banques européennes ont émis 245 milliards d'euros de dette sécurisée en 2011 (280 milliards en 2010), contre 259 milliards d'euros de dette de premier rang non garantie (438 milliards en 2010). Les obligations sécurisées sont jugées tellement sûres que tant les banques solides que celles perçues comme affaiblies ont pu accéder aux marchés obligataires.

En effet, il y a eu de nombreux cas où les obligations sécurisées émises par des banques domiciliées dans des pays périphériques de la zone euro ont affiché des spreads inférieurs à ceux de l'émetteur souverain correspondant. Cela s'explique par deux facteurs : 1/ les investisseurs jugent les obligations sécurisées structurellement plus solides que la dette de premier rang non garantie, et 2/ les décisions prises en 2011 par les responsables politiques ont remis en question le statut de valeur refuge (ou d'actif quasiment sans risque) de la dette publique.

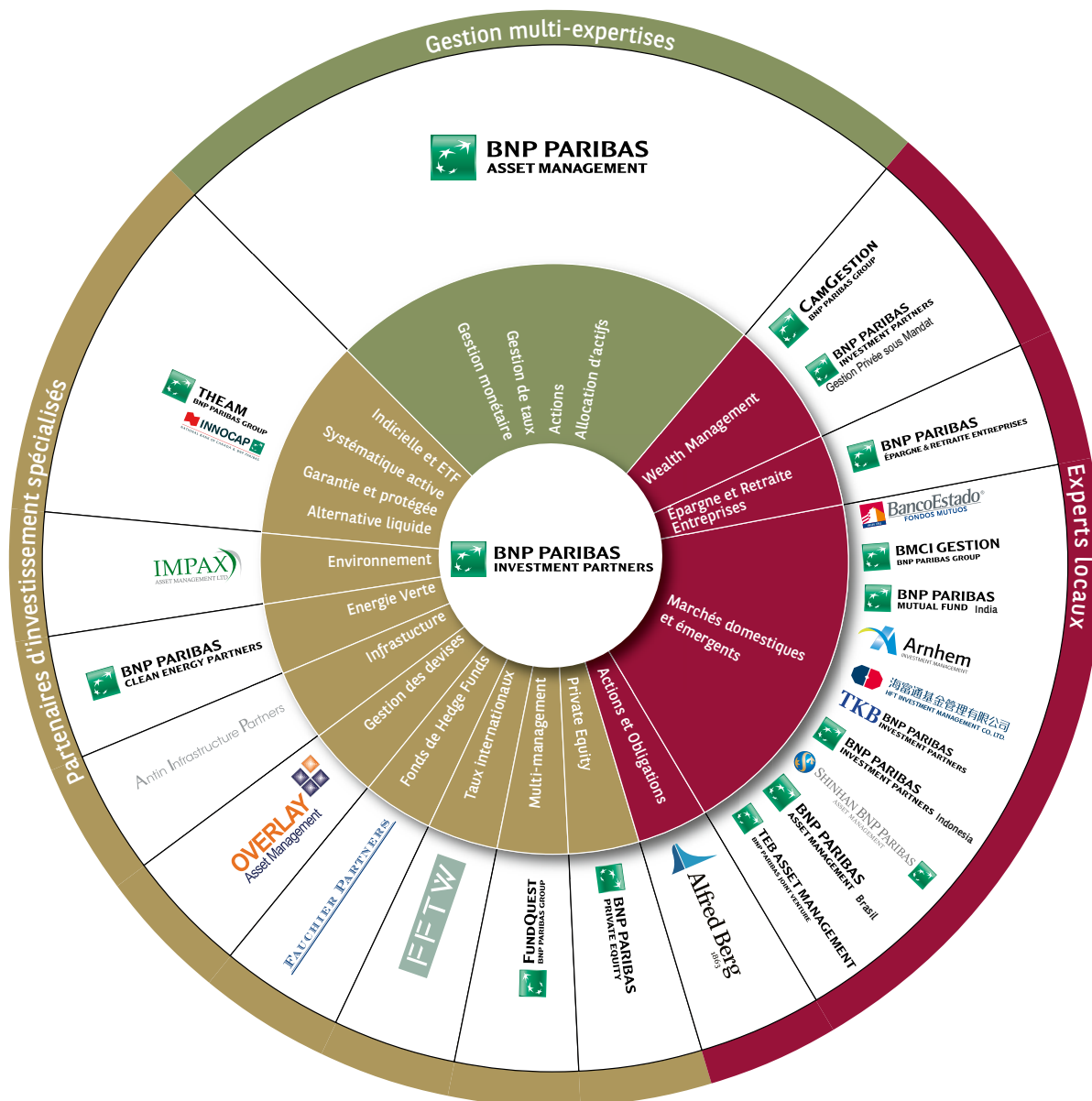
¹ Les deux autres grands marchés européens sont la France (obligations foncières) et l'Espagne (cédulas hipotecarias).

De bonnes perspectives pour les obligations sécurisées pour 2012

Lors du Conseil européen du 28-29 octobre 2011 à Deauville, le gouvernement allemand a, contre l'avis de la BCE, insisté sur le principe de la participation du secteur privé (PSI). À partir de 2013, la dette souveraine de l'UEM serait donc soumise à des Clauses d'Action Collective permettant aux créanciers des États de faire adopter à la majorité qualifiée une modification juridiquement contraignante des conditions de remboursement. Certains analystes estiment que cela changerait fondamentalement le profil de risque de la dette publique de l'UEM, d'autant plus que - comme l'exemption juridique de l'Allemagne l'a confirmé -, les obligations sécurisées ne sont concernées ni par les mécanismes de PSI ni par le bail-in, contrairement à la dette bancaire.

Après avoir évoqué le sujet à Deauville, le Conseil européen a annoncé à l'issue de son dernier sommet du 9 décembre 2011 à Bruxelles que, compte tenu de l'impact négatif sur les marchés de la dette souveraine, le PSI doit être abandonné au profit de l'adhésion aux principes et pratiques du FMI. Reste à savoir s'il sera aussi facile de faire oublier aux investisseurs, désormais méfiants, l'idée d'un tel mécanisme. Dans tous les cas, les obligations sécurisées sont bien positionnées car elles bénéficient d'un statut incontestable de valeurs refuge, sont dénuées de toute Clause d'Action Collective et ne sont pas soumises à une éventuelle requalification susceptible d'affecter à l'avenir la dette souveraine et la dette bancaire de premier rang non garantie. Selon nous, les obligations sécurisées vont poursuivre leur marche en avant et joueront un rôle indéniable en tant qu'actifs stratégiques dans les portefeuilles obligataires de la zone euro.

Expertise



Le présent document a été rédigé et est publié par BNP Paribas Asset Management S.A.S (BNPP AM)*, un membre de BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**.

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

Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de BNPP AM au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. BNPP AM n'est nullement obligé 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.

* BNPP AM est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en France (numéro d'enregistrement 96-02), constituée sous forme de société par actions/parts simplifiées, au capital de 64 931 168 euros, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832. www.bnpparibas-am.com.

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

BNPP IP est la source des données chiffrées présentées dans cette lettre, excepté en cas d'indication spécifique. Données à fin octobre 2011.

-
- Directeur de Publication : Philippe Marchessaux
 - Responsable Editorial : Anthony Finan
 - Coordination Rédactionnelle : Maryelle Ouvrard
 - Coordination de la Publication : Sandrine Bensussen
 - Conception & Réalisation :  Studio Graphique BNPP IP
 - Traductions : Tectrad, CPW Group



Une présence globale

Europe

Allemagne
Autriche
Belgique
Espagne
France
Grèce
Italie
Luxembourg
Pays Bas
Portugal
Royaume-Uni
Suisse

Amérique du Nord

Canada
Etats-Unis

Amérique Latine

Argentine
Brésil
Chili
Colombie
Mexique
Uruguay

Asie-Pacifique

Australie
Brunei
Chine
Corée du Sud
Hong Kong
Inde
Indonésie
Japon
Malaisie
Singapour
Taïwan

Pays nordiques

Danemark
Finlande
Norvège
Suède

EEMEA

Bahreïn
Hongrie
Koweït
Maroc
Pologne
République Tchèque
Russie
Turquie

Toutes nos adresses sur www.bnpparibas-ip.com dans la rubrique « Qui sommes-nous ? »