



# Stratégie d'investissement

## 10 décembre 2012



### Un climat toujours délicat malgré quelques éclaircies

L'OCDE vient d'abaisser ses **prévisions de croissance** à l'occasion de la présentation des Perspectives économiques le 27 novembre : +2 % aux Etats-Unis, légère contraction du PIB dans la zone euro, meilleure orientation des économies émergentes. La croissance des économies développées ne dépassera pas 1,4 % en 2013 (3,4 % pour l'économie mondiale). Le consensus des économistes privés a tendance à être plus prudent et prévoit une croissance mondiale de 2,6 % en 2013, un chiffre régulièrement revu à la baisse depuis juin où il ressortait à 3,2 %. Il est probable que ce mouvement ne soit pas terminé. La composition de la croissance aux Etats-Unis au 3<sup>e</sup> trimestre se révèle moins bonne et devrait peser sur les résultats du trimestre en cours. Dans la zone euro, la contraction de l'activité sera plus marquée en fin d'année, créant une base défavorable pour 2013. La remontée des enquêtes d'activité dans certains grands pays émergents (Brésil, Inde et Chine notamment) en novembre est encourageante mais il est encore trop tôt pour dire si cette stabilisation va déboucher sur un net rebond dans les prochains mois.

L'analyse des **décisions de nature politique**, qui ont beaucoup influé sur le comportement des agents économiques et des investisseurs, reste compliquée. Les déclarations, plus ou moins officielles, autour du débat budgétaire aux Etats-Unis se sont multipliées sans qu'aucune avancée n'ait pour l'instant pu être constatée. Les indices boursiers américains ont eu tendance à sous-performer leurs homologues depuis deux mois. Peu à peu, les investisseurs ajustent leur opinion quant à l'issue de ce « fiscal cliff ». Le consensus est qu'un accord sera trouvé mais qu'il ne permettra pas d'éviter toutes les hausses d'impôts prévues. Bien évidemment, toutes les mesures restrictives prévues (équivalentes à 4,5 % environ du PIB) n'entreront pas en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2013 sous peine de voir l'économie américaine plonger dans une sévère récession. Dans la zone euro, ce sont principalement les discussions sur le versement de la nouvelle tranche d'aide à la Grèce qui ont retenu l'attention. Un accord a finalement pu être trouvé le 26 novembre et, même si les négociations ont été laborieuses, le simple fait de voir les autorités européennes parler finalement d'une même voix est apparu comme un élément positif. Pourtant, l'accord consiste essentiellement en un réaménagement de la dette (allongement de la maturité des prêts officiels, baisse des taux d'intérêt, rétrocession des plus-values du portefeuille de titres grecs détenus par la BCE, rachat de dette par le gouvernement grec), qui permet de gagner du temps mais ne résout pas la question de la soutenabilité de la dette alors que le pays connaîtra en 2013 sa sixième année de récession.

Dans ce contexte, et alors que les aspects politiques vont rester importants et que de nombreuses questions demeurent, il nous paraît trop tôt pour revenir massivement sur les actions. Nous conservons la **neutralité sur les marchés développés** : malgré une conjoncture toujours déprimée et de faibles perspectives bénéficiaires, l'action des Banques centrales reste de nature à prévenir toute correction violente des marchés risqués. De même, des tensions sur les rendements des obligations gouvernementales de référence (T-note, Gilt, JGB, Bund) apparaissent peu probables : la partie courte de la courbe bénéficie des taux directeurs très bas tandis que les Banques centrales devraient continuer, voire accentuer, leurs achats sur la partie longue. Compte tenu de la faiblesse de l'activité dans la zone euro et de l'absence de pressions inflationnistes, toute tension sur les taux allemands peut apparaître comme une opportunité d'entrée pour une exposition tactique.



## ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE

### LES ECONOMIES DEVELOPPEES RESTENT FRAGILES

#### Révision en trompe-l'œil de la croissance américaine au 3<sup>e</sup> trimestre

##### Le Congrès fera-t-il plus de dégâts que Sandy ?

A première vue, la révision de la croissance de 2,0 % à 2,7 % (rythme annualisé) du PIB américain peut apparaître comme une bonne nouvelle. L'examen des principales composantes amène à une conclusion fort différente. La contribution des stocks ressort à 0,8 pp contre 0,1 pp seulement en première estimation et la contribution extérieure est désormais positive (0,1 pp). En revanche, la demande interne finale a été nettement revue à la baisse : la consommation des ménages ne progresse que de 1,4 % (après 1,5 % au 2<sup>e</sup> trimestre) et l'investissement productif s'est contracté de 2,7 %. La composition de cette croissance n'est pas très encourageante pour la fin de l'année, et ce d'autant plus que les incertitudes autour du débat fiscal demeurent et ont d'ores et déjà eu un impact sur la confiance et l'activité. Le *Beige Book* préparé pour la réunion de décembre du FOMC n'a pas apporté d'éléments nouveaux sur l'analyse générale de la conjoncture : l'activité économique apparaît modérée et a été ralentie dans plusieurs régions par les conséquences de l'ouragan Sandy qui a frappé le Nord-est fin octobre. La nouveauté est que les correspondants de la Fed de Richmond, qui a préparé le rapport cette fois-ci, font état d'inquiétudes à propos du « fiscal cliff ». De même, l'ISM, qui réalise la principale enquête mensuelle auprès des directeurs d'achats, analyse le retour sous 50 de l'indice manufacturier en novembre (49,5 après 51,7) comme une conséquence directe de l'inquiétude des participants sur l'issue du débat au Congrès plutôt que comme un effet de Sandy. Si cette hypothèse est exacte, il est toutefois un peu étrange que l'indice pour le secteur non manufacturier ait légèrement augmenté (de 54,2 à 54,7), reflétant l'optimisme des personnes interrogées.

##### Vers un redémarrage de la production mondiale ?

La bonne tenue de cet indicateur américain a d'ailleurs largement contribué à la remontée de l'indice composite PMI au niveau mondial à son plus haut niveau depuis mars. Par ailleurs, le reflux régulier de l'indice reflétant le niveau des stocks industriels suggère que la production, qui avait été réduite pour éviter un trop fort stockage involontaire, pourrait redémarrer plus nettement. Toutefois, les indices dans les pays cycliques d'Asie (Taiwan, Corée) restent largement inférieurs à 50. C'est aussi le cas au Japon où les difficultés économiques s'accroissent depuis l'été.

##### La normalisation du marché immobilier américain se poursuit

La confiance des promoteurs immobiliers se redresse depuis sept mois et a retrouvé en novembre son plus haut niveau depuis mai 2006 à 46. Il se rapproche du seuil de 50 à partir duquel les professionnels qui se déclarent « optimistes » sur l'activité future deviennent majoritaires. L'apurement des stocks dans l'ancien se poursuit alors que les conditions financières restent très accommodantes, ce qui relance l'attrait pour les constructions neuves. Les mises en chantier augmentent régulièrement : à 894 000 en rythme annuel, elles ont retrouvé, en octobre, leur plus haut niveau depuis la mi-2008 mais sont bien loin de leur moyenne historique (1,5 million environ). Si ce mouvement s'affirmait, le dynamisme retrouvé du marché immobilier pourrait avoir un effet favorable sur l'ensemble de l'économie par les canaux habituels (emploi dans le secteur et consommation liée à l'aménagement du foyer). La croissance trouverait ainsi un facteur de soutien interne qui pourrait compenser en partie les restrictions budgétaires. Par ailleurs, la hausse des prix de l'immobilier entraîne une progression de la richesse des ménages qui rend moins douloureux leur désendettement. Toutefois, les acquisitions immobilières sont, pour les ménages, des décisions comparables aux dépenses d'investissement pour les entreprises en ce sens qu'elles nécessitent de la visibilité pour être concrétisées. Le contexte actuel peut freiner quelque peu l'expansion de l'immobilier.

### Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP YoY %								Inflation YoY %									
	2011	2012			2013				2011	2012			2013					
		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	
M= Mean; H= High; L=Low																		
<b>Developed Economies</b>																		
<b>USA</b>	1.8	2.2	2.2	2.1	[2.1]	1.9	2.5	1.4	[2.0]	3.1	2.1	2.2	1.9	[2.1]	2.0	3.0	1.2	[2.0]
<b>Canada</b>	2.6	2.0	2.2	1.7	[2.0]	2.0	2.4	1.2	[2.0]	2.9	1.8	2.4	1.6	[1.8]	1.9	2.4	1.2	[1.9]
<b>Eurozone</b>	1.5	-0.5	-0.3	-1.2	[-0.5]	0.0	0.7	-0.8	[0.2]	2.7	2.5	2.7	1.9	[2.4]	1.9	2.5	1.2	[1.9]
<b>UK</b>	0.9	-0.1	0.3	-0.5	[-0.2]	1.3	2.1	0.4	[1.2]	4.5	2.7	2.9	2.2	[2.7]	2.3	3.3	1.6	[2.2]
<b>Switzerland</b>	1.9	0.8	1.1	0.5	[0.9]	1.1	1.5	0.0	[1.2]	0.2	-0.6	-0.3	-0.7	[-0.6]	0.3	1.0	-1.4	[0.4]
<b>Japan</b>	-0.7	1.8	2.8	1.5	[2.3]	0.8	2.1	0.0	[1.3]	-0.3	0.0	0.1	-0.1	[0.0]	-0.2	0.3	-0.7	[-0.1]
<b>Australia</b>	2.1	3.5	3.8	3.0	[3.4]	2.8	3.3	2.1	[2.9]	3.4	1.9	2.1	1.6	[1.8]	3.0	3.3	2.6	[2.9]

Source: Consensus Forecasts as of 12/11/2012



## La zone euro toujours à la traîne

A l'occasion de la prochaine réunion du FOMC (11 et 12 décembre), la Fed devrait annoncer la poursuite de ses achats de titres au-delà de la fin de l'année, notamment pour continuer à maintenir les taux longs bas après la fin de « l'opération Twist », afin d'obtenir une amélioration « substantielle » du marché du travail. Les créations d'emploi en novembre n'ont pas été affectées par l'ouragan Sandy et leur moyenne mensuelle depuis le début de l'année s'établit à 150 000 environ, soit le niveau qui prévalait en 2011. Le taux de chômage continue à baisser (7,7 %, au plus bas depuis décembre 2008) mais le taux de participation de la population active également. Cet élément reflète la fragilité du marché du travail qui interdit toute accélération significative et durable de la croissance au-delà du rythme de 2 % environ observé depuis la sortie de la récession.

### Zone euro : forte contraction de l'activité en fin d'année

S'il est possible d'envisager un scénario un peu plus rose sur l'économie mondiale (même si l'hypothèse d'un franc rebond de l'activité industrielle semble encore fragile), il semble plus délicat de défendre une vision optimiste de **l'économie européenne**. La meilleure tenue des enquêtes (PMI, Commission européenne) en novembre traduit une stabilisation de l'activité à un bas niveau, tous secteurs confondus. Les données effectives viennent confirmer le message noir envoyé depuis cet été par les enquêtes. La production industrielle affiche un net repli, y compris en Allemagne où le recul de l'investissement productif pèse sur le secteur des biens d'équipement. Si l'hypothèse de stocks ramenés à un niveau satisfaisant –voire trop bas après un an de contribution négative ou nulle– se confirme, ce mouvement pourrait s'inverser assez rapidement. Le repli de la consommation des ménages européens risque en revanche de durer. Les dépenses privées se sont stabilisées au 3<sup>e</sup> trimestre après trois reculs consécutifs mais les ventes au détail en termes réels ont fortement baissé entre septembre et octobre (-1,2 %). Le taux de chômage continue à monter : il a atteint 11,7 % en octobre pour l'ensemble de la zone euro avec une dispersion très importante entre les pays. Les taux les plus bas ont été enregistrés en Autriche (4,3 %), au Luxembourg (5,1 %), en Allemagne (5,4 %) ainsi qu'aux Pays-Bas (5,5 %), et les plus élevés en Espagne (26,2 %) et en Grèce (25,4% en août 2012). En France, à 10,7 %, le taux de chômage est au plus haut depuis début 1999.

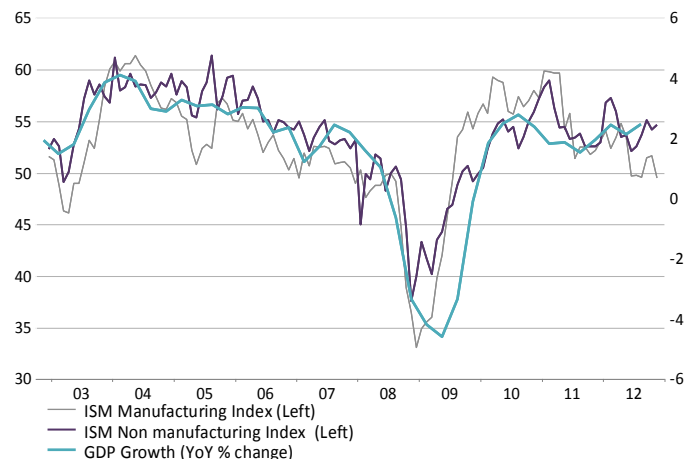
### La BCE très prudente sur le scénario économique

La Banque centrale européenne a nettement ajusté ses prévisions à la baisse à l'occasion du Conseil des gouverneurs de décembre. Elle attend désormais une contraction du PIB en 2012 (-0,5 %) et en 2013 (-0,3 %). La reprise envisagée en 2014 (+1,4 %) s'accompagne d'une poursuite du ralentissement de l'inflation (de 1,6 % en 2013 à 1,4 % en 2014). Malgré ce scénario beaucoup plus pessimiste, la BCE n'a pas modifié ses taux directeurs mais Mario Draghi a indiqué que cette option avait été discutée, ouvrant la porte à une baisse du taux refi à 0,50 % dans les prochains mois. Dans la mesure où les OMT n'ont pas encore été mis en œuvre (faute de demande de l'Espagne), il est toutefois possible que la BCE préfère, dans un premier temps, analyser les effets des mesures non conventionnelles sur l'économie. Le discours sur un éventuel passage du taux de dépôt sous 0 % est resté très ambigu. Une telle décision constituerait en effet une nouvelle étape importante de politique monétaire qui ne sera franchie qu'en cas de vive dégradation des perspectives économiques.

## Croissance mondiale : les prévisions revues à la baisse



## Etats-Unis : activité manufacturière hésitante





## ALLOCATION D'ACTIFS

### UNE ALLOCATION PRUDENTE MAIS PAS TIMOREE

#### Des investisseurs toujours indécis

##### Manque de visibilité

Le comportement changeant des investisseurs au cours des dernières semaines reflète le manque de visibilité sur des éléments politiques difficiles à appréhender et, peut-être, une moindre importance des facteurs économiques. Les performances sectorielles en novembre traduisent le manque d'un scénario affirmé : au niveau mondial, des valeurs cycliques (industrielles, automobiles, technologiques) ont pratiquement fait jeu égal avec des secteurs défensifs comme la consommation non cyclique. Les politiques monétaires très accommodantes mises en place ont probablement « déréglé » la boussole des investisseurs. La régulière révision à la baisse des prévisions de croissance mondiale s'est accompagnée d'une performance appréciable pour la plupart des classes d'actifs alors que les taux réels dans le G4 (Etats-Unis, Japon, Euro zone et Royaume-Uni) sont désormais pratiquement nuls. Dans un environnement où la croissance mondiale restera modeste l'an prochain, cet élément ne nous paraît pas devoir continuer à jouer, tout au moins dans les mêmes proportions qu'en 2012.

##### Les fondamentaux des actions incitent à la prudence

Néanmoins, l'action des Banques centrales dans les pays développés devrait éviter toute correction violente des actions malgré des fondamentaux moins porteurs. La neutralité sur les actions développées reste ainsi justifiée notamment parce qu'après la hausse de ces derniers mois, les valorisations absolues des actions ne paraissent pas particulièrement bon marché. Par ailleurs, les résultats des entreprises au 3<sup>e</sup> trimestre ont révélé des difficultés (fortes déceptions sur les chiffres d'affaires) liées au ralentissement économique qui a marqué l'été. La situation conjoncturelle s'est légèrement améliorée depuis, mais la croissance mondiale reste fragile. **Nous privilégions les grandes capitalisations aux Etats-Unis et en Europe et restons à l'écart du Japon**, la hausse provoquée en novembre par les espoirs d'un changement majeur de politique économique après les élections anticipées du 16 décembre ne nous paraît pas devoir résister à une réalité économique très dégradée.

La croissance mondiale hésitante affecte les perspectives bénéficiaires sur les **marchés émergents** ce qui nous amène à confirmer notre **message prudent** sur ces actifs. Par ailleurs, les politiques monétaires restent accommodantes dans la majorité des pays émergents mais le grand cycle d'assouplissement est derrière nous.

#### Synthèse de nos recommandations

MULTI-ASSET CLASS			EQUITIES DEVELOPED COUNTRIES			EQUITIES EMERGING COUNTRIES		
	Current	Previous		Current	Previous		Current	Previous
<b>EQUITIES</b>			US	+	+	Brazil	+	+
Developed Equities	=	=	Canada	=	=			
Emerging Equities	-	-	Euroland	+	+	China	-	-
<b>FIXED INCOME</b>			Japan	-	-	India	-	-
Government Bonds	=	=	UK	+	+	South-Korea	+	+
Corporate Bonds	=	=	Switzerland	+	+	Taiwan	-	-
High Yield	=	=	Australia	=	=	Russia	+	+
<b>COMMODITIES</b>			<b>BONDS COUNTRIES SOVEREIGN</b>					
Brent Oil	-	-		Current	Previous	South Africa	-	-
Base Metals	-	-	US	=	=	Turkey	=	-
Gold	+	+	Euroland	=	=			
Agricultural	=	=	Japan	=	=			
			UK	=	=			
<b>CASH</b>	=	=	Switzerland	=	=			

Notes: The indications in the tables reflect views not weights, whereby the "+", "-" and "=" signs respectively represent positive, negative and neutral views. Two different types of views are expressed in the tables. Those in the Multi-Asset Class Module are absolute returns views, or more precisely views on excess returns versus cash. Those in the equities and bond modules are relative return views. Here we assess relative excess returns amongst different countries. These views can of course be translated into portfolio weights. Their size will heavily depend on portfolio constraints and the specific risk budgets.



## ALLOCATION D'ACTIFS

### Neutralité sur les obligations

#### Biais positif sur le Bund

Même si les taux de référence dans la zone euro peuvent apparaître déjà très bas, les faibles perspectives économiques et l'absence de pressions inflationnistes qui en résulte ne plaident pas pour une tension marquée dans les prochains mois. Les anticipations de baisse supplémentaire des taux directeurs de la BCE ont été ravivées par les commentaires de Mario Draghi début décembre, ce qui devrait constituer un point de rappel pour l'ensemble de la courbe. Dans ce contexte, nous estimons que toute remontée du rendement du Bund à 10 ans vers les points hauts observés au second semestre (1,60 %) peut être mise à profit pour prendre une position tactique.

Nous affichons une position **neutre sur le crédit**. Cette classe d'actifs a bénéficié en 2012 de la recherche de rendement, ce qui a conduit à des afflux massifs et à une forte réduction des *spreads*, qui s'est faite pratiquement sans discrimination des situations économiques dans les divers pays. La croissance de 2 % enregistrée par l'économie américaine, même si elle est modeste, offre un environnement favorable à la classe d'actifs alors que la récession dans la zone euro devrait inciter à plus de prudence, d'autant plus que, sur l'Investment Grade, l'Europe surperforme les Etats-Unis depuis le début de l'année. Du point de vue des valorisations, nous préférons privilégier dans l'immédiat **la dette émergente libellée en dollars**. Cette classe d'actifs –qui ne nous paraît pas surévaluée– devrait continuer à bénéficier de l'amélioration régulière des comptes publics qui se traduit par une amélioration parallèle des notes souveraines.

#### Vers une baisse de l'euro

La parité EUR/USD a connu une évolution assez heurtée au cours des dernières semaines. La première quinzaine a ainsi été caractérisée par une appréciation du dollar provoquée en premier lieu par un moindre appétit pour le risque qui a conduit la parité à 1,2660 le 13, au plus bas depuis début septembre. Par la suite, les espoirs de voir se conclure rapidement un accord entre le Congrès américain et le Président sur la question budgétaire ont conduit les investisseurs à adopter une vision plus positive tandis que les discussions autour de la Grèce, même si elles ont été laborieuses, ont fini par aboutir à un soutien renouvelé au pays (baisse des taux des prêts, délais supplémentaires pour réduire la dette, ...). Ces deux éléments ont joué en faveur de l'euro qui est revenu vers 1,30 fin novembre, un niveau qui semble constituer un nouveau point d'ancrage depuis septembre. Notons que la dégradation de la note souveraine française par l'agence Moody's n'a pas été considérée comme un événement majeur par les opérateurs sur le marché des changes, ce qui tend à prouver que, davantage que les nouvelles péripéties en Europe, c'est bien le régime « risk-on/risk-off » qui gouverne les variations de court terme sur les devises à l'heure actuelle. Des anticipations sur l'annonce par la Fed de la poursuite de son programme d'achats de titres à l'occasion de la prochaine réunion du FOMC (11 et 12 décembre) ont également pu peser sur le dollar. Nous restons convaincus que le prochain thème dominant sur le marché des changes sera le différentiel de croissance qui est bien sûr très favorable au dollar vis-à-vis de l'euro.

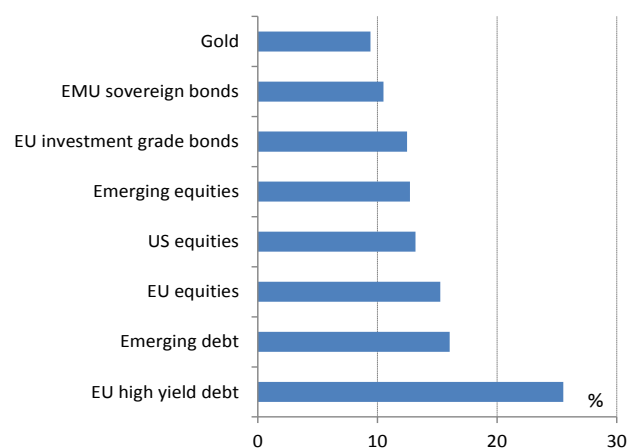
#### Actions : les valorisations n'envoient pas de message d'achat



Source : Shiller, Datastream, BNPP IP

#### Progression généralisée depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2012

(données au 30 novembre 2012)



Source : Bloomberg, BNPP IP





## CONTACTS & AVERTISSEMENT

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en décembre 2012, sauf indication contraire. BNPP IP est la source au 10 décembre 2012 des données chiffrées décrites dans cette lettre, excepté en cas d'indication spécifique.

---

Le présent document a été rédigé et est publié par BNP Paribas Asset Management (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](http://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.