



Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs

Mars 2013



Joost van Leenders, CFA

Spécialiste en stratégie d'investissement, allocation & stratégie

joost.vanleenders@bnpparibas.com

+31 20 527 5126

LE CLIMAT D'INVESTISSEMENT EN BREF

- Reprise modérée après une fin 2012 atone
- Fed : pas de fin prématurée de l'assouplissement quantitatif
- Clôture de la duration longue, de la sous-pondération des matières premières et des petites capitalisations

ALLOCATION D'ACTIFS EN BREF

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

REVUE DES MARCHÉS

Économie

Selon les données disponibles actuellement, la croissance mondiale semble avoir ralenti à 1,4 % en glissement annuel en 2012, un taux comparable à la récession de 2001. La quasi-stagnation de l'économie américaine s'explique par des facteurs conjoncturels tels que la contraction des dépenses dans le secteur de la défense et des stocks. La croissance cumulée aux troisième et quatrième trimestres est ressortie sous la moyenne observée depuis la fin de la récession. Les augmentations d'impôt ont réduit le revenu réel disponible des ménages de 4,0 % en rythme mensuel en janvier. La hausse de l'indice ISM manufacturier et les fortes commandes de biens d'équipement ont présagé d'un redressement du secteur manufacturier, mais la pression fiscale pourrait peser sur la croissance future. Les réductions de dépenses gouvernementales automatiques viendront s'ajouter aux hausses d'impôt. Cet impact devrait être en partie compensé par la croissance de l'emploi et le redressement de l'immobilier résidentiel. La croissance dans la zone euro a déçu, surtout en Allemagne. L'économie française s'est repliée et la récession s'est aggravée en Italie et au Portugal. Le crédit bancaire a poursuivi sa contraction en janvier, pendant que le chômage culminait à un taux record de 11,9 %. Les indicateurs avancés

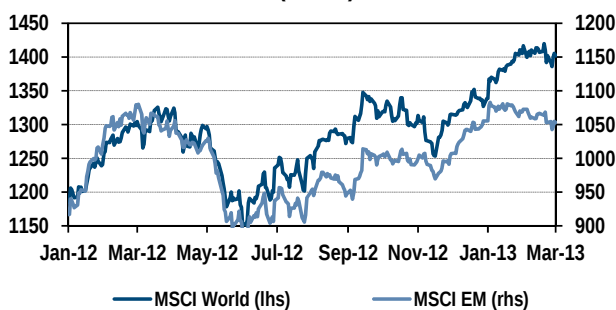


sont apparus mitigés. Les indices PMI ont baissé sur les marchés émergents, notamment en Chine, au Brésil et à Taïwan.

Marchés d'actions

Exprimée en dollar, la performance des actions était neutre en février. Compte tenu de l'appréciation du dollar, les actions ont progressé de 3,8 % en euros. Les actions japonaises ont profité de la dépréciation du yen pour bondir de 6,7 %, suivies des actions américaines (+4,9 %) et des actions émergentes (+2,6 %). Les actions européennes se sont inscrites en retrait, avec un gain timide de 0,8%. La politique monétaire accommodante a soutenu les actions. S'adressant au Congrès américain, le président de la Réserve fédérale Bernanke a apaisé les craintes sur une réduction prématurée des achats d'actifs dans le cadre du QE3, tandis qu'un gouverneur conciliant était nommé à la Banque du Japon. La saison des résultats aux États-Unis a agréablement surpris : 74 % des sociétés du S&P500 ont publié des résultats supérieurs aux attentes. Cependant, à 1,1 % en glissement annuel, la croissance des bénéfices des entreprises non financières a déçu. Les résultats des entreprises de la zone euro ont été nettement inférieurs jusqu'à présent : à peine 51 % des sociétés de l'Eurostoxx 600 sont parvenues à dépasser les attentes. Les résultats totaux sont restés en dessous des niveaux observés il y a un an.

MSCI World (ex EM) & MSCI EM



Source: Datastream, BNPP IP

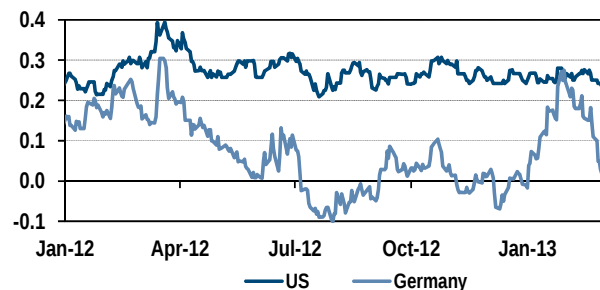
Marchés obligataires

Le taux des obligations d'État à dix ans a baissé de 16pb en Allemagne et de 10pb aux États-Unis. Même au Japon, où les rendements sont déjà extrêmement bas, ce taux a reculé de 9pb. Sur le segment plus court de la courbe, le taux à deux ans est resté stable aux États-Unis mais s'est rapproché de zéro en Allemagne.

La chute du taux allemand s'explique par des statistiques économiques faibles et un recul de l'inflation à 1,8 % en

février. Hors alimentation, énergie et effets fiscaux, nous estimons l'inflation allemande à près de 1 %. La Grèce et le Portugal sont au bord de la déflation. Cette évolution semble rouvrir le débat sur une nouvelle baisse des taux de la BCE. La nomination de Haruhiko Kuroda à la présidence de la Banque asiatique de Développement a mis les taux japonais sous pression baissière. Pour rappel, M. Kuroda avait reproché à la Banque du Japon de ne pas aller assez loin dans la lutte contre la déflation. De son côté, Ben Bernanke a apaisé les craintes d'une clôture prématurée du QE3 illimité lors d'un discours conciliant devant le Congrès. Selon Bernanke, les avantages apportés par le programme sont indéniables et compensent les coûts. Les spreads des obligations d'entreprises ont peu évolué après la contraction des rendements des obligations d'entreprises dans le sillage des emprunts d'État.

Two-year government bond yield



Source: Datastream, BNPP IP

CLIMAT D'INVESTISSEMENT

En dollar, le rebond boursier international s'est essouffé en février. Exprimée en euro, la performance des actions reste toutefois positive en raison de l'appréciation du dollar face à la monnaie unique. Nous avons adapté notre allocation d'actifs mais restons prudents à l'égard des actifs risqués. Nous ne prévoyons aucune reprise économique significative à l'échelle mondiale depuis le creux de fin d'année. La politique monétaire restera accommodante aux États-Unis et au Japon, mais ce facteur a déjà été largement intégré dans le rebond des actifs risqués depuis l'été dernier.

Quelle sera l'ampleur de la reprise économique mondiale, après l'atonie observée fin 2012 ?

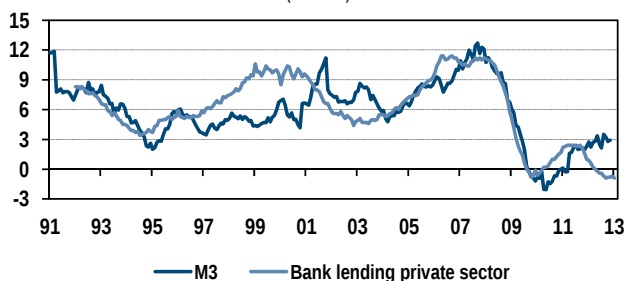
L'économie mondiale a terminé l'année 2012 sur une note morose : la croissance américaine a connu un coup d'arrêt et



celle de la zone euro a plongé en négatif plus vite que prévu. La chute du PIB japonais fut une surprise. Du côté positif, les économies émergentes, notamment la Chine, l'Inde, le Brésil et la Corée du Sud ont cessé de ralentir. Le ralentissement mondial actuel est comparable à celui de 2001, lorsque la bulle internet a éclaté, mais plus marqué qu'à la sortie de la crise asiatique en 1997. La question est maintenant de savoir à quel rythme l'économie mondiale va se redresser.

Certains signes d'amélioration sont déjà visibles. L'indice ISM du secteur manufacturier aux États-Unis en février a atteint son plus haut niveau depuis juin 2011. Le ralentissement de la croissance au 4e trimestre 2012 est principalement imputable à des facteurs temporaires. Les commandes de biens d'équipement ont été soutenues ces derniers mois, la confiance des consommateurs s'est améliorée et l'immobilier résidentiel poursuit son redressement. Pourtant, nous voyons mal comment l'économie américaine pourrait afficher une croissance solide à l'avenir, dans un contexte marqué par une augmentation des impôts de la plupart des ménages et une réduction automatique des dépenses publiques. Les indicateurs de climat économique dans la zone euro et en Allemagne se sont améliorés, mais les indices PMI des secteurs de la manufacture et des services restent déprimés. Les prêts bancaires ont poursuivi leur contraction, et une reprise vigoureuse semble s'éloigner.

Eurozone money and bank lending
(% YoY)



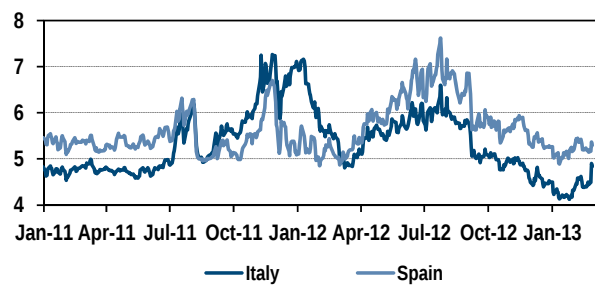
Sur les marchés émergents, les indices PMI sont mitigés et le commerce stagne depuis plusieurs mois. Nous pensons que la croissance mondiale a atteint son plancher au dernier trimestre de l'année passée et sera au mieux modeste dans les prochains mois.

Retour à l'avant-plan du politique et des banques centrales

Les résultats des élections italiennes ont secoué les marchés : les majorités divergentes aux deux chambres du parlement

compromettent la poursuite des réformes économiques. Notre prudence envers les actifs risqués n'a pas été dictée par les élections italiennes mais bien par le risque d'instabilité politique dans la zone euro. Ce risque est toujours aussi présent. Nous restons attentifs à l'évolution de la situation politique italienne, comme à d'autres obstacles politiques qui pourront se présenter.

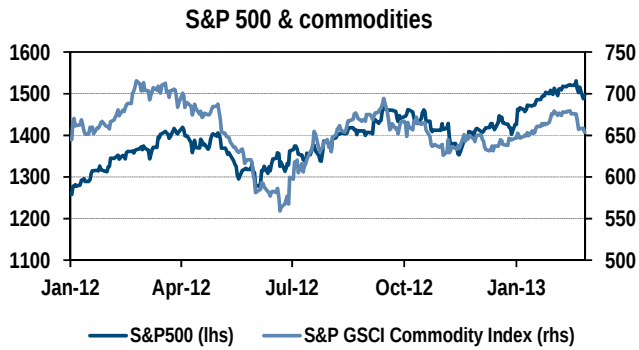
Ten-year government bond yields
(%)



La politique monétaire a également fait la une de l'actualité. Le compte rendu de la réunion du comité de politique monétaire américain en janvier indique que certains membres souhaitent mettre fin au soutien monétaire d'ici à la fin de l'année, mais le président de la Fed Bernanke a réaffirmé devant le Congrès qu'il n'avait nullement l'intention de cesser les rachats d'actifs prochainement. Au Japon, un nouveau gouverneur a été nommé à la Banque centrale. Haruhiko Kuroda avait reproché à la Banque du Japon de ne pas en faire assez pour lutter contre la déflation. Une fois en poste, il devra surmonter les réticences conservatrices au sein de la BoJ. Selon nous, la Fed et la BoJ maintiendront leur politique extrêmement accommodante, surtout si la pression fiscale pèse sur la croissance aux États-Unis.

Plusieurs changements à notre allocation d'actifs

Nous avons clôturé la durée longue sur les Bunds et avons pris nos bénéfices sur cette position tactique après la baisse des taux allemands qui a suivi les élections italiennes. Nous continuons de penser que les taux resteront bas dans un avenir proche. Nous avons pris nos bénéfices sur la sous-pondération des matières premières par rapport aux actions. Pourtant, les raisons qui ont motivé cette position restent d'actualité, à savoir une plus grande vulnérabilité des matières premières à la faible croissance, des coûts de détention élevés par rapport à un rendement du dividende intéressant des actions et une augmentation de l'offre.



Source: Datastream, BNPP IP

Nous avons clôturé notre sous-pondération des petites capitalisations européennes. Celles-ci sont plus vulnérables à la conjoncture morose, relativement plus chères et leurs bénéfices sont plus réduits que ceux des grandes capitalisations. Pourtant, cette position a engendré des pertes dans un contexte d'appétit pour le risque alimenté par les banques centrales. Ces modifications n'ont aucune incidence significative sur notre sous-pondération du risque.



Allocation d'actifs¹

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

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

Real estate	Active weights		Δ active weight
	Feb-13	Mar-13	
European Real Estate	●	●	—
US Real Estate	●	●	—
Asian Real Estate	●	●	—

KEY		
Overweight: ●	Neutral: ●	Underweight: ●
Increase: ↑	No change: —	Decrease: ↓

Fixed income	Active weights		Δ active weight
	Feb-13	Mar-13	
Euro Govies	●	●	—
Euro Govies AAA	●	●	—
Euro Short Dated	●	●	—
Corporate bonds (EUR)	●	●	—
Collateralised 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-13	Mar-13	
AUD	●	●	—
CAD	●	●	—
CHF	●	●	—
DKK	●	●	—
EUR	●	●	↑
GBP	●	●	—
HKD	●	●	—
JPY	●	●	—
NOK	●	●	—
NZD	●	●	—
SEK	●	●	—
SGD	●	●	—
USD	●	●	—
EMFX	●	●	—

Perspectives en bref

- Nous restons convaincus que l'Europe reste prise au piège d'une dette colossale, d'une démographie faible et du processus de désendettement en cours. La conjoncture économique mondiale morose pèse sur les marchés financiers. Les États-Unis sont sur la voie d'une (lente) reprise. Nous ne partageons pas l'optimisme des marchés sur une reprise cyclique dans les prochains mois : la consolidation budgétaire à l'échelle mondiale devrait s'accélérer en 2013. Nous tablons sur le scénario d'un assouplissement quantitatif continu (QE[∞]). Toutefois, nous pensons que l'impact de dispositifs supplémentaires sur l'économie et les actifs risqués est de plus en plus faible.
- Les risques de crise grave dans la zone euro se sont atténués depuis l'annonce par la BCE d'un « soutien conditionnel illimité » et la volonté politique de prendre toutes les mesures nécessaires (surtout l'acceptation par l'Allemagne du caractère inévitable des pertes). Toutefois, nous ne pensons pas que la zone euro ait résolu le problème chronique d'une croissance nulle et d'une hausse de l'endettement. À long terme, un nouveau rééchelonnement de la dette semble inévitable, puisque la croissance molle n'a pas permis aux gouvernements d'atteindre leurs objectifs de réduction de déficit.
- La croissance chinoise s'est stabilisée après un net ralentissement. Nous ne croyons pas à un rebond en raison de l'appétit limité pour les grandes mesures de soutien qui ne compense pas la faiblesse extérieure. Les problèmes structurels qui fragilisent le système bancaire parallèle chinois demeurent un risque à long terme.
- Nous pensons être dans un environnement de performance faible adapté à la quête de rendement, à l'anticipation de

¹ Ces tableaux reflètent les positions nettes par rapport à l'indice de référence au sein du portefeuille modèle stratégique de GBS. Le positionnement sur une classe d'actifs en particulier ne doit 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.



fourchettes de cotation étroites et à la recherche d'opportunités de réduction des risques baissiers. Une stratégie de « Buy and hold » n'a pas de sens dans ce contexte.

Actions :	Sous-pondération
Statu quo. Si elles se sont stabilisées en dollar, les actions ont poursuivi leur progression en euro en février. Les actions japonaises ont rebondi grâce à un yen moins cher, alors que les actions américaines ont profité de résultats d'entreprises supérieurs aux attentes et d'autres bons indicateurs économiques. Les actions européennes, de leur côté, sont restées stables. Nous sous-pondérons toujours les actions : les politiques d'austérité et le risque d'instabilité politique en zone euro continueront de peser sur la croissance mondiale. Cette sous-pondération est également tactique : après le rebond de l'été dernier, une correction des marchés n'est pas à exclure. Nous sous-pondérons les marchés émergents dont les résultats publiés sont décevants et la croissance à peine plus élevée que dans les pays développés. Il en va de même pour le Japon dont la politique monétaire suscite des attentes trop élevées.	
Petites capitalisations :	Neutralité
Changement. Nous avons clôturé notre sous-pondération des petites capitalisations européennes en essuyant des pertes. Le raisonnement derrière cette position initiée il y a presque un an s'est fait à trois niveaux : les petites capitalisations sont plus vulnérables à la faiblesse du cycle économique dans la zone euro, elles sont relativement plus chères et leurs bénéfices sont inférieurs à ceux des grandes capitalisations. Ces arguments sont toujours valables selon nous, mais le marché a aujourd'hui atteint son seuil de limitation de pertes après nous avoir pénalisés l'été dernier.	
Obligations d'État :	Duration neutre
Changement. Nous avons clôturé notre duration longue sur les Bunds après le recul des taux allemands sur fond d'aversion pour le risque à l'issue des élections italiennes. Nous avons pris nos bénéfices, dès que les taux sont passés sous le niveau atteint le 7 janvier dernier, date à laquelle nous avons initié cette position. Nous pensons que les taux resteront bas. La croissance en zone euro devrait rester faible et si la BCE venait à modifier son taux directeur, une baisse serait plus probable. La hausse du chômage devrait contenir l'inflation. Hors effets fiscaux, l'inflation de base se situe juste sous 1,0 % en rythme annuel. Vu la faiblesse des rendements allemands, l'environnement nous semble tactique avant tout.	
Obligations d'entreprises investment grade :	Neutralité
Statu quo. Les obligations d'entreprises, surtout en Europe, ont profité de la baisse des rendements des emprunts d'État. D'une part, la faible croissance économique et la quête du rendement soutiennent cette classe d'actifs. D'autre part, la récession en zone euro, la rentabilité des entreprises sous pression, les taux historiquement bas et le risque d'assèchement des liquidités par un mouvement vendeur massif sont autant de facteurs négatifs.	
Obligations à haut rendement	Neutralité
Statu quo. Nous apprécions les rendements élevés, les coupons et le spread par rapport aux obligations d'État. Toutefois, nous restons neutres compte tenu de l'afflux massif de capitaux récemment et des risques qui pèsent sur la croissance, notamment en Europe et dans une certaine mesure aux États-Unis. Nous préférons les obligations émergentes.	
Obligations des pays émergents	Surpondération
Statu quo. Bien que nous estimons que les plus grandes plus-values ont déjà été réalisées, nous jugeons que la dette émergente reste intéressante, surtout pour son rendement du coupon et des facteurs positifs comme l'amélioration des notes de solvabilité, du potentiel de croissance et des comptes courants. L'exposition non couverte au dollar américain crée une position courte sur l'euro qui traduit nos inquiétudes sur cette région.	



Obligations convertibles :	Neutralité
Statu quo. Une exposition limitée est bénéfique à la diversification, mais nous ne percevons actuellement aucune opportunité justifiant un écart par rapport à notre indice de référence. Vu la faible liquidité de cette classe d'actifs, nous privilégions les positions actives dans les actions ou les obligations d'entreprises.	
Immobilier :	Surpondération
Statu quo. Notre position repose sur une surpondération des REIT américains qui reflètent notre préférence pour les actifs à haut rendement et qui offrent un potentiel haussier lorsque l'appétit pour le risque reviendra. Selon nous, les REIT américaines sont correctement valorisées et leur liquidité est appréciable, surtout en les considérant comme une position tactique.	
Matières premières	Neutralité
Changement. Nous avons verrouillé nos bénéfices mais nous sommes confortés dans l'idée qui a justifié notre sous-pondération des matières premières, à savoir une plus grande vulnérabilité à la faible croissance, des coûts de détention élevés par rapport à un rendement du dividende intéressant des actions et une augmentation de l'offre.	



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.