



Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs

Janvier 2014



Joost van Leenders, CFA
Chief Economist

joost.vanleenders@bnpparibas.com

+31 20 527 5126

LE CONTEXTE D'INVESTISSEMENT EN BREF

- Réaction contenue des marchés au lancement du *tapering*
- Amélioration des perspectives économiques
- Allocation d'actifs : surpondération des actions

ALLOCATION D'ACTIFS EN BREF

Multi-asset	Active weights		Δ active weight
	Dec-13	Jan-14	
Equities	●	●	↑
Real Estate	●	●	—
Fixed Income/ duration*	●	●	—
Global Convertible Bonds	●	●	—
Commodities	●	●	—

REVUE DU MARCHÉ

Économie

La Réserve fédérale américaine (Fed) a annoncé qu'à partir de janvier 2014, les achats de T-notes dans le cadre de la politique quantitative (QE) seraient de 40 milliards de dollars par mois et ceux de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) de 35 milliards. Il s'agit d'une réduction (« tapering ») très limitée. Le taux objectif des Fed Funds sera maintenu à son niveau actuel (0 % à 0,25 % depuis décembre 2008) « bien après le passage du taux de chômage sous 6,5 % ». C'est un message fort qui laisse de surcroît plus de liberté dans la conduite de la politique monétaire alors que le taux de chômage s'est établi à 7 % en novembre et que les données économiques se sont améliorées au cours des dernières semaines. La croissance du PIB du 3^e trimestre a été revue à 4,1 % (rythme annualisé) avec une meilleure tenue de la demande interne finale, même si la contribution des stocks reste importante (1,7 %).¹ La consommation a connu une accélération au début du 4^e trimestre, tout comme l'activité manufacturière (production et commandes de biens durables) et le marché immobilier. Dans la zone euro, la croissance du

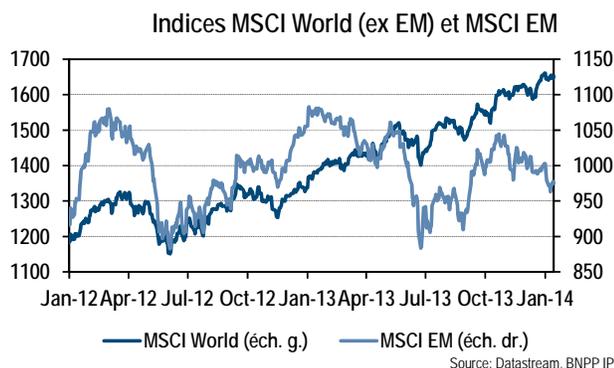
¹ Sources pour toutes les données : Bloomberg, Datastream et Factset au 9 janvier 2014.



PIB a ralenti au 3^e trimestre (à 0,1 % seulement après 0,3 % au 2^e) avec des divergences entre les pays. L'Allemagne affiche une croissance soutenue, tandis que d'autres sont davantage à la peine. Par exemple, l'indice PMI reflète un huitième mois consécutif d'expansion dans le secteur manufacturier allemand (54,2) alors que l'activité industrielle s'est au contraire contractée en France (indice à 47,1, au plus bas depuis mai). Même si des doutes apparaissent sur l'efficacité à long terme de la politique économique du gouvernement japonais, les résultats des plans de relance sont toujours visibles et le yen a recommencé à baisser. Dans les pays émergents, les exportations restent bien orientées et l'indice PMI semble désormais bien installé au-dessus de 50, seuil qui sépare l'expansion de l'activité de sa contraction, même si des différences importantes demeurent entre les pays et que des tensions politiques sont apparues (Thaïlande, Turquie, Ukraine).

Marchés d'actions

L'indice MSCI AC World exprimé en dollars a progressé de 1,6 % en décembre, tandis que l'indice MSCI Emerging reculait de 1,5 %.



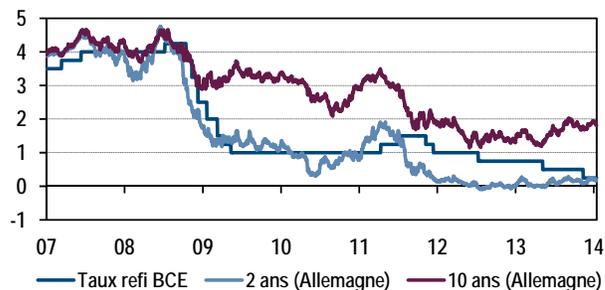
Les nouvelles en provenance des États-Unis expliquent largement les récents mouvements des marchés. Dans un premier temps, les actions ont pâti des solides données économiques par crainte d'une modification brutale de la politique monétaire de la Fed. Malgré un compromis budgétaire trouvé le 12 décembre dernier à Washington, qui constitue un premier pas encourageant, les investisseurs sont restés prudents jusqu'à la réunion du FOMC des 17 et 18 décembre. L'annonce d'une modeste réduction des achats de titres à partir de janvier et du maintien des taux directeurs très bas pendant longtemps a rassuré si bien que les bons indicateurs publiés par la suite ont été salués par de nouveaux

records boursiers. Les indices américains (+2,4 % pour le S&P 500) ont surperformé leurs homologues européens (+0,7 % pour l'Eurostoxx 50) mais, parmi les grands marchés développés, c'est la Bourse de Tokyo qui enregistre la plus forte hausse mensuelle (+4 % pour le Nikkei 225) grâce à la dépréciation du yen.

Marchés obligataires

Les taux longs américains à 10 ans se sont tendus de 29pb à 3,03 % (au plus haut depuis la mi-2011) en lien avec la politique monétaire suivie par la Fed. Des données économiques plus solides qu'attendu, les anticipations autour du « tapering » et l'annonce à l'issue de la réunion du FOMC des 17 et 18 décembre d'une réduction de 10 milliards de dollars américains par mois des achats de titres à partir de janvier expliquent cette évolution. Dans la zone euro, le rendement du Bund allemand a connu une tension équivalente mais est resté en deçà de ses points hauts de l'année touchés en septembre.

Taux et rendements obligataires zone euro



Source: Datastream, BNPP IP

Le taux à 10 ans a terminé le mois à 1,93 % (+24pb), essentiellement influencé par les évolutions outre-Atlantique. Début décembre, la BCE a confirmé que les taux directeurs « resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée » mais n'a pas annoncé de mesures non conventionnelles supplémentaires. En particulier, Mario Draghi a précisé qu'un nouveau LTRO (refinancement à long terme des banques) ne serait mis en place qu'avec la certitude que les sommes empruntées seraient utilisées pour soutenir l'économie réelle et pas pour des opérations de portage. Malgré cette déclaration, qui vise explicitement l'attitude des banques commerciales italiennes et espagnoles, les taux périphériques ont plutôt bien résisté à la dégradation des marchés obligataires venue des États-Unis. Au contraire, le rendement de l'OAT française s'est tendu de 41pb par



rapport à fin novembre pour les échéances à 10 ans malgré des données économiques plutôt décevantes. Aux États-Unis comme en Europe, les spreads de crédit (« investment grade » et à haut rendement) se sont légèrement resserrés.

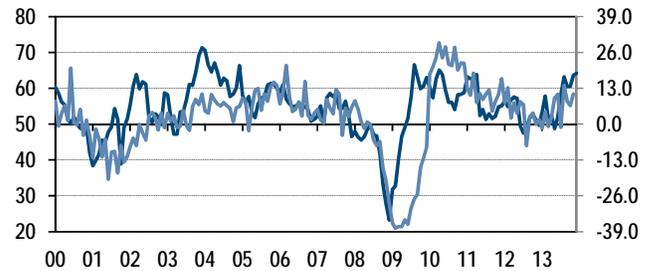
CLIMAT D'INVESTISSEMENT

Nous avons écrit le mois dernier que les Bourses devraient être en mesure de résister à l'allègement des rachats d'actifs par la Fed, et c'est le cas pour l'instant. Après l'annonce du lancement du *tapering* le 18 décembre dernier, les marchés d'actions développés ont terminé l'année sur une note positive. À présent, une certaine fébrilité est en train de gagner les marchés développés, alors que les actions émergentes se tassent. Étant donné les valorisations relativement élevées et l'absence de correction importante depuis le printemps 2012, nous pensons que seuls la croissance et des bénéfices en hausse parviendront à faire progresser les marchés. Comme nous tablons sur ce scénario, nous surpondérons les actions.

Indicateurs solides aux États-Unis

Les dernières données économiques américaines sont très bien orientées. La croissance au 3^e trimestre en rythme trimestriel annualisé a été revue à la hausse à 4,1% contre 2,8% initialement.¹ Le changement le plus notable concerne la consommation qui a rebondi beaucoup plus que prévu. Nous pensons que la consommation est restée soutenue au 4^e trimestre aussi. En effet, le marché du travail se redresse à l'instar de meilleurs chiffres de l'emploi jusqu'à novembre. La hausse des prix des maisons et le rebond boursier ont contribué à cette dynamique positive. Pendant la majeure partie de 2013, les investissements des entreprises ont brillé par leur absence. Cela n'a pas empêché l'indice ISM manufacturier de flirter avec un sommet de plusieurs années en décembre. De même, les commandes de biens durables ont progressé en novembre, une tendance qui devrait se poursuivre.

Indice ISM US et commandes de biens durables



— ISM nouvelles commandes (éch. g.)
 — Commandes biens dur. (% gliss. ann., éch. dr.) Source: Datastream, BNPP IP

Les chiffres en provenance d'autres régions sont en amélioration. L'indice PMI manufacturier de la zone euro a progressé en décembre pour atteindre un plus-haut depuis mai 2011, malgré l'apparition d'une disparité inquiétante entre la bonne santé de l'économie allemande et la faiblesse de l'économie française. Autre signe encourageant, les PMI italien et espagnol signalent à présent une croissance du secteur de la manufacture. Le commerce extérieur aussi apporte sa pierre à l'édifice grâce à la bonne tenue de l'euro. Au rayon des nouvelles moins positives figure la contraction prolongée de l'activité de prêts bancaires. Le Japon continue de profiter des mesures de soutien monétaire et budgétaire. Ceci dit, nous ne pensons pas que la dynamique de croissance soit suffisamment forte pour résister à la hausse de la taxe sur la consommation prévue plus tard cette année. Les salaires corrigés de l'inflation sont déjà sous pression, étant donné que l'inflation a réagi plus rapidement à la politique monétaire de la Banque du Japon que les salaires nominaux. Les indices PMI et les exportations des pays émergents progressent, mais pas de manière uniforme.

Vers un rebond éphémère ou durable ?

À l'aube de cette nouvelle année, la principale question sur toutes les lèvres est : le rebond va-t-il continuer ? Les Bourses, surtout celles dans les régions développées, ont grimpé bien plus que les résultats des entreprises en 2013, les marchés ayant anticipé le redressement. Cette situation nous incite à faire preuve d'une certaine prudence, surtout vis-à-vis des valorisations américaines. Néanmoins, la bonne réaction des actions développées au lancement du *tapering* est de bon augure : elles ont gagné 3,3% en dollar depuis cette annonce. Nous ne voyons aucun signe précurseur d'une correction à l'heure actuelle. Si la publication des prochains résultats d'entreprises venait à décevoir, elle pourrait enrayer la dynamique, mais compte tenu des perspectives économiques

Réservé aux professionnels de l'investissement



en hausse, ce scénario nous paraît peu probable. De plus, nous avons observé une reprise des activités de fusions-acquisitions, qui devrait perdurer compte tenu de la faiblesse des taux, des trésoreries pléthoriques des entreprises et de l'amélioration des « esprits animaux » entre les entreprises. Plus particulièrement, les États-Unis ont connu une augmentation régulière du nombre d'introductions en Bourse. Nous sommes donc passés à une surpondération des actions développées.

Rendements obligataires marchés émergents
(EMBI + indice)



Source: Bloomberg, BNPP IP

Dans l'obligataire, nous avons conservé les positions qui donnent un portage positif. Nous surpondérons les obligations à haut rendement européennes. Alors que les obligations émergentes avaient accusé le coup dès l'annonce en mai 2013 d'un éventuel *tapering*, elles ont bien résisté à son lancement effectif en décembre. Nous apprécions la qualité des fondamentaux de cette classe d'actifs. Étant donné que nous surpondérons déjà les actions émergentes, nous ne voulons pas élargir le risque de devise à nos positions obligataires. Dès lors, nous préférons maintenir la surpondération de la dette locale émergente libellée en devise forte.



Allocation d'actifs²

Multi-asset	Active weights		Δ active weight
	Dec-13	Jan-14	
Equities			
Real Estate			
Fixed Income/ duration*			
Global Convertible Bonds			
Commodities			

Equities	Active weights		Δ active weight
	Dec-13	Jan-14	
European large caps			
European small caps			
US large caps			
US small caps			
Japan			
Emerging markets			

Real estate	Active weights		Δ active weight
	Dec-13	Jan-14	
European Real Estate			
US Real Estate			
Asian Real Estate			

KEY		
Overweight:	Neutral:	Underweight:
Increase:	No change:	Decrease:

Fixed income	Active weights		Δ active weight
	Dec-13	Jan-14	
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
	Dec-13	Jan-14	
AUD			
CAD			
CHF			
DKK			
EUR			
GBP			
HKD			
JPY			
NOK			
NZD			
SEK			
SGD			
USD			
EM FX			

Perspectives en bref

- L'ampleur très limitée du *tapering* et l'amélioration des perspectives ont réduit le risque lié à la normalisation de la politique monétaire américaine. Il convient de souligner que les taux d'intérêt à court terme n'augmenteront pas avant quelques années et que la Fed reste sur le qui-vive afin de réfréner toute hausse subite des taux longs. 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 assoupir 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	Surpondération
<p>Changement. Les actions développées ont bien accueilli l'annonce de l'allègement des rachats d'actifs par la Réserve fédérale américaine. Cela confirme notre point de vue selon lequel les marchés ont déjà intégré le ralentissement des achats d'actifs. Le rebond devrait donc se prolonger, même si les actions mondiales nous semblent survalorisées. Le regain d'activité dans le domaine des fusions et acquisitions est une autre bonne nouvelle. Nous préférons les marchés émergents et l'Europe, principalement en raison de leurs valorisations relativement plus intéressantes. Nous pensons que les marges bénéficiaires peuvent encore progresser dans ces régions. Enfin, nous sommes neutres sur les actions japonaises.</p>	
Petites capitalisations :	Surpondération
<p>Statu quo. 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.</p>	
Obligations d'État :	Duration neutre
<p>Statu quo. Le début du <i>tapering</i> a fait s'envoler les taux, même si celui du bon du Trésor américain à 10 ans n'a pas franchi le cap des 3% de manière convaincante. Les taux allemands sont restés sous la barre des 2%. L'effet du <i>tapering</i> a été amorti par des indications prévisionnelles plus fortes. La Fed a rappelé qu'elle maintiendrait des taux bas longtemps après que le chômage sera retombé à 6,5%. La hausse des rendements allemands nous semble excessive par rapport aux fondamentaux. Vu la dynamique de marché récente, nous nous sommes abstenus de prendre une position longue en duration.</p>	
Obligations d'entreprises « investment grade » :	Neutralité
<p>Statu quo. Les perspectives économiques et les conditions de crédit sont neutres pour cette classe d'actifs selon nous. Nous observons en outre moins de changements de notation et surtout moins de déclassements dans cette classe d'actifs. Les spreads pourraient encore se resserrer, mais les taux sont déjà extrêmement bas : nous préférons jeter notre dévolu sur d'autres produits de taux.</p>	
Obligations à haut rendement	Surpondération
<p>Statu quo. 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 supplémentaire 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'Etat, lesquelles ont généralement des durées plus longues que le haut rendement, cette position débouche au final sur une duration courte. Cela signifie dans la pratique que la hausse des rendements obligataires est couverte.</p>	
Obligations émergentes :	Surpondération
<p>Statu quo. Le lancement du <i>tapering</i> n'a pas déclenché de hausse significative des taux. Les taux sont restés plus élevés que ceux de début 2013 mais cela rend le portage plus intéressant, surtout compte tenu de l'amélioration générale de la qualité de signature et de l'inflation relativement stable. 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 dollars américains, d'où notre position courte sur l'euro, qui traduit notre anticipation d'une dépréciation.</p>	



Obligations convertibles :	Neutralité
<p><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.</p>	
Immobilier :	Surpondération
<p><i>Statu quo.</i> Nous surpondérons l'immobilier américain. Cette classe d'actifs 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 ont compensé cet impact. En Europe, le taux d'inoccupation et les valorisations sont inintéressantes. Toutefois, les rendements relativement élevés nous incitent à rester neutres. De même, nous sommes neutres sur l'immobilier asiatique.</p>	
Matières premières	Neutralité
<p><i>Statu quo.</i> En décembre, les prix de l'or et des métaux de base ont grimpé, mais ceux des produits aurifères et agricoles ont baissé. 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.</p>	



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

ⁱ Source de toutes les données : Bloomberg et Datastream.