



Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs

Mars 2014



REVUE DES MARCHÉS

Économie

Aux États-Unis, la publication de données économiques décevantes (production industrielle, emploi, ventes au détail), en lien avec la vague de froid qui a paralysé le pays, ne devrait pas empêcher la Réserve fédérale (Fed) de continuer à réduire progressivement les achats de titres effectués dans le cadre de sa politique quantitative. Janet Yellen a déjà commencé à marteler le message de taux très bas très longtemps et le renforcera si les investisseurs se mettent à douter de cet engagement quand l'activité commencera à rattraper le retard accumulé cet hiver. Dans la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE), même si elle rejette l'hypothèse d'une déflation, reconnaît que l'analyse de la situation est complexe avec une inflation à 0,8 % en février.¹ Le tableau économique donne une image peu plus claire : la croissance du PIB est ressortie à 0,3 % au 4^e trimestre et la variation en glissement annuel est positive (+0,5 %) pour la première fois depuis fin 2011. Toutefois la dernière enquête auprès des directeurs d'achats a révélé une stabilisation de l'indice PMI composite en février (à 52,7, soit proche du pic de 31 mois touché en janvier) mais avec des divergences entre les pays. L'activité continue à accélérer en Allemagne, tandis

¹ Sources pour toutes les données: Bloomberg, Datastream ou Factset, sauf mention contraire.



Joost van Leenders, CFA

Économiste en chef

joost.vanleenders@bnpparibas.com

+31 20 527 5126

LE CLIMAT D'INVESTISSEMENT EN BREF

- Statistiques décevantes aux États-Unis en raison de la rigueur hivernale
- Amélioration économique de la zone euro
- Allocation d'actifs : fin de la surpondération de la dette émergente en USD

ALLOCATION D'ACTIFS EN BREF

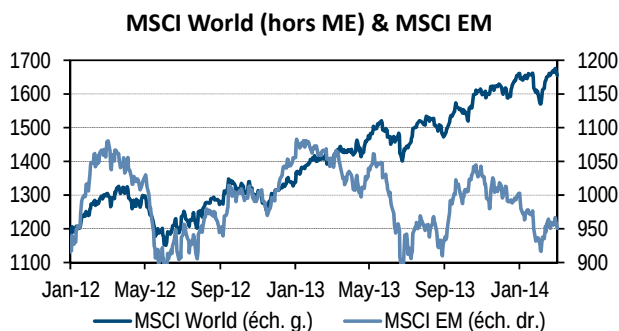
Multi-asset	Active weights		Δ active weight
	Feb-14	Mar-14	
Equities	●	●	—
Real Estate	●	●	—
Fixed Income/ duration*	●	●	—
Global Convertible Bonds	●	●	—
Commodities	●	●	—



que l'économie française, qui a progressé de 0,3 % en 2013 essentiellement grâce à la consommation et aux dépenses publiques, marque le pas. Au Japon, l'accumulation d'indicateurs montrant un tassement de l'activité (dont une croissance de 0,3 % seulement du PIB au 4^e trimestre) avait fait espérer un geste de la BoJ. De fait, cette dernière a prolongé et assoupli le mécanisme d'aide au crédit bancaire pour permettre une meilleure transmission de sa politique monétaire mais n'a pas augmenté son objectif d'assouplissement quantitatif. Les devises émergentes, qui avaient été très chahutées en janvier, se sont stabilisées ou même reprises, à l'exception notable du rouble. Les indicateurs révèlent la fragilité de bon nombre d'économies au moment où les risques politiques sont à la hausse (Venezuela, Thaïlande, Turquie et bien évidemment l'Ukraine).

Marchés d'actions

Après leurs hésitations en janvier, les investisseurs se sont repositionnés sur les actions en février. Les volumes de transactions se sont étoffés et la volatilité a décliné alors même que les risques politiques sont restés élevés, en particulier autour de la crise ukrainienne. L'indice MSCI AC World exprimé en dollars a progressé de 4,7 %, effaçant le recul de janvier (+0,4% par rapport à fin 2013). Les marchés émergents se sont eux aussi repris (MSCI Emerging en hausse de 3,2 %) mais restent sous le niveau qui prévalait fin 2013 (-3,6 %).



Source: Datastream, BNPP IP

Ce regain de confiance reflète d'une part les données économiques encourageantes dans la zone euro alors que les indicateurs plus décevants publiés aux États-Unis sont attribués à la vague de froid et n'ont pas empêché l'indice S&P 500 d'établir un nouveau record fin février. D'autre part, l'insistance des banquiers centraux dans les grands pays développés à réaffirmer le maintien de politiques monétaires

très accommodantes est jugée, à juste titre, comme un élément de soutien. Enfin, après des résultats d'entreprises plutôt encourageants, les opérations de fusions et acquisitions et les introductions en bourse reprennent. Les marchés européens et américains font à peu près jeu égal avec une hausse mensuelle de 4,3 % du S&P 500 et de 4,9 % de l'indice Euro Stoxx élargi. Au sein des indices européens, les marchés périphériques (à l'exception de l'Espagne) ont nettement surperformé. La Bourse de Tokyo est restée en retrait (-0,5 %) en raison de performances économiques décevantes, d'une certaine inertie de la Banque du Japon et de l'arrêt de la baisse du yen.

Marchés obligataires

Après avoir connu une belle progression en janvier, les marchés obligataires se sont légèrement dégradés au cours de la première quinzaine de février, puis stabilisés pendant quelques séances avant de susciter à nouveau l'intérêt des investisseurs malgré la bonne tenue des actions. Le rendement du T-note à 10 ans a terminé le mois à 2,65 %, pratiquement inchangé par rapport à fin janvier. Les titres européens ont surperformé avec une détente de 4pb du rendement du Bund allemand à 10 ans à 1,62 % et une détente beaucoup plus nette des taux périphériques (-29pb pour l'Italie; -15pb pour l'Espagne).

Rendements des obligations d'État à 10 ans



Source: Bloomberg, BNPP IP

Le relèvement de la note souveraine espagnole par l'agence Moody's et le changement de gouvernement à Rome (avec la promesse faite par le nouveau Président du Conseil Matteo Renzi d'accélérer le rythme des réformes) ont contribué à cette performance. Ce sont surtout les attentes grandissantes d'un geste de la BCE après le statu quo décidé début février qui ont soutenu les obligations européennes. Plusieurs membres du directoire ont évoqué la possibilité d'un taux de dépôt négatif

Réservé aux professionnels de l'investissement



et la Bundesbank a levé le veto qu'elle mettait jusqu'à présent à l'arrêt de la stérilisation des achats de titres effectués dans le cadre du SMP (Securities Market Program) entre mai 2010 et mars 2012. Dans ce contexte, l'hypothèse de voir la BCE mettre en place de nouvelles mesures non conventionnelles à brève échéance a gagné du terrain. Ces anticipations ont également soutenu le marché du crédit, en particulier les titres à haut rendement qui ont bénéficié de surcroît de flux entrants liés aux incertitudes sur les marchés émergents. Les écarts de taux sur le crédit à haut rendement se sont réduits de près de 60pb en Europe et de 40pb environ aux États-Unis par rapport à fin janvier.

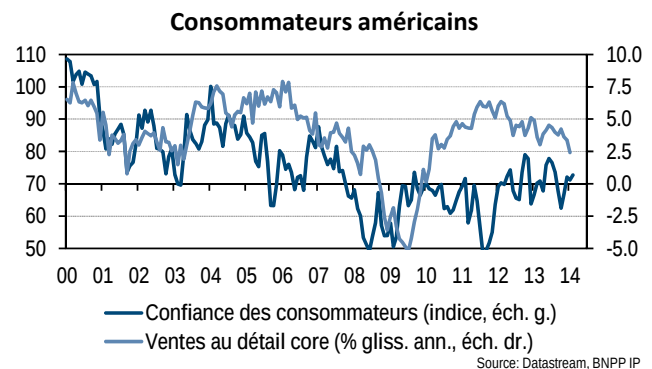
CLIMAT D'INVESTISSEMENT

En février, les marchés d'actions des pays développés ont repris des couleurs après la correction du mois de janvier, fait remarquable compte tenu des données américaines affaiblies par la rigueur hivernale et de l'attentisme des banques centrales. La faiblesse de l'inflation a contribué à maintenir les rendements obligataires au plancher. Alors que notre surpondération des actions a payé, notre duration courte sur les obligations a déçu. Nous avons clôturé notre surpondération de la dette émergente en devises fortes en raison du regain de tensions géopolitiques.

Faiblesse des statistiques économiques américaines

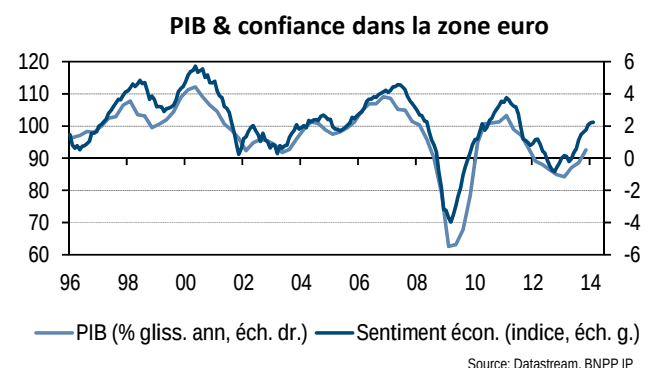
La plupart des statistiques américaines sont apparues chétives récemment, y compris celles des ventes au détail, de la vente et de la construction résidentielle et de l'emploi. Selon nous, cet engourdissement est dû à la rigueur de l'hiver. À en juger par le comportement récent du marché, la plupart des investisseurs semblent être d'accord. Bien entendu, il y a un risque que nous surestimions l'impact de cette vague de froid. En effet, des données régionales révèlent également une faiblesse de secteurs non concernés par le climat. En outre, les ventes au détail accusaient déjà un ralentissement avant que les conditions climatiques ne deviennent plus extrêmes. Bien que se profile un premier trimestre assez léthargique, nous prévoyons une amélioration de la croissance, soutenue par une diminution des obstacles budgétaires et un désendettement moins prononcé des ménages. Pour l'ensemble de l'année 2014, nous anticipons une plus forte

croissance qu'en 2013, quoiqu'à peine supérieure au potentiel des États-Unis. Nous pensons que la Fed maintiendra sa politique de réduction d'achats d'actifs.



L'Europe se redresse

La croissance dans la zone euro s'est accélérée au 4^e trimestre 2013 à 0,3% en rythme trimestriel. Ce taux n'est certes pas impressionnant mais il marque une progression par rapport au trimestre précédent. Après tout, la croissance est positive pour le 3^e trimestre consécutif. La croissance allemande s'est maintenue à 0,3% et a progressé en France, en Italie (après neuf trimestres de baisse du PIB), aux Pays-Bas (bien que la croissance de 0,7% en rythme trimestriel ait bénéficié d'un rebond temporaire des investissements), en Belgique, en Espagne et au Portugal. Le PMI composite de la zone euro a fléchi, tandis que les indices du climat économique et de confiance IFO ont poursuivi leur ascension.



Les améliorations structurelles ont embelli les perspectives de certains pays périphériques. La note des obligations d'État espagnoles a été relevée par une des principales agences de notation et les nouveaux emprunts de l'Irlande et du Portugal ont connu un beau succès. La croissance de la zone euro sera moins forte qu'aux États-Unis cette année, mais le potentiel de surprise positive y est plus élevé selon nous. La faiblesse de

Réservé aux professionnels de l'investissement



l'inflation pourrait inquiéter la BCE, mais nous pensons que cette dernière interviendra avec parcimonie le cas échéant compte tenu du redressement de la croissance.

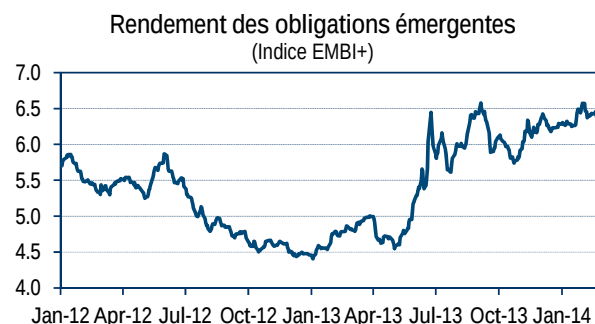
Les marchés émergents confrontés à des problèmes politiques et économiques

Globalement, la croissance s'est tassée dans les marchés émergents, mais nous n'anticipons toutefois pas de ralentissement marqué compte tenu de l'accalmie des marchés des changes. Les chiffres du PIB pour le 4^e trimestre et les indices PMI de février (selon les disponibilités) sont apparus mitigés. Cela étant, deux facteurs préoccupent les investisseurs. Les indices PMI du secteur manufacturier en Chine ont à nouveau reculé, alimentant les craintes du marché quant à un ralentissement incontrôlable. Ce scénario nous paraît improbable vu que l'économie réelle et les indicateurs monétaires n'évoluent pas en ce sens. L'augmentation rapide du crédit ces dernières années fait partie des risques baissiers. L'autre facteur concerne l'instabilité politique, notamment en Ukraine. Même si l'Ukraine n'a pas le poids économique d'une grande puissance, un conflit à grande échelle pourrait menacer l'approvisionnement en gaz russe de l'Europe. Vu la dépendance mutuelle des deux puissances, les difficultés d'approvisionnement ne sont pas notre principal scénario.

Liquidation de la surpondération de la dette émergente en USD

En février, nous avons indiqué que le recul des rendements obligataires américains et allemands semblait excessif. Nous

avons dès lors traduit cette opinion début février par une duration courte sur l'Allemagne. Cependant, les rendements ont continué de décliner en raison des mouvements de capitaux vers les valeurs sûres alimentés par l'instabilité politique dans les économies émergentes. Nous continuons de penser que les rendements sont trop bas vu que l'économie s'améliore et que toute action de la BCE est déjà tout à fait anticipée.



Source: Bloomberg, BNPP IP

Les troubles en Ukraine nous ont incités à solder notre position longue sur la dette émergente en devises fortes. Cette instabilité pourrait inciter les investisseurs à se montrer plus vigilants et à réagir exagérément aux problèmes de pays instables, comme le Venezuela et la Thaïlande. Nous n'avons pas modifié notre surpondération des actions au regard de la récente résistance du marché.



Allocation d'actifs²

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

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

Real estate	Active weights		Δ active weight
	Feb-14	Mar-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
	Feb-14	Mar-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
	Feb-14	Mar-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 en particulier. En effet, les taux d'intérêt à court terme n'augmenteront pas avant quelques années et 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.

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
<i>Statu quo.</i> Les marchés ont généralement accordé plus de poids aux statistiques décevantes en raison des conditions météorologiques extrêmes aux États-Unis, au lieu de se focaliser sur les bons résultats des entreprises américaines et le redressement de la croissance dans la zone euro. La croissance devrait s'accélérer aux États-Unis et rester en territoire légèrement positif dans la zone euro. Nous ne prévoyons pas de détériorations sur les marchés émergents. Les actions nous semblent quelque peu survalorisées, mais un regain des activités de fusions-acquisitions devrait compenser cet inconvénient. Nous sommes neutres sur les 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 en Europe. Enfin, nous sommes neutres sur les actions japonaises. Le secteur manufacturier japonais se porte bien, mais l'économie dans son ensemble devrait ralentir selon nous.	
Petites capitalisations :	Surpondération
<i>Statu quo.</i> Nous surpondérons les petites capitalisations américaines par rapport aux grandes et sommes neutres sur les petites valeurs européennes. Malgré le niveau apparemment élevé des valorisations des petites capitalisations américaines, la solidité de la confiance des consommateurs, la bonne tenue des indicateurs avancés et la diminution des pressions budgétaires devraient se traduire par une embellie des perspectives bénéficiaires. Surtout, nous assistons à un regain des fusions et acquisitions qui devrait soutenir les cours des petites capitalisations américaines dans les prochains mois.	
Obligations d'État :	Duration courte
<i>Statu quo.</i> Les rendements obligataires américains et allemands sont bas mais à juste titre : politique monétaire accommodante, inflation faible et fuite vers les valeurs refuge en raison de l'instabilité politique dans les économies émergentes. Toutefois, l'amélioration de la croissance devrait atténuer la demande d'actifs jugés sûrs. Convaincus que le repli des rendements obligataires est excessif et que toute mesure modeste supplémentaire de soutien par la BCE a déjà été anticipé par les marchés, nous avons pris une position de duration courte sur les Bunds.	
Obligations d'entreprises « investment grade »:	Neutralité
<i>Statu quo.</i> Dans cette classe d'actifs, les spreads pourraient encore se resserrer, les perspectives économiques et les conditions de crédit sont neutres et les déclassements sont moins nombreux. En revanche, les rendements sont extrêmement bas. Nous préférons donc d'autres produits de taux.	
Obligations à haut rendement	Surpondération
<i>Statu quo.</i> Les taux de défaut devraient rester généralement faibles dans le haut rendement en Europe. Les obligations pourraient profiter d'un assouplissement quantitatif supplémentaire de la part de la BCE. Le rendement des coupons nous semble aussi attrayant. La réduction des achats d'actifs par la Fed pourrait propulser les rendements obligataires à la hausse, mais vu que nous surpondérons le haut rendement par rapport aux emprunts d'État, lesquels ont une duration beaucoup plus longue, nous pensons que le risque de hausse des taux est couvert.	
Obligations émergentes:	Neutralité
<i>Changement.</i> La prime de risque sur les obligations libellées en USD a diminué. En effet, les investisseurs s'inquiètent moins des perspectives des actifs émergents depuis la réduction des achats d'actifs par la Fed. Cependant, cette classe d'actifs devrait pâtir des récents troubles en Ukraine, d'une plus grande prudence des investisseurs et d'un ralentissement des économies émergentes et des réserves de change. Dès lors, une surpondération ne se justifie plus et nous revenons donc à une position neutre.	



Obligations convertibles:	Neutralité
<i>Statu quo.</i> Une exposition limitée est bénéfique à la diversification, mais nous ne voyons actuellement aucune raison de nous écarter de l'indice de référence. Vu la faible liquidité de cette classe d'actifs, nous privilégions les positions actives dans les actions ou les obligations d'entreprises.	
Immobilier:	Surpondération
<i>Statu quo.</i> Nous surpondérons l'immobilier américain sur fond de redressement de l'emploi, de baisse du taux d'inoccupation et d'une activité de construction au ralenti. En Europe, le taux d'inoccupation et les valorisations sont inintéressants. Toutefois, les rendements relativement élevés nous incitent à rester neutres. De même, nous sommes neutres sur l'immobilier asiatique.	
Matières premières	Neutralité
<i>Statu quo.</i> Les prix des matières premières ont augmenté, principalement en raison des tensions politiques dans certains marchés émergents. D'un point de vue fondamental, les perspectives nous paraissent neutres: l'accélération de la croissance économique pourrait doper 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