



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

The asset manager for a changing world

Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs

Octobre 2013



Joost van Leenders, CFA

Spécialiste en stratégie d'investissement,
allocation & stratégie

joost.vanleenders@bnpparibas.com

+31 20 527 5126

LE CONTEXTE D'INVESTISSEMENT EN BREF

- La Fed retarde la baisse de ses rachats d'actifs
- Les rendements obligataires chutent, les actions luttent
- Duration neutre

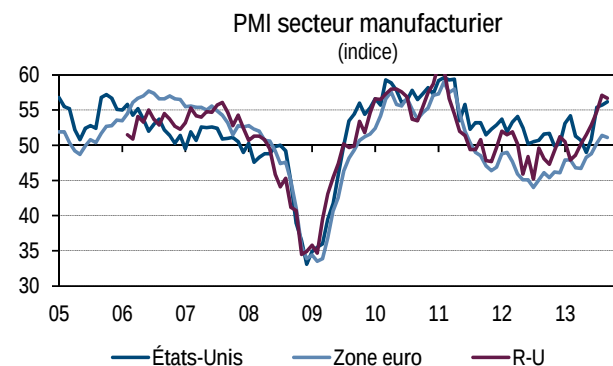
ALLOCATION D'ACTIFS EN BREF

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

REVUE DU MARCHÉ

Économie

Les indicateurs avancés ont continué de s'améliorer dans l'ensemble. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'indice PMI du secteur manufacturier suggère à présent une forte croissance. L'indice de la zone euro a poursuivi son avancée en territoire positif, la plupart des États membres ayant gagné du terrain.



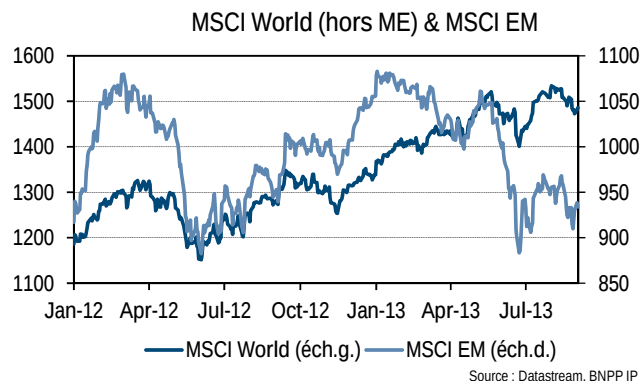
L'indice du climat économique de la zone euro s'est aussi globalement amélioré. Les résultats dans les économies émergentes sont en revanche contrastés. L'indice PMI s'est amélioré dans tous les principaux pays, mais il est resté coincé sous la barre des 50 dans certains autres. Ce résultat n'est



pas le signe d'une franche contraction, mais plutôt d'une croissance inférieure à la tendance. Les perspectives se sont améliorées. Au Japon, l'enquête trimestrielle Tankan est la meilleure depuis le dernier trimestre 2007. Aux États-Unis et dans la zone euro, l'économie a eu du mal à suivre l'enthousiasme des indicateurs avancés. La consommation américaine a modestement augmenté en août, tandis que les ventes au détail de juillet de la zone euro sont restées inférieures à celles de l'année précédente. Aux États-Unis, le marché immobilier a quelque peu souffert de la hausse des taux hypothécaires, tandis que la production industrielle de la zone euro a reculé plus que prévu en juillet. Les exportations émergentes se sont globalement intensifiées en août. Dans l'ensemble, la croissance mondiale s'améliore donc, même si cette progression reste lente et hétérogène.

Marchés d'actions

Les actions mondiales ont gagné 5% en dollars américains et 2,6% en euros. Les actions japonaises (+5,3%) ont surperformé les actions européennes (+4,8%), émergentes (3,8%) et américaines (+0,9%). Les deux premiers tiers du mois ont clairement été les plus positifs.



La réunion de la Réserve fédérale américaine des 17 et 18 septembre a été l'événement le plus attendu des marchés financiers. Les acteurs du marché avaient largement anticipé une légère baisse du montant des rachats d'actifs (actuellement de 85 milliards de dollars américains) par la Fed, une décision de bon augure puisqu'elle aurait signifié l'amélioration de l'économie. Toutefois, la Fed a créé la surprise en déclarant qu'elle continuerait sur sa lancée jusqu'à disposer de plus de preuves d'une reprise économique durable sans assouplissement quantitatif. Elle a ainsi anticipé les risques liés à une hausse des rendements obligataires et à l'impasse politique sur le budget et le plafond de la dette.

L'envolée des marchés boursiers n'a pas fait long feu. Une fois qu'ils ont réalisé que la Fed avait accentué l'incertitude et perdu sa crédibilité avec des perspectives de croissance plutôt optimistes, les marchés d'actions ont piqué du nez durant le dernier tiers du mois.

Marchés obligataires

Après quatre mois consécutifs de hausse, les rendements des obligations d'État américaines ont perdu 13pb. En Allemagne, les rendements ont fléchi de 7pb après un gain de 18pb en août, tandis que ceux du Japon, déjà extrêmement bas, ont cédé 3pb. En première partie de mois, les rendements se sont inscrits en hausse. Le 10 septembre, les rendements américains se sont rapprochés de 3%, leur point le plus haut depuis mi-2011, à la faveur de l'amélioration de l'économie et de la perspective d'une baisse du volume de rachats par la Fed. Cette dernière a réaffirmé son intention de ne pas relever ses taux dans l'immédiat, même si elle pouvait diminuer ses rachats d'actifs, ce qui maintient difficilement les rendements sous la barre des 3%. Lorsque la Fed a annoncé son intention de conserver son volume de rachats, notamment en raison d'une crainte d'un effet préjudiciable d'une hausse des rendements sur une économie fragile, ceux-ci ont subitement dégringolé. Vers la fin du mois, ils ont ainsi atteint 2,6%. Les rendements allemands se sont hissés juste au-dessus de 2% sur le mois. Ils ont ainsi profité de la décision de la Fed, même s'ils ont quand même achevé la période sur un recul d'environ 20pb à 1,8%. Les rendements des obligations d'entreprises de la zone euro sont restés inchangés. Aux États-Unis, le rendement des obligations high yield est descendu de 26pb, tant en raison d'une baisse des rendements des obligations d'État que d'une contraction des spreads de risque. Les spreads de risque des obligations émergentes libellées en dollars américains ont régressé un peu plus vite, entraînant une baisse des taux de 33pb.



Spread de risque des obligations émergentes
(EMBI+ indice)



Source : Bloomberg, BNPP IP

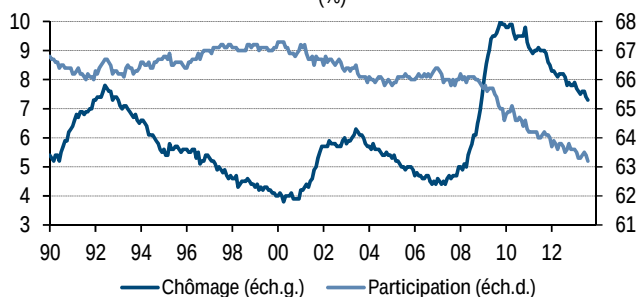
CLIMAT D'INVESTISSEMENT

La réunion du comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine du mois de septembre a sans conteste été l'événement récent le plus suivi des investisseurs. Alors que les prévisionnistes avaient largement prévu que la Fed diminue le montant de ses rachats d'actifs en faveur de la croissance, elle a au contraire surpris les marchés en décidant de ne pas agir en ce sens. Avec quelles conséquences ?

Économie trop faible pour un allègement du programme

Avant tout, la Fed veut disposer de plus de preuves tangibles d'une reprise économique durable avant de réduire le montant de ses rachats mensuels, actuellement à 85 milliards d'euros. En outre, la Fed craint que le récent durcissement des conditions financières (lire: la hausse des rendements obligataires) ralentisse le redressement de l'économie et de l'emploi. Elle considère aussi les joutes politiques au Congrès à propos du budget fédéral 2014 et du relèvement du plafond de la dette constituent un risque pour l'économie, où la croissance de l'emploi, les ventes au détail et les commandes de biens durables ont déçu dernièrement, tandis que la hausse des taux hypothécaires a pénalisé le marché immobilier.

Emploi aux États-Unis
(%)



Source : Datastream, BNPP IP

Néanmoins, nous pensons que la Fed a raté l'occasion d'alléger son soutien à l'économie alors que d'aucuns s'attendaient à une action en ce sens. Elle a donc perdu en crédibilité. La Fed a méprisé le taux de chômage en tant qu'indicateur de politique monétaire. En effet, il avait été prévu de commencer à réduire le montant des rachats cette année jusqu'à mi-2014 une fois le taux de chômage descendu à 7%. Entre-temps, le taux est descendu à 7,3%, mais seulement en raison d'une baisse du taux de participation. À présent, la Fed affirme que le taux de chômage n'est pas le seul indicateur dont elle tient compte. Nous pensons que les rendements obligataires seront davantage affectés que les actions.

Les taux obligataires resteront bas

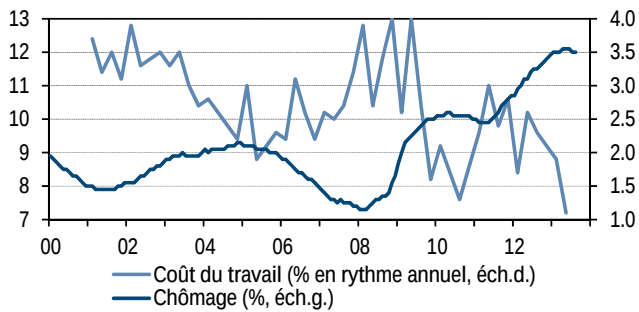
Dans la foulée de la réunion de la Fed, les taux ont dégringolé et n'ont cessé de décliner depuis. La détermination de la Fed pour le maintien des taux bas ne fait en tout cas plus aucun doute. La prochaine période la plus favorable à un début de réduction des rachats d'actifs cette année semble être le mois de décembre, mais tout dépend des statistiques. La Fed pourrait abaisser le seuil de chômage en-deçà duquel elle commencerait à relever les taux. La plupart des membres du comité de politique de la Fed n'anticipent un durcissement monétaire qu'en 2015 et un taux des Fed funds à 2% maximum d'ici fin 2016, une fois la croissance, l'inflation et le chômage normalisés. À noter que la Fed n'est pas la seule à comprimer les taux. Le Japon a lancé son plus grand programme d'assouplissement jamais réalisé et la Banque centrale européenne a réaffirmé qu'elle maintiendrait les taux de la zone euro à un faible niveau compte tenu de l'amélioration des perspectives de croissance et malgré une production industrielle décevante récemment. Il se pourrait même qu'elle lance de nouveaux prêts à long plus terme pour les banques. Dans l'intervalle, l'inflation ne fait pas partie des préoccupations. Le coût du travail dans la zone euro a enregistré sa plus lente progression au deuxième trimestre, tandis que l'inflation des pays émergents est restée stable à environ 4% depuis plus d'un an. La forte pentification de la courbe des taux offre aux investisseurs des opportunités de portage supplémentaire.¹

¹ Sur une courbe ascendante, les taux à dix ans sont supérieurs aux taux à neuf ans. Dès lors, si un investisseur achète une obligation à dix ans pour la revendre un an plus tard, il réalisera un bénéfice vu que l'évolution des cours est inversement proportionnelle à celle des taux. Plus la courbe est pentue, plus l'impact est significatif. Actuellement, le portage des Bunds allemands avec roulement des positions s'élève à environ 3,8%.

Réservé aux professionnels de l'investissement



Rémunération & chômage dans la zone euro



Source : Datastream, BNPP IP

Potentiel haussier limité pour les actions

Les marchés d'actions ont tout d'abord approuvé la décision de la Fed – une attitude plus accommodante étant en principe positive pour les actions, au contraire des incertitudes sur l'orientation de la politique monétaire. Par ailleurs, les revenus des entreprises américaines ont quasiment cessé de croître. Les hausses de cours des actions de ces derniers mois ont augmenté le ratio cours/bénéfices à un point tel que les actions américaines sont devenues surévaluées. Nous préférons leurs consœurs européennes et émergentes, dont les valorisations sont plus attrayantes et la croissance bénéficiaire progresse. Les perspectives économiques de ces régions s'améliorent. Avec une position neutre sur les actions japonaises, nous sommes neutres sur les actions en général.



Allocation d'actifs²

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

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

Real estate	Active weights		Δ active weight
	Sep-13	Oct-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
	Sep-13	Oct-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
	Sep-13	Oct-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 revues à la baisse à plusieurs reprises au cours du premier semestre. Le cycle économique n'est guère positif, mais la stabilisation du commerce international et l'abaissement des attentes nous amènent 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 sur fond d'endettement élevé et de croissance atone. La politique monétaire peut assouplir les marchés mais la croissance atone continue de former une entrave au consensus politique et à la légitimité démocratique. La crise de l'Union européenne s'est apaisée pour redevenir un 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.

² 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>Statu quo.</i> La Réserve fédérale américaine ayant décidé de ne pas réduire ses rachats d'actifs dans l'immédiat, la politique monétaire reste favorable aux actions, mais génère aussi un climat d'incertitude. Le débat en cours sur le budget 2014 et le plafond de la dette aux États-Unis sont nuisibles à court terme. Selon nous, les perspectives économiques sont globalement neutres, y compris compte tenu du léger regain de croissance aux États-Unis et dans la zone euro. Nous continuons de surpondérer les actions européennes et émergentes en raison de l'attrait des valorisations et de l'amélioration de la croissance. Le recul de l'inflation pourrait inciter la BCE à réduire encore ses taux ou émettre de nouveaux emprunts bancaires à plus long terme.	
Petites capitalisations :	Neutralité
<i>Statu quo.</i> La zone euro tournant progressivement la page de la récession, 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 le positionnement neutre. Les valorisations pénalisent les petites capitalisations américaines. Les investisseurs en quête de rendement les ignorent en raison de la faiblesse de leur rendement du dividende. Nous sommes neutres sur les petites capitalisations américaines.	
Obligations d'État :	Duration neutre
<i>Changement.</i> Nous avons dû abandonner notre position courte sur la duration des Bunds allemands juste après la réunion de politique monétaire de la BCE en septembre, car le discours du président Draghi n'a pas suffi à endiguer la hausse des taux. 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 américains ont dégringolé après la décision de la Fed de maintenir son volume de rachats d'actifs dans le but de comprimer les taux. Comme l'illustre le spread extrêmement large 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 d'entreprises « investment grade » sont restés inchangés. Nous continuons de penser que ces obligations sont surévaluées. Les déclassements restant supérieurs aux relèvements de notes, nous conservons notre sous-pondération par rapport aux actions européennes malgré des bilans relativement sains 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 vu le faible taux de défaut et les conséquences du déclassement d'émetteurs « investment grade » qui entrent ainsi dans le segment du haut rendement. Leurs coupons peuvent sembler intéressants par rapport à ceux des obligations d'État et « investment grade », mais ils sont historiquement bas. Nous restons neutres compte tenu des risques qui pèsent sur la croissance, notamment en Europe et dans une certaine mesure aux États-Unis.	
Obligations émergentes :	Surpondération
<i>Statu quo.</i> Les spreads de risque se sont contractés à la suite de la décision de la Fed. Le redressement des indicateurs de croissance a aussi calmé les craintes d'une crise imminente des marchés émergents. Nous restons convaincus de leurs atouts, y compris l'amélioration des notes de crédit et l'inflation relativement stable. Nous ne pensons pas que les devises émergentes continueront de baisser, mais nous sommes déjà exposés par notre surpondération des actions émergentes. Nous privilégions toujours la dette en dollars américains, d'où notre position courte sur l'euro, qui traduit notre anticipation d'une dépréciation.	



Obligations convertibles :	Neutralité
<i>Statu quo.</i> Une exposition limitée est bénéfique à la diversification, mais nous ne voyons actuellement aucune raison de s'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>Statu quo.</i> Nous surpondérons l'immobilier américain. Ce dernier a pâti de la volatilité des taux obligataires, mais des facteurs comme le redressement de l'emploi, le taux d'inoccupation en baisse et une activité de construction au ralenti soutiennent la classe d'actifs. En Europe, le taux d'inoccupation et les valorisations décourageraient plus d'un investisseur, si les rendements n'étaient pas 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 géopolitique en Syrie. Le pétrole a décliné une fois qu'une intervention menée par les États-Unis est devenue moins probable. Par ailleurs, le maintien de cette classe d'actifs en portefeuille est coûteux, ses prix sont sous pression en raison de l'offre, mais elle pourrait bénéficier de l'amélioration des perspectives de croissance.	



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.