



Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs

Septembre 2013



Joost van Leenders, CFA

Spécialiste en stratégie d'investissement,
allocation & stratégie

joost.vanleenders@bnpparibas.com

+31 20 527 5126

LE CLIMAT D'INVESTISSEMENT EN BREF

- La zone euro sort de récession au 2^e trimestre
- Un vent de volatilité souffle sur les marchés émergents
- Surpondération des actions européennes par rapport aux américaines

ALLOCATION D'ACTIFS EN BREF

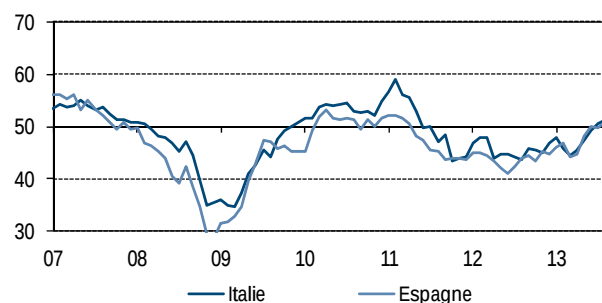
Multi-asset	Active weights		Δ active weight
	Aug-13	Sep-13	
Equities	●	●	—
Real Estate	●	●	—
Fixed Income/ duration*	●	●	—
Global Convertible Bonds	●	●	—
Commodities	●	●	—

REVUE DU MARCHÉ

Économie

Au deuxième trimestre, la zone euro est sortie de la récession en affichant une croissance de 0,3 % en glissement trimestriel. Sur une base annualisée, en revanche, la progression de 1,1 % reste inférieure à celle des États-Unis, qui ont revu leur chiffre de croissance à la hausse à 2,5 % en glissement trimestriel annualisé. L'économie allemande a réalisé une belle progression de 0,7 %, et la France a réservé une agréable surprise en s'adjudgeant 0,5 %. Le Portugal leur a cependant volé la vedette avec un gain d'1,1 % en glissement trimestriel et a pris la pole position parmi les membres de

Indice PMI manufacturier



Source : Bloomberg, Markit, BNPP IP



l'OCDE au deuxième trimestre. Les indicateurs avancés de la zone euro continuent à remonter la pente, envoyant ainsi des signaux prometteurs. Pour prendre un exemple, l'indice PMI espagnol du secteur manufacturier a indiqué une croissance pour la première fois en plus de deux ans.

Néanmoins, plusieurs facteurs continuent à freiner la croissance de la zone euro. À l'exception de mars 2013, les prêts bancaires sont en chute libre depuis plus d'un an. Par ailleurs, les carnets de commande du secteur manufacturier étaient toujours nettement dans le rouge en août. Les Pays-Bas devraient mettre en place de nouvelles mesures d'austérité. Quant à la France, elle pourrait se voir obligée de resserrer la vis. La Grèce a besoin d'un soutien supplémentaire et l'obtiendra probablement. La question que tout le monde se pose concerne plutôt la nouvelle restructuration de la dette. De son côté, le Portugal pourrait bien nécessiter une nouvelle injection de liquidités. En France, la consommation et les stocks ont été les principales sources de croissance. Par contre, les investissements ont chuté. De manière générale, les indices PMI et les exportations des marchés émergents ont montré des signes d'amélioration. Cependant, les actions, les obligations et les devises émergentes se sont repliées. Les investisseurs craignent en effet que ces classes d'actifs soient les principales victimes d'un allègement de l'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale (Fed).

Marchés d'actions

La perspective d'une réduction des rachats d'actifs mensuels de la Fed (85 milliards de dollars), probablement dès le mois de septembre, a retenu toute l'attention des marchés. Les



actions mondiales ont reculé de 2,3 % en dollars et de 1,7 % en euros. Les marchés émergents, qui ont fortement sous-performé depuis le début de l'année, ont légèrement devancé

les actions internationales libellées euros (-1,3 %) et les actions développées (-1,7 %).

Certaines devises émergentes ont subi d'importantes pressions à la vente, notamment celles des pays accusant un lourd déficit de la balance courante. En effet, ces derniers sont réputés vulnérables en cas d'essoufflement des afflux de capitaux. Parmi les actions des pays développés, l'Europe (-1,0 %) a surpassé le Japon (-1,6 %) et les États-Unis (-2,3 %). Toutefois, les préoccupations concernant la réduction du soutien de la Fed ne sont pas les seules en cause. La croissance bénéficiaire des entreprises s'est avérée modeste au deuxième trimestre, et certaines données économiques ont déçu aux États-Unis. Globalement, les statistiques n'annoncent pas une nette accélération de la croissance au second semestre après le rythme modéré observé durant la première partie de l'année. À la fin du mois, les probabilités d'une escalade de la guerre en Syrie ont fait grimper les prix du brut et pénalisé les actions internationales.

Marchés obligataires

Les taux des obligations d'État américaines et allemandes ont progressé de respectivement 16pb et 18pb. En revanche, les taux ont reculé de 7pb au Japon. Les taux de référence américains ont clôturé le mois à 2,75%, un sommet depuis juillet 2011. Les taux allemands ont, eux, clôturé le mois à 1,85%, un niveau inédit depuis novembre 2011. Le segment court de la courbe étant ancré par des taux d'intérêt officiels extraordinairement bas, cette dernière est pour l'heure extrêmement pentifiée, surtout aux États-Unis.



Les banques centrales n'ont pas modifié leur politique monétaire. Aux États-Unis, le déflateur des prix à la consommation des ménages, l'instrument préféré de la Fed



pour mesurer l'inflation, s'est maintenu à 1,2 % en glissement annuel pour le quatrième mois consécutif en juillet. Dans la zone euro, l'inflation apparente est tombée à 1,3 %. L'inflation ne devrait donc pas être un obstacle au maintien d'une politique monétaire très accommodante. Les primes de risque sur les obligations d'entreprises ont augmenté en seconde partie de mois. Compte tenu de la hausse des taux des emprunts d'État sous-jacents, le crédit a enregistré une performance nulle en euros. Les obligations émergentes ont cédé la totalité des gains des mois précédents. Leur rendement s'est avéré inférieur à celui des obligations d'entreprises et des actions.

CLIMAT D'INVESTISSEMENT

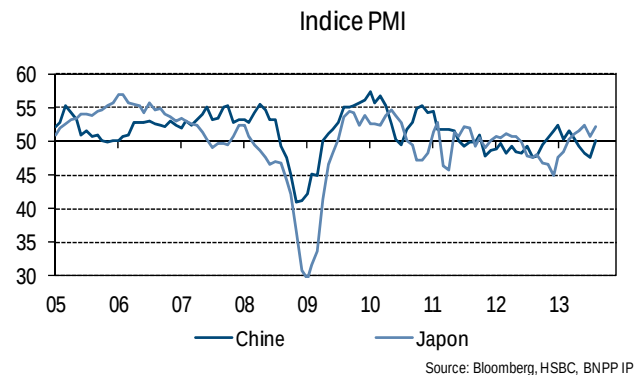
Les actions et les devises des pays émergents ont chuté depuis le début de l'année. Le courant vendeur a d'abord frappé les actions. La perspective d'un ralentissement des achats d'actifs par la Fed a ensuite fait plonger les devises. La décélération de la croissance et le besoin de réformes sont à présent intégrés dans les cours de ces marchés. Nous maintenons donc notre surpondération des actions émergentes. Nous surpondérons aussi les obligations émergentes libellées en devise forte afin de limiter notre exposition aux devises émergentes. Globalement, nous sommes neutres sur les actions.

Marchés émergents : le scénario de 1997 ne se reproduira probablement pas

Le dégagement massif sur les actions émergentes a ravivé le spectre d'une crise similaire à celle de 1997. En effet, plusieurs pays traversent une situation difficile, ce qui les rend vulnérables aux changements aux yeux des investisseurs. Citons notamment l'Inde et la Turquie confrontées à des déficits courants abyssaux. Mais même ici, les différences sont notoires : le besoin de réformes structurelles est par exemple plus pressant en Inde qu'en Turquie. Nous ne craignons pas la résurgence d'une crise pour les raisons suivantes. Bien que les devises émergentes ne fluctuent pas toujours librement, elles sont moins contrôlées qu'avant. Les pays ont donc plus de flexibilité pour s'adapter aux changements. La plupart des marchés émergents ont constitué d'abondantes réserves de change afin de réduire leur dépendance aux sources externes de financement. Les afflux de capitaux ont été canalisés vers les investissements directs : une grande partie de ces capitaux

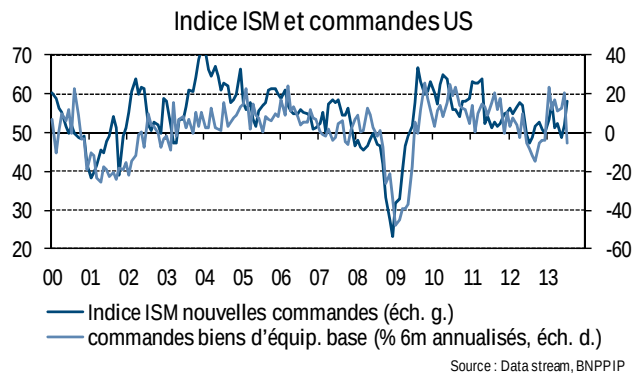
ne seront donc probablement pas retirés du pays rapidement. Par ailleurs, les perspectives de croissance en Chine ne sont plus aussi prometteuses. L'Europe et les États-Unis ne semblent pas développer pleinement leur potentiel de reprise. Pourtant, la croissance des économies émergentes devrait rester supérieure à celle des marchés développés. Par le passé, les actions émergentes ont sous-performé lorsque les résultats d'entreprises étaient en retrait. Or, les derniers chiffres sont meilleurs, tirés par une dynamique cyclique des indicateurs avancés et des exportations.

Les actions et plusieurs devises émergentes nous semblent donc sous-valorisées, d'où notre surpondération des actions émergentes.



Espoirs de croissance au second semestre

Les marchés continuent d'espérer une accélération de la croissance et des bénéfices au second semestre. Ces attentes sont réalistes pour la zone euro qui a tourné la page de la récession au deuxième trimestre. La pression fiscale et l'activité anémique du crédit bancaire pèseront sur la croissance. Cependant, les indicateurs avancés indiquent une amélioration. Aux États-Unis, ces espoirs risquent d'être déçus. La pression fiscale accentuée au début de l'année devrait diminuer, mais l'impact des réductions automatiques des dépenses perdura. Le marché de l'emploi ne s'est pas suffisamment redressé pour engendrer une forte croissance des revenus. La hausse des taux hypothécaires a obscurci le marché du logement. Nous nous attendons cependant à ce que le taux d'amélioration ralentisse, sans toutefois s'arrêter. Les commandes de biens d'équipement ont déçu en juillet : les dépenses d'investissement ne décollent pas.



Tout semble donc indiquer que les États-Unis ne pourront pas réitérer au second semestre la même performance qu'au premier, à savoir +1,8 % en rythme trimestriel annualisé.

Impacts sur l'investissement

La principale question qui agite les marchés financiers porte sur le moment où la Fed réduira ses achats d'actifs. Les chiffres de l'emploi devraient se détériorer pour convaincre la banque centrale de ne pas passer à l'acte – ou tout du moins annoncer une date de début du processus d'allègement – en septembre. La réaction du marché dépendra probablement des titres concernés par les réductions d'achats (bons du Trésor, titres hypothécaires ou les deux) et de l'éventuel maintien d'indications prévisionnelles. Actuellement, la Fed maintiendra ses taux bas tant que le chômage dépasse 6,5 %. Cette barre pourrait être ramenée à 6 % afin d'éviter une remontée des taux obligataires.

Dans un contexte où la croissance s'améliore légèrement, mais où la croissance des bénéfices déçoit et la politique monétaire suscite des incertitudes, nous préférons rester neutres sur les actions dans leur ensemble. Nous surpondérons les actions émergentes par rapport aux marchés développés, séduits par les valorisations attractives des actions et des devises émergentes. Nous préférons l'Europe aux États-Unis en raison de valorisations inférieures, même si le potentiel de croissance bénéficiaire y est plus faible. Les taux ne devraient pas augmenter sensiblement dans un contexte où les taux directeurs et l'inflation sont bas et la croissance modérée. Nous apprécions les obligations émergentes libellées en devise forte pour leur qualité de signature.



Allocation d'actifs¹

Multi-asset	Active weights		Δ active weight
	Aug-13	Sep-13	
Equities	●	●	—
Real Estate	●	●	—
Fixed Income/ duration*	●	●	—
Global Convertible Bonds	●	●	—
Commodities	●	●	—

Equities	Active weights		Δ active weight
	Aug-13	Sep-13	
European large caps	●	●	↑
European small caps	●	●	—
US large caps	●	●	↓
US small caps	●	●	—
Japan	●	●	—
Emerging markets	●	●	—

Real estate	Active weights		Δ active weight
	Aug-13	Sep-13	
European Real Estate	●	●	—
US Real Estate	●	●	—
Asian Real Estate	●	●	—

KEY		
Overweight: ●	Neutral: ●	Underweight: ●
Increase: ↑	No change: —	Decrease: ↓

Fixed income	Active weights		Δ active weight
	Aug-13	Sep-13	
Euro Govies	●	●	—
Euro Govies AAA	●	●	—
Euro Short Dated	●	●	—
Corporate bonds (EUR)	●	●	—
Collateralised bonds (EUR)	●	●	—
Euro Inflation Linked	●	●	—
High Yield (EUR)	●	●	—
High Yield (USD)	●	●	—
Emerging Bonds USD	●	●	—
Emerging Bonds Local Ccy	●	●	—

Foreign exchange	Active weights		Δ active weight
	Aug-13	Sep-13	
AUD	●	●	—
CAD	●	●	—
CHF	●	●	—
DKK	●	●	—
EUR	●	●	—
GBP	●	●	—
HKD	●	●	—
JPY	●	●	—
NOK	●	●	—
NZD	●	●	—
SEK	●	●	—
SGD	●	●	—
USD	●	●	—
EM FX	●	●	—

Perspectives en bref

- Les prévisions de croissance à l'échelle mondiale ont été révisées à la baisse à plusieurs reprises au cours du premier semestre. Le cycle économique n'est pas très positif mais avec la stabilisation du commerce international et les attentes revues à la baisse, nous avons ramené notre point de vue à une position neutre.
- La normalisation de la politique monétaire aux États-Unis pose un risque manifeste sur la plupart des marchés financiers (actions, matières premières, immobilier et produits de taux). C'est pourquoi nous sommes convaincus que la Fed agira avec modération et prudence. À noter que les taux d'intérêt à court terme ne sont pas prêts d'augmenter. Nous ne sommes pas dans la même situation qu'en 1994.
- L'Europe demeure fragile dans un contexte d'endettement élevé et de croissance atone. La politique monétaire peut endormir les marchés mais la croissance atone continue de former une entrave au consensus politique et à la légitimité démocratique. La crise aiguë de l'Union européenne s'est muée en problème chronique. La BCE veillant au grain, le risque systémique semble sous contrôle, mais le problème intrinsèque des endettements insoutenables n'a pas été résolu et reviendra certainement à l'avant-plan. La pression baissière sur les salaires et sur les prix se maintiendra, tant que le chômage ne recule pas.

¹ Ces tableaux reflètent les positions nettes par rapport à l'indice de référence au sein du portefeuille modèle stratégique de MAS. Le positionnement sur une classe d'actifs en particulier ne devrait pas être considéré isolément mais dans le contexte de l'ensemble du portefeuille.

* Le risque de duration est géré indépendamment de l'allocation sous-jacente aux produits de taux au moyen de contrats à terme sur les obligations d'État.



Actions	Neutralité
<i>Changement.</i> Nous restons neutres sur les actions internationales mais avons adapté notre allocation régionale en surpondérant les actions européennes par rapport aux américaines. Les actions européennes nous semblent offrir des valorisations intéressantes. La zone euro a quitté la récession au deuxième trimestre et les indicateurs avancés s'améliorent : nous avons donc suffisamment d'éléments qui justifient d'accentuer notre exposition. Nous ne nous attendons pas à une croissance plus forte en Europe qu'aux États-Unis, mais nous pensons qu'une croissance même légère justifie une meilleure notation des actions européennes. Aux États-Unis, les espoirs d'assister à un second semestre satisfaisant en termes de croissance et de résultats d'entreprises n'ont pas été confirmés pour l'instant. Nous maintenons notre surpondération des actions émergentes. Les actions et les devises émergentes étant sous-valorisées, nous pensons que le ralentissement de la croissance et les problèmes structurels ont été déjà largement intégrés dans les cours.	
Petites capitalisations :	Neutralité
<i>Statu quo.</i> A mesure que la récession diminue en zone euro, le cycle économique s'annonce plus prometteur pour les petites capitalisations européennes. Les valorisations deviennent plus intéressantes mais les conditions de crédit restent défavorables, ce qui explique notre positionnement neutre. Les valorisations pénalisent les petites capitalisations américaines. La faiblesse de leur rendement du dividende les rend peu attractives pour les investisseurs en quête de rendement. Nous sommes neutres sur les petites capitalisations américaines.	
Obligations d'État :	Duration longue
<i>Statu quo.</i> Nous avons conservé une position longue sur la duration sur les Bunds allemands. Les prévisions de croissance modeste, l'inflation sous contrôle, les taux d'intérêt plancher et l'assainissement budgétaire confirment le maintien de taux bas. Les taux US pourraient grimper si la Fed réduit ses achats d'actifs mais le marché a déjà anticipé ce scénario selon nous. De même, la Fed pourrait accentuer sa politique d'indications prévisionnelles sur ses taux directeurs. La courbe des taux étant déjà très raide, comme l'illustre le spread entre le taux des Fed funds et le taux à 10 ans, une croissance nominale plus forte sera nécessaire pour provoquer une pentification supplémentaire de la courbe.	
Obligations d'entreprises « investment grade » :	Sous-pondération
<i>Statu quo.</i> Les rendements des obligations européennes investment grade ont augmenté et ceci, davantage en raison de la hausse des taux des emprunts d'État que de l'élargissement du spread. Nous jugeons ces obligations surévaluées. Les déclassements étant supérieurs aux relèvements de notes de solvabilité, nous restons sous-pondérés sur les actions européennes malgré des finances d'entreprises relativement saines et un faible taux de défaut.	
Obligations à haut rendement	Neutralité
<i>Statu quo.</i> La faiblesse de la croissance profite à cette classe d'actifs, surtout compte tenu du faible taux de défaut et des conséquences du déclassement d'émetteurs <i>investment grade</i> qui entrent ainsi dans le segment du haut rendement. Les coupons peuvent sembler intéressants face aux obligations <i>investment grade</i> et aux emprunts d'État. Pourtant, les risques pour la croissance, surtout en Europe mais aussi aux États-Unis, nous ont convaincus de rester neutres.	



Obligations émergentes :	Surpondération
<i>Statu quo.</i> Les primes de risque ont augmenté lors du dégagement massif récent mais n'ont pas atteint les sommets enregistrés pendant la crise 2008/09, et encore moins ceux de la crise de 1998. Cette évolution souligne les atouts des obligations émergentes, notamment l'amélioration des notes de solvabilité, le potentiel de croissance, la solidité des comptes courants actuels et la stabilité relative de l'inflation. Les valorisations nous paraissent plus attrayantes, surtout au vu du rendement du coupon. Nous préférons les obligations libellées en USD. Le risque de nouvelle dépréciation des devises émergentes diminue selon nous. Nous sommes déjà exposés aux devises émergentes par le biais de notre surpondération des actions émergentes. L'exposition non couverte au dollar américain crée une position courte sur l'euro qui reflète notre prévision d'une dépréciation de l'euro.	
Obligations convertibles :	Neutralité
<i>Statu quo.</i> Une exposition limitée est bénéfique à la diversification, mais nous ne voyons actuellement aucune raison de nous écarter de l'indice de référence. Vu la faible liquidité de cette classe d'actifs, nous privilégions les positions actives dans les actions ou les obligations d'entreprises.	
Immobilier :	Surpondération
<i>Changement.</i> Nous avons accentué notre surpondération de l'immobilier américain par rapport aux actions US. Cette exposition maximale reflète notre opinion positive sur cette classe d'actifs. L'immobilier américain a pâti de la volatilité des taux obligataires, mais des facteurs tels que le redressement de l'emploi, le faible taux d'occupation et une activité de construction au ralenti soutiennent la classe d'actifs. En Europe, le taux d'occupation et les valorisations ne sont pas encourageantes, mais les rendements sont relativement élevés. Nous sommes neutres sur l'Europe et l'Asie.	
Matières premières	Neutralité
<i>Statu quo.</i> Les prix des matières premières, en particulier le pétrole et l'or, sont volatils en raison de la situation en Syrie. En outre, les frais de détention sont élevés et les prix sous pression en raison d'une offre abondante. L'amélioration des perspectives de croissance économique pourrait soutenir quelque peu cette classe d'actifs.	



Mention légale

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 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.