



Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs

Décembre 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

- Amélioration généralisée des indices PMI
- Le *tapering* est inscrit dans les étoiles, mais pour quand ?
- Allocation d'actifs : surpondération du haut rendement ; réduction de la surpondération de la dette émergente libellée en USD

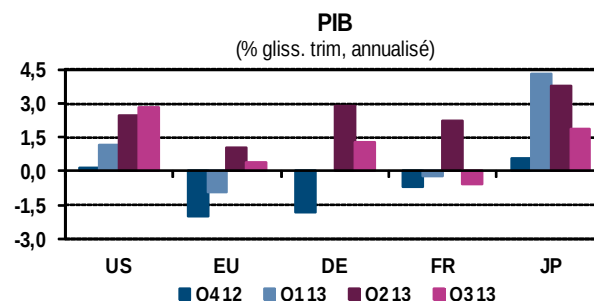
ALLOCATION D'ACTIFS EN BREF

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

REVUE DU MARCHÉ

Économie

L'économie américaine a progressé de 2,8 % en glissement trimestriel annualisé au troisième trimestre¹. Ce chiffre peut paraître plus élevé qu'il ne l'est en réalité : en effet, l'accumulation des stocks représente à elle seule 0,8 points de pourcentage de la croissance. La consommation et les investissements des entreprises ont augmenté modestement.



Source : Datastream, BNPP IP

La croissance en zone euro s'essouffle, rétrogradant de 1,1 % au 2^e trimestre à 0,4 % au troisième. Il faut dire qu'après un 2^e trimestre très encourageant, la croissance allemande est rentrée dans le rang, tandis que la France replongeait en

¹ Sources pour toutes les données : Bloomberg et Datastream au lundi 2 décembre 2013



territoire négatif. Les économies espagnole et portugaise ont poursuivi leur redressement, pendant que les Pays-Bas sortaient de la récession. En Italie, l'économie a reculé mais dans une moindre mesure. Les indicateurs prévisionnels comme les indices PMI restent orientés à la hausse. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, ces indicateurs se sont établis largement au-dessus de la barre des 50, signalant une expansion plutôt soutenue. Quant à la zone euro, ils étaient supérieurs à 50, mais dans une moindre mesure. En France, ce baromètre n'a pas atteint ce pivot, s'enfonçant même encore un peu plus. Les indices PMI se sont améliorés sur les marchés émergents aussi, notamment en Corée du Sud, à Taiwan et en Inde, mais ont fait du surplace en Chine (mais reste au-dessus de 50). La croissance des exportations s'est certes accélérée en zone euro, au Japon et dans plusieurs pays émergents, mais généralement à des taux modestes. Les autorités chinoises ont annoncé un vaste programme de réformes, mais les effets à court terme devraient être limités selon nous. La faiblesse de l'inflation a contraint la BCE à ouvrir publiquement le débat sur un assouplissement quantitatif ; ce scénario ne nous semble toutefois pas très probable à court terme.

Marchés d'actions

Les actions internationales ont progressé de 1,2 % en dollars américains (USD). La parité euro-dollar n'ayant pas évolué, les performances sont les mêmes en euros. Les actions développées (+1,5 %) ont surperformé les actions émergentes (-1,6 %), et les actions américaines (+2,3 %) ont devancé les actions européennes (1,4 %) et japonaises (0,7 %). Les actions ont poursuivi leur redressement à un rythme de croisière : les indices de volatilité comme le VIX aux États-Unis et le VDAX en Allemagne sont restés bas.

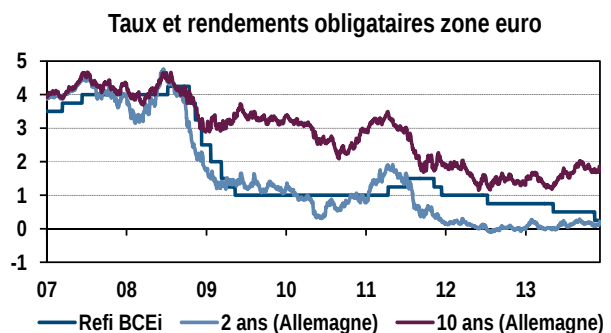


Ils ont fluctué au jour le jour au gré des conjectures sur le calendrier de réduction des achats d'actifs par la Réserve

fédérale américaine, mais les perspectives du *tapering* n'ont pas empêché les actions des marchés développés de grimper. Dans un premier temps, les actions émergentes ont pâti de la perspective du *tapering* aux États-Unis avant de rebondir sur fond de hausse des indicateurs de croissance et de l'annonce d'un vaste programme de réformes en Chine.

Marchés obligataires

Les rendements des obligations d'État américaines ont évolué en hausse de 21pb, pendant que les taux allemands et japonais faisaient du surplace. Malgré la hausse des rendements américains, ceux-ci restent en deçà du sommet atteint début septembre. Cette évolution ne résulte pas du report du *tapering* mais plutôt d'indices sérieux selon lesquels la Fed accompagnerait l'annonce du début du *tapering* d'indications prévisionnelles plus fermes sur le maintien des taux bas. Par ailleurs, la faiblesse de l'inflation contribue à maintenir les rendements obligataires bas. La BCE a réduit ses taux un mois avant les prévisions du marché.



Source: Datastream, BNPP IP

Deux dirigeants de la BCE ont abordé la question de l'assouplissement quantitatif mais nous pensons qu'il s'agit plutôt d'une manœuvre visant à montrer au marché que l'arsenal de la BCE est bien plus fourni que le seul levier des taux. Le scénario d'un assouplissement quantitatif à court terme nous semble très peu probable. Les primes de risque ont peu évolué dans un contexte de marché calme. Les *spreads* des obligations *investment grade* et à haut rendement se sont quelque peu contractés en Europe, mais sont restés stables aux États-Unis. Au sein de la zone euro, les primes de risque sur les emprunts d'État grec et espagnol ont augmenté, mais ont légèrement baissé pour le Portugal, l'Italie et la France. Le déclassement par Standard and Poor's de la note d'émetteur souverain des Pays-Bas de AAA à AA+ n'a pas eu d'impact sur les rendements obligataires.

Réservé aux professionnels de l'investissement

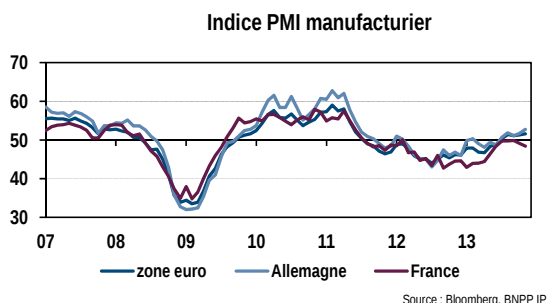


CLIMAT D'INVESTISSEMENT

Si le calendrier exact est encore incertain, personne ne doute que la Réserve fédérale américaine procédera à la réduction de ses achats d'actifs. Les actions développées ont progressé en novembre pour le troisième mois consécutif. En revanche, les actions émergentes ne sont pas parvenues à terminer le mois dans le vert. Cette discordance soulève la question suivante : comment les marchés d'actifs réagiront-ils au début effectif du *tapering* ?

Amélioration du cycle mondial

Les derniers indices PMI confirment une amélioration du cycle économique mondial. Aux États-Unis, l'indice ISM manufacturier a enregistré une hausse impressionnante au cours des six derniers mois. Novembre a aussi réservé quelques surprises négatives. Par exemple, les indices PMI manufacturiers espagnol et français ont signalé une contraction dans ce secteur. Heureusement, ce repli a été compensé par les hausses en Allemagne et en Italie – où les PMI évoluent largement au-dessus de 50 – et au Royaume-Uni dont le PMI manufacturier figure parmi les plus élevés au monde.



Si les indices PMI en Chine ont fait du surplace, ceux en Corée du Sud, Taïwan et Inde ont grimpé sensiblement. L'indice du climat économique de la zone euro augmente dans l'ensemble, à l'exception de la France.

Le moteur de l'économie mondiale connaît, selon nous quelques ratés. La croissance des investissements des entreprises américaines est modérée et les commandes ne donnent aucun signe d'amélioration imminente. En zone euro, le processus de désendettement du secteur privé a à peine commencé et la croissance n'est pas suffisamment forte pour

faire redescendre le taux de chômage record. Les marchés émergents pénalisés par un déficit courant ont affiché leur vulnérabilité aux fluctuations de la confiance des investisseurs. Ceci dit, la pression budgétaire diminue et la politique monétaire reste très accommodante.

Le *tapering* est inscrit dans les étoiles

Qu'il tombe en décembre ou en mars de l'année prochaine, le *tapering* est inscrit dans les étoiles : la Fed réduira bel et bien son programme d'achat d'actifs qui brasse actuellement 85 milliards de dollars. D'une part, les derniers comptes rendus des réunions de politique monétaire confirment le *tapering* dans les prochains mois. D'autre part, les dirigeants de la Fed soulignent déjà que les effets pervers du programme d'achat de la Fed – principalement le risque de formation de bulles d'actifs – gagnent en importance par rapport aux bénéfices en termes de taux d'intérêt et de liquidité. La réaction des marchés dépendra largement de la capacité de la Fed à empêcher les taux obligataires de s'envoler. Les études récentes menées par la Fed suggèrent que le recours à des indications prévisionnelles sur les taux d'intérêt serait plus efficace et présenterait moins de risques que l'assouplissement quantitatif. Lorsque la Fed commencera à ralentir ses achats, elle pourrait également préciser qu'elle ne relèvera pas ses taux aussi longtemps que le chômage ne redescendra pas sous le seuil de 6,5 %. Ben Bernanke a rappelé que la Fed pourrait garder des taux bas même si ce seuil était franchi. Son successeur, Janet Yellen, n'a pas laissé entendre qu'elle commencerait le *tapering* prochainement.

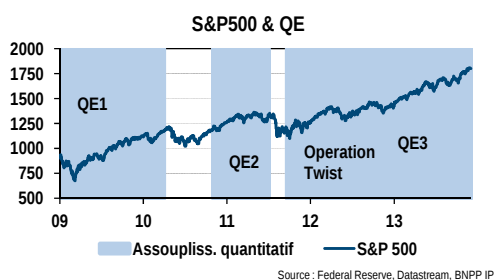
De son côté, la BCE a surpris les marchés en réduisant ses taux directeurs. Par ailleurs, deux gouverneurs ont ouvertement avancé la possibilité d'un assouplissement quantitatif. Nous ne pensons pas que l'institut de Francfort empruntera cette voie à court terme. Le but premier était d'apaiser les craintes déflationnistes et de montrer que la BCE a plus d'une corde à son arc.

Les marchés auraient-ils déjà intégré le *tapering* dans les cours ?

Depuis que Bernanke a parlé de *tapering* en mai dernier, les actions américaines et européennes ont gagné 8,8 % et 3,6 % respectivement en monnaie locale. En revanche, les actions émergentes et japonaises ont connu une période plus difficile. Les développements au Japon reflètent aussi les doutes sur



l'efficacité des plans de relance et de réforme du Premier ministre Abe. Les rendements des obligations d'État ont augmenté aux États-Unis, même si le sursaut initial a été en partie effacé. Les taux allemands ont progressé plus légèrement, alors que ceux au Japon ont pris la direction inverse. Les performances des obligations d'entreprises libellées en euros sont négatives en raison de la faiblesse du dollar. Quant aux obligations émergentes, la correction a été spectaculaire.



Ces tendances nous donnent l'impression que les actions développées devraient pouvoir résister au *tapering*, étant donné que tant les perspectives bénéficiaires que les économies développées s'améliorent. Nous considérons les actions américaines comme surévaluées, raison pour laquelle nous les sous-pondérons par rapport aux actions européennes. Concernant les actions, les obligations et les devises émergentes, nous estimons que le scénario du *tapering* a déjà été intégré dans les cours. Nous surpondérons les actions émergentes et avons décidé de ne pas couvrir le risque de devise. Nous avons allégé notre surpondération des obligations émergentes libellées en USD compte tenu du risque que représente le *tapering*, bien que leurs perspectives en termes de fondamentaux continuent de nous séduire. Nous sommes passés à une surpondération du haut rendement européen. Nous apprécions le portage de ces obligations en raison de la solidité des fondamentaux des entreprises sous-jacentes. Selon nous, les banques centrales, aidées par la faiblesse de l'inflation, parviendront à empêcher l'envol des taux obligataires.



Allocation d'actifs²

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

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

Real estate	Active weights		Δ active weight
	Nov-13	Dec-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
	Nov-13	Dec-13	
Euro Govies	●	●	↓
Euro Govies AAA	●	●	—
Euro Short Dated	●	●	↓
Corporate 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
	Nov-13	Dec-13	
AUD	●	●	—
CAD	●	●	—
CHF	●	●	—
DKK	●	●	—
EUR	●	●	—
GBP	●	●	—
HKD	●	●	—
JPY	●	●	—
NOK	●	●	—
NZD	●	●	—
SEK	●	●	—
SGD	●	●	—
USD	●	●	—
EM FX	●	●	—

Perspectives en bref

- La normalisation de la politique monétaire aux États-Unis pose un risque manifeste dans la plupart des marchés financiers (actions, matières premières, immobilier et produits de taux). Toutefois, la Réserve fédérale américaine ne commencera à alléger son programme qu'en 2014, lentement et prudemment. 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 reste fragile en raison d'un endettement élevé et d'un manque de croissance malgré l'amélioration des statistiques économiques dernièrement. 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.
- Un consensus clair s'accorde sur le fait que 2014 sera une année favorable à la croissance mondiale, notamment dans le monde développé. Toutefois, le cycle économique manque de vigueur, les autorités responsables du budget américain semant régulièrement la confusion et minant la confiance, tandis que les retombées liées à l'augmentation de l'endettement du secteur privé en Chine ne se dissiperont pas de sitôt.

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
Statu quo. Alors que les actions émergentes ont subi le contrecoup de la perspective d'une réduction des achats d'actifs par la Fed, les actions développées ont surfé sur cette vague. Nous pensons donc que le ralentissement des achats d'actifs aux États-Unis est à présent intégré dans les cours. Les valorisations onéreuses ne nous incitent pas à surpondérer les actions. Nous préférons les actions émergentes et européennes qui offrent des valorisations et un potentiel d'amélioration des marges bénéficiaires plus intéressants. Enfin, nous sommes neutres sur les actions japonaises.	
Petites capitalisations :	Surpondération
Changement. Les perspectives bénéficiaires des petites capitalisations américaines s'embellissent. Les valorisations ont diminué quelque peu récemment mais restent encore élevées. Surtout, nous assistons au début d'un cycle de fusions et acquisitions qui devrait soutenir les cours des petites capitalisations américaines dans les prochains mois. Nous surpondérons donc les petites capitalisations américaines par rapport aux grandes et sommes neutres sur l'Europe.	
Obligations d'État :	Duration neutre
Statu quo. L'inflation a reculé récemment aux États-Unis et dans la zone euro. Les banques centrales s'efforcent de maintenir les taux à des niveaux planchers. La Fed pourrait renforcer sa politique d'indications prévisionnelles afin d'atténuer l'impact du <i>tapering</i>. La BCE a réduit ses taux et a abordé ouvertement la question d'un éventuel assouplissement quantitatif. Avec le temps, les rendements américains devraient selon nous remonter, pour autant que la croissance du PIB nominal augmente. En Europe, le risque de hausse des taux nous semble très limité.	
Obligations d'entreprises <i>investment grade</i> :	Neutralité
Statu quo. Les perspectives économiques et les conditions de crédit ne sont plus négatives sans être pour autant favorables à nos yeux. Nous observons en outre moins de changements de notation et surtout moins de déclassements dans cette classe d'actifs. Les <i>spreads</i> peuvent encore se resserrer, mais les taux sont déjà extrêmement bas : nous préférons jeter notre dévolu sur d'autres produits de taux.	
Obligations à haut rendement :	Surpondération
Changement. Le taux de défaut dans le segment du haut rendement européen est faible, et la situation ne devrait pas changer prochainement. Cette classe d'actifs pourrait profiter d'un assouplissement quantitatif de la part de la BCE. Le rendement des coupons nous semble aussi attrayant. Le <i>tapering</i> de la Fed représente un risque mais depuis que nous surpondérons le haut rendement par rapport aux obligations d'État, lesquelles ont généralement des durées plus longues que le haut rendement, cette position débouche au final sur une durée courte. Cela signifie dans la pratique que la hausse des rendements obligataires est couverte.	
Obligations émergentes :	Surpondération
Changement. Les <i>spreads</i> de rendement ont atteint un sommet en mai et en juin et sont restés élevés depuis. Nous pensons que cette évolution confirme que le <i>tapering</i> a probablement été intégré dans les cours. Même si la banque centrale américaine allégera tôt ou tard son programme d'achat d'actifs, nous restons convaincus de la vigueur des marchés émergents, notamment en raison d'une amélioration des notes de crédit et de la stabilité relative de l'inflation. Selon nous, les devises émergentes restent sous-évaluées, mais nous y sommes déjà exposés via notre surpondération des actions émergentes. Nous privilégions toujours la dette en dollar américain, d'où notre position courte sur l'euro, qui traduit notre anticipation d'une dépréciation. Nous avons allégé notre surpondération.	



Obligations convertibles :	Neutralité
Statu quo. 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
Statu quo. Nous surpondérons l'immobilier américain. Ce dernier a pâti de la volatilité des taux obligataires, mais des facteurs comme le redressement de l'emploi, la baisse du taux d'inoccupation et une activité de construction au ralenti soutiennent la classe d'actifs. En Europe, le taux d'inoccupation et les valorisations sont inintéressants. Toutefois, les rendements relativement élevés nous incitent à rester neutres. Nous sommes également neutres sur l'Asie.	
Matières premières	Neutralité
Statu quo. Les prix des matières premières dans l'ensemble n'ont pas fortement évolué ces derniers mois. Les risques politiques se sont atténués, comme l'illustre le cours du pétrole. L'or a perdu de son éclat. D'un point de vue fondamental, les perspectives nous paraissent neutres : l'accélération de la croissance économique pourrait stimuler la demande, mais elle pourrait ne pas suffire à absorber l'offre en hausse. De surcroît, le coût de détention de cette classe d'actifs dans un contexte de taux faibles est défavorable selon nous.	



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.

www.bnpparibas-ip.com