



Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs

Février 2014



Joost van Leenders, CFA

Économiste en chef

joost.vanleenders@bnpparibas.com

+31 20 527 5126

LE CLIMAT D'INVESTISSEMENT EN BREF

- Remous dans le monde émergent
- Politique monétaire : l'incertitude règne
- Allocation d'actifs : passage à une durée courte

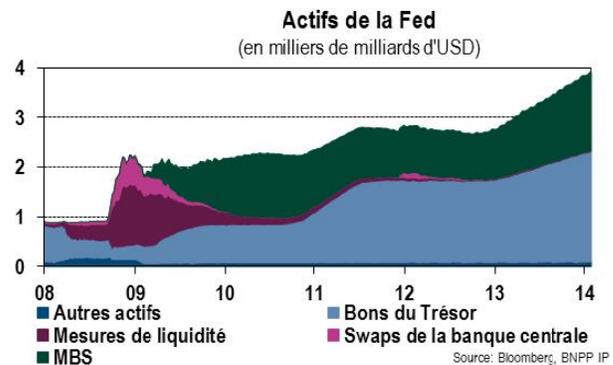
ALLOCATION D'ACTIFS EN BREF

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

REVUE DES MARCHÉS

Économie

Aux États-Unis, la Réserve fédérale (Fed) a, sans surprise, annoncé une nouvelle réduction des achats de titres dans le cadre de sa politique quantitative. Ils descendront à 65 milliards de dollars en février et devraient continuer à décroître dans les prochains mois.



Ben Bernanke, qui a présidé sa dernière réunion, a rappelé que l'objectif de taux des fonds fédéraux sera maintenu à son niveau actuel (0 % à 0,25 % depuis décembre 2008) « bien après le passage du taux de chômage sous 6,5 % ». Cette



décision s'inscrit dans le contexte d'une croissance du PIB solide au 4^e trimestre (+3,2 % en rythme annualisé) malgré des déceptions sur l'emploi. Dans la zone euro, les enquêtes confirment que la récession est derrière nous, même si les indicateurs de production et de consommation signalent une croissance modeste d'à peine 0,2 % au 4^e trimestre (après 0,1 % au 3^e). L'estimation préliminaire des enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats a montré une poursuite de l'amélioration en janvier. L'indice composite (manufacturier et services) s'est établi à 53,2, au plus haut depuis juin 2011, sous l'effet d'une accélération de l'activité industrielle. Les fortes différences entre les pays se résorbent lentement. Si l'Allemagne reste en tête avec un indice à 55,9, l'économie française commence à montrer des signes plus encourageants après un passage à vide. Les indicateurs conjoncturels sont toujours bien orientés au Japon mais la remontée du yen a pu inquiéter les investisseurs. Les attaques contre plusieurs devises émergentes resteront l'événement du mois. Un mélange d'analyse objective des déséquilibres extérieurs dans plusieurs pays (Argentine, Turquie, Afrique du Sud...), de doutes sur la croissance chinoise et la santé du système financier, de tensions politiques et d'incertitudes sur les conséquences de la normalisation de la politique monétaire de la Fed explique ces mouvements auxquels les Banques centrales concernées ont réagi en remontant leurs taux directeurs sans parvenir toutefois à rétablir durablement la confiance.

Marchés d'actions

Le premier mois de l'année a été marqué par un regain de nervosité en particulier sur les marchés émergents. L'indice MSCI AC World exprimé en dollars a baissé de 4,1 % en janvier, tandis que l'indice MSCI Emerging a dévissé de 6,6 %. Après une évolution sans grande tendance au cours des deux premières semaines malgré des perspectives économiques plutôt favorables pour les pays développés, les actions ont nettement corrigé à partir du 23. La publication d'un indice PMI décevant en Chine et la dépréciation brutale de plusieurs devises émergentes (peso argentin, livre turque, rouble, roupie indienne, rand sud-africain) expliquent la réaction des investisseurs. Ce reflux de l'appétit pour le risque et la montée de la volatilité ont entraîné un recul généralisé des actions malgré des résultats trimestriels des entreprises satisfaisants aux États-Unis et des indicateurs conjoncturels bien orientés. Les grands indices américains ont baissé de 3,6 % et 5,3 %

pour le S&P 500 et le Dow Jones 30 respectivement. Les indices de la zone euro ont connu des reculs un peu moins marqués : -3,1 % pour l'Eurostoxx 50, -3 % pour le CAC 40 et -2,6 % pour le Dax. Les marchés espagnol (stabilité pour l'Ibex) et italien (hausse de 2,4 % du MIB) ont résisté grâce à une solide hausse enregistrée durant la première quinzaine. À Tokyo, l'indice Nikkei 225 (-8,5 %) s'est orienté à la baisse dès le début du mois suivant la trajectoire inverse du yen (+2,8 % par rapport au dollar) puis a été affecté par les turbulences qui ont touché l'ensemble des marchés.

Marchés d'actions en monnaie locale

(Indice, 1^{er} janvier 2013 = 100)



Source: Datastream, BNPP IP

Marchés obligataires

Les marchés obligataires ont retrouvé leur rôle de placement refuge face aux difficultés des actions et à la montée de la nervosité. Les taux longs américains à 10 ans se sont détendus de 39pb en un mois, retrouvant fin janvier le niveau qui prévalait début novembre à 2,64 %. Des données sur l'emploi décevantes publiées en début de période puis les variations erratiques des actions en lien avec le reflux de l'appétit pour le risque déclenché par les baisses brutales de plusieurs devises émergentes expliquent ce comportement. L'annonce de la Fed à l'issue de sa réunion de politique monétaire des 28 et 29 janvier n'a pas eu de répercussions notables sur le marché du T-note, la poursuite de la diminution des achats de titres étant bien anticipée. Dans la zone euro, le rendement du Bund allemand a retrouvé son plus bas niveau depuis début août à 1,66 % (-27pb en un mois) dans un mouvement de fuite vers la sécurité. La BCE n'a pas modifié sa politique monétaire début janvier, conservant un biais baissier sur les taux directeurs.



Spreads de la zone euro

(différentiel des taux à 10 ans avec l'Allemagne, en pb)



Les déclarations à propos d'un possible recours à de nouvelles mesures non conventionnelles sont restées plus ambiguës, ce qui n'a pas empêché le regain des anticipations d'une nouvelle intervention après la publication d'une inflation très basse (0,7 % en janvier). Dans ce contexte, le taux allemand à 2 ans est repassé sous 0,10 % en fin de mois. Les taux longs espagnols se sont détendus de près de 50pb, retrouvant leur plus bas niveau depuis fin 2006 sous l'effet d'achats effectués par les banques espagnoles et d'un regain d'intérêt des investisseurs non résidents pour les marchés périphériques en raison d'une conjoncture encourageante. Le marché du crédit a plutôt bien résisté à l'accès de nervosité sur les actifs risqués, en particulier le crédit de qualité (Investment grade). Par rapport à fin 2013, les écarts de taux sur le crédit à haut rendement se sont élargis d'une vingtaine de points de base aux États-Unis et d'une trentaine en Europe.

CLIMAT D'INVESTISSEMENT

En janvier, nous n'avons pas récolté les fruits de notre surpondération des actions, car les marchés boursiers se sont repliés pour la première fois depuis le mois d'août. Les marchés émergents sont tombés en disgrâce et ont décliné pour le 3^e mois consécutif. Néanmoins, nous restons enthousiastes envers les actions mondiales. La croissance économique des États-Unis et de la zone euro s'améliore et la saison des résultats aux États-Unis est globalement satisfaisante jusqu'à présent. Nous sommes neutres sur les actions émergentes par rapport à notre référence. Nous estimons qu'il est trop tôt pour acheter cette classe d'actifs sur la base de valorisations favorables. En revanche, nous pensons que la baisse des rendements obligataires allemands est excessive.

Les marchés émergents tombés en disgrâce

Cinq pays sont généralement considérés comme les plus fragiles face au « tapering » de la Fed : le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, l'Afrique du Sud et la Turquie. Leur point commun ? Une économie déséquilibrée caractérisée par une faible croissance, une inflation persistante et un déficit courant abyssal. Ces déficits doivent être financés de l'extérieur et moyennant une liquidité moins élevée à présent que la Fed a commencé à réduire ses achats d'actifs. Par conséquent, ces cinq pays sont mis sous pression.

Taux de change

(vis-à-vis USD, indice, 1^{er} janvier 2013 = 100)



Lorsque l'Argentine a annoncé fin janvier qu'elle allégerait ses restrictions sur les flux de capitaux et était par conséquent prête à accepter une dépréciation du peso, les marchés ont paniqué et la monnaie a dégringolé de 15% en deux jours. Plusieurs banques centrales ont relevé leurs taux, dont le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, l'Afrique du Sud et enfin la Turquie, où le taux est monté en flèche de 4,5% à 10%. Ces relèvements devraient accroître l'attrait des devises, endiguer les fuites de capitaux et mettre fin à la débâcle des cours boursiers. Revers de la médaille : il va de soi que la hausse des taux d'intérêt plombe une croissance déjà chétive. Nous ne pensons pas que ces événements signent le début d'une crise généralisée du monde émergent. Selon nous, ces pays bénéficient généralement d'un avantage compétitif. Leurs niveaux d'endettement sont globalement gérables et leur dette est libellée en monnaie locale plus souvent qu'il y a 10 ans. En outre, ils ont constitué des réserves de change. En revanche, nous sommes d'avis qu'il est trop tôt pour racheter des actions émergentes. Les valorisations sont intéressantes, mais nous souhaitons disposer de davantage de preuves d'une amélioration de la croissance.



Politique monétaire : l'incertitude règne

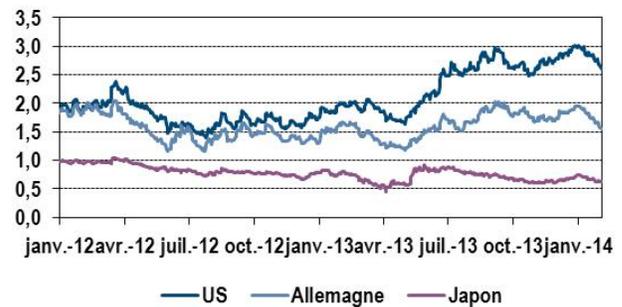
Malgré l'agitation des marchés et les chiffres décevants du mois de décembre concernant le marché du travail et les commandes de biens durables, la Fed a décidé de poursuivre la réduction de ses achats d'actifs. Les chiffres de décembre ont été perturbés par la météo - la croissance américaine avait repris des couleurs au 4^e trimestre. Les indications prévisionnelles numériques sont un autre outil de politique monétaire introduit en décembre 2012. La Fed a ainsi l'intention de conditionner le relèvement potentiel de ses taux aux chiffres du chômage. La Banque d'Angleterre a commencé à faire appel à cet outil en août 2013. Cependant, les taux de chômage des États-Unis et du Royaume-Uni ont baissé bien plus vite que prévu par les banques centrales. Elles déclarent donc à présent que les seuils du niveau de chômage qu'elles ont fixés ne sont que des repères sans relèvement automatique et qu'elles ne souhaitent pas encore relever les taux. Ce faisant, ces seuils ont perdu tout leur sens. Cette situation a bien entendu suscité l'incertitude vu que nul ne sait ce qui les remplacera. Incertitude aussi à l'égard de la BCE : prendra-t-elle ou non de nouvelles mesures de soutien ? L'inflation est suffisamment faible pour justifier d'autres actions, mais l'économie se redresse. Nous pensons que l'outil le plus puissant du marché, l'assouplissement quantitatif pur, est l'option la moins probable. Nous pensons qu'une autre baisse des taux ou de nouveaux emprunts à long terme aux banques de la zone euro impressionneront moins les marchés.

Baisse excessive des rendements obligataires ?

Les rendements des obligations d'État ont fléchi aux États-Unis et en Allemagne, et la courbe des taux s'est aplatie. Ces deux pays ont essuyé la plus forte baisse mensuelle des

rendements à dix ans depuis le mois de mai 2012. L'inflation est certes faible et les banques centrales entendent conserver des taux bas, mais la baisse récente des rendements est excessive selon nous. Après tout, la croissance s'améliore.

Rendement des obligations d'État à 10 ans



Source: Datastream, BNPP IP

Notre stratégie vise à profiter du redressement de la croissance économique et des résultats au travers de notre surpondération des actions mondiales. Nous avons soldé notre surpondération des actions émergentes en début de mois, en l'absence d'amélioration notable de la croissance. Cette classe d'actifs a depuis lors continué à perdre du terrain, mais nous pensons qu'il est encore trop tôt pour y revenir. D'un point de vue plus défensif, nous détenons certaines positions que nous apprécions pour leur portage positif. Parmi elles, citons les obligations d'entreprises européennes à haut rendement et la dette émergente libellées en dollars américains. Nous avons aussi adopté une durée courte sur les Bunds allemands. Selon nous, la demande récente d'actifs « sûrs » est exagérée dans un contexte de progression de la croissance.



Allocation d'actifs¹

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

Equities	Active weights		Δ active weight
	Jan-14	Feb-14	
European large caps	●	●	↑
European small caps	●	●	—
US large caps	●	●	↑
US small caps	●	●	—
Japan	●	●	—
Emerging markets	●	●	↓

Real estate	Active weights		Δ active weight
	Jan-14	Feb-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
	Jan-14	Feb-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
	Jan-14	Feb-14	
AUD	●	●	—
CAD	●	●	—
CHF	●	●	—
DKK	●	●	—
EUR	●	●	—
GBP	●	●	—
HKD	●	●	—
JPY	●	●	—
NOK	●	●	—
NZD	●	●	—
SEK	●	●	—
SGD	●	●	—
USD	●	●	—
EM FX	●	●	↓

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.



Perspectives en bref	
<ul style="list-style-type: none"> • 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 d'amortir 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. 	
Actions	Surpondération
<p>Changement. Nous sommes positifs à l'égard des actions, malgré la récente correction des marchés. Nous pensons que la croissance s'améliore de part et d'autre de l'Atlantique et les résultats positifs du 4^e trimestre aux États-Unis devraient aussi apporter un soutien. Les actions sont quelque peu surévaluées à nos yeux, mais l'intensification des activités de fusions-acquisitions devrait compenser cette situation. Nous avons liquidé notre surpondération des marchés émergents. Les valorisations sont attrayantes, mais nous ne disposons pas pour l'heure de suffisamment de preuve d'amélioration de la croissance pour en profiter. Nous surpondérons les actions européennes face aux américaines, en raison de valorisations plus intéressantes et d'une plus grande chance de surprises positives en termes de croissance. Enfin, nous sommes neutres sur les actions japonaises.</p>	
Petites capitalisations :	Surpondération
<p>Statu quo. Nous surpondérons donc les petites capitalisations américaines par rapport aux grandes et sommes neutres sur l'Europe. Malgré le niveau élevé des valorisations des petites capitalisations américaines, les perspectives bénéficiaires devraient s'améliorer selon nous au regard du regain de confiance des consommateurs, de l'augmentation des indicateurs avancés et de la diminution des pressions budgétaires. 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.</p>	
Obligations d'État :	Duration courte
<p>Changement. Dans la vague d'aversion pour le risque qui s'est abattue sur les marchés financiers, les rendements obligataires allemands et américains ont récemment atteint un plus bas depuis plusieurs mois. Nous pensons que plusieurs facteurs justifient des rendements faibles, tels que la souplesse monétaire et la faiblesse de l'inflation. Toutefois, l'amélioration de la croissance devrait atténuer la demande d'actifs jugés sûrs. Considérant cette baisse des rendements exagérée, nous avons établi une duration courte sur les Bunds allemands.</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><i>Statu quo.</i> 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 « tapering » de la Fed représente un risque. Toutefois, depuis que nous surpondérons le haut rendement par rapport aux obligations d'État, qui ont généralement des durations plus longues que le haut rendement, cette position débouche au final sur une durée courte. Dans la pratique, la hausse des rendements obligataires est dès lors couverte.</p>	
Obligations émergentes :	Surpondération
<p><i>Statu quo.</i> Les remous dans les marchés financiers émergents ont provoqué un élargissement des spreads de la dette libellée en dollars américains à un sommet inégalé depuis l'été 2012. Cependant, le recul des rendements des bons du Trésor américain a limité la hausse des rendements totaux de la dette émergente. Nous pensons que le portage de ces obligations est intéressant, notamment dans un contexte de relèvement des notations de crédit et d'une stabilité relative de l'inflation. 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 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.</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> L'aversion pour le risque a porté préjudice aux prix des matières premières. Les prix de l'énergie et des métaux de base ont chuté. Parallèlement, les cours de l'or ont augmenté. 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