



Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs

Avril 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

- Les actions américaines atteignent de nouveaux sommets
- Les indicateurs avancés de la zone euro reculent
- Clôture de la sous-pondération du Japon ; prise de bénéfices sur la sous-pondération des obligations indexées sur l'inflation

ALLOCATION D'ACTIFS EN BREF

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

REVUE DES MARCHÉS

Économie

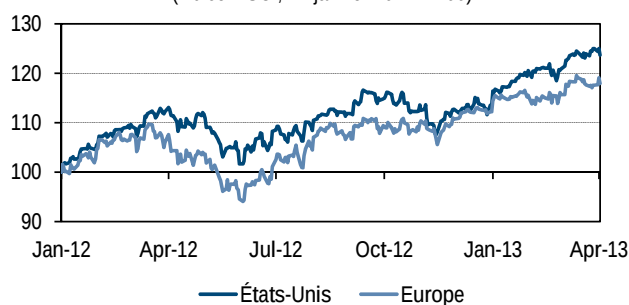
Certains indicateurs économiques ont réservé une agréable surprise en mars. Les entrepreneurs et les consommateurs au Japon ont repris confiance : d'une part, la banque centrale a ouvert la porte à un soutien monétaire et budgétaire supplémentaire ; d'autre part, le taux de croissance du PIB au quatrième trimestre, a été révisé de négatif à légèrement positif. La croissance de l'emploi aux États-Unis en février a dépassé les attentes, le chômage a reculé et les prix de l'immobilier résidentiel ont grimpé. D'autres données ont évolué dans la mauvaise direction. La contraction des indicateurs avancés a réduit les espoirs de reprise rapide de l'économie de la zone euro. Celle-ci a reculé sensiblement au quatrième trimestre. La production industrielle, la construction et l'emploi sont restés atones au début de cette année. En Chine et sur d'autres marchés émergents, les données dans leur ensemble ont indiqué une croissance relativement modeste. Le marasme politique post-élections italiennes et le programme de sauvetage de Chypre – qui comprend une forte hausse de la dette gouvernementale, une réduction du secteur bancaire et le renflouement interne des titulaires d'actions, d'obligations et de gros dépôts – a provoqué un élargissement des spreads des obligations d'État et des CDS bancaires.



Marchés d'actions

Les actions ont poursuivi leur ascension. Elles ont progressé de 1,6 % en dollars ; le gain s'élève même à 3,5 % en euros en raison de l'appréciation du billet vert. La prudence est encore de mise, car les secteurs défensifs dans l'ensemble ont surperformé les secteurs cycliques. Le regain de confiance au Japon, alimenté par des signes annonciateurs d'un soutien monétaire supplémentaire fort, a propulsé les actions japonaises de 6,0 % en euros. La légère perte de confiance des consommateurs aux États-Unis n'a pas enrayé le rebond des actions américaines. Le maintien des dépenses de consommation à un niveau honorable malgré les hausses d'impôt récentes a été accueilli positivement. De plus, le redressement des marchés de l'emploi et du logement a soutenu la progression des actions américaines (+5,3 % en euros). Les actions européennes n'ont gagné que 1,3 % dans un contexte difficile : faiblesse des indicateurs économiques, incertitude politique en Italie et risque de contagion du programme de sauvetage de Chypre. Les actions des marchés émergents ont fait du surplace en euros, victimes de perspectives de croissance relativement modeste, de bénéfices d'entreprises décevants et d'une hausse de l'inflation dans certains pays.

Actions américaines et européennes
(indice MSCI, 1^{er} janvier 2012 = 100)



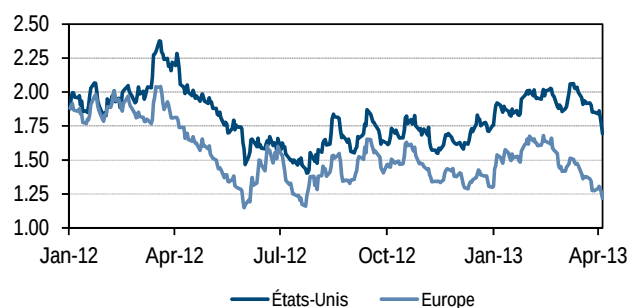
Source: Bloomberg, BNPP IP

Marchés obligataires

Le taux de l'obligation d'État à 10 ans a peu évolué aux États-Unis (-4pb) mais a chuté de 18pb en Allemagne. Au Japon, les rendements obligataires ont à nouveau concédé 10pb. Toutefois, les taux allemands et japonais restent supérieurs à leur plancher historique respectif de mai 2012 et de 2003. Le taux à deux ans n'a pas changé aux États-Unis mais a plongé sous zéro en Allemagne. Aux États-Unis, l'amélioration

des indicateurs économiques a compensé la confirmation à minima par la Réserve fédérale du maintien du programme d'achat d'actifs jusqu'à la fin de l'année. Au Japon, la perspective de mesures d'assouplissement quantitatif plus offensives a entraîné une baisse des taux.

Taux obligation d'Etat à 10 ans

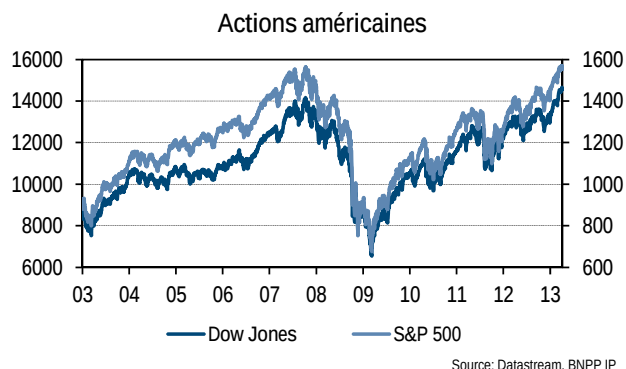


Source: Datastream, BNPP IP

Concernant la zone euro, la faiblesse des données économiques et la fuite vers les valeurs refuge ont pesé sur les taux allemands. Les spreads de risque dans la zone euro sur les emprunts des États périphériques ont augmenté : cette hausse est restée toutefois limitée étant donné que la BCE pourrait commencer à racheter des obligations d'État dans le cadre de son programme OMT. Les rendements des obligations *investment grade* et à haut rendement ont baissé. En Europe, cette baisse s'explique par la contraction des taux des emprunts d'État ; les spreads se sont élargis quelque peu. La réduction des spreads du haut rendement américain s'est traduite par une baisse des rendements totaux.

CLIMAT D'INVESTISSEMENT

Les actions américaines et japonaises ont eu la faveur des investisseurs en mars. À l'inverse, les marchés européens sont restés à la traîne. Le climat d'investissement n'a pas fondamentalement changé et la croissance mondiale devrait rester modeste selon nous. Si les actions ne sont pas onéreuses, les valorisations ne sont pas particulièrement attrayantes non plus. Nous estimons que tout portefeuille équilibré devrait consacrer une part importante aux actions, mais tactiquement, nous conservons notre sous-pondération sur la classe d'actifs.



Nouveaux records aux États-Unis

Les deux principaux indices boursiers américains – le S&P 500 et le Dow Jones 30 – ont établi un nouveau record dans un contexte particulièrement porteur, puisque les banques centrales ont éliminé les risques de perte extrême.

Dans la zone euro, la BCE a mis en place son programme d'achat d'actifs « OMT ». Même si l'institution n'a pas encore acheté la moindre obligation, l'annonce de l'OMT a tiré vers le bas les taux obligataires des pays périphériques, allégeant le fardeau de la dette. De son côté, la Réserve fédérale américaine achète chaque mois près de 85 milliards de dollars de bons du Trésor et de titres adossés à des prêts hypothécaires jusqu'à ce que le marché de l'emploi se redresse suffisamment. Au Japon, le nouveau gouverneur de la banque centrale entend passer à une politique d'assouplissement quantitatif beaucoup plus agressive afin de porter l'inflation à 2 % et de soutenir la croissance.

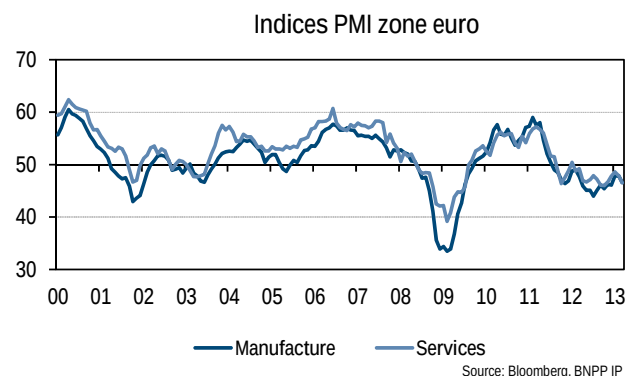
L'actualité économique a, elle aussi, apporté son lot de bonnes nouvelles. Le marché américain de l'immobilier résidentiel poursuit son redressement. La hausse des prix des maisons devrait regonfler le moral des consommateurs et augmenter leur pouvoir d'achat. L'emploi progresse depuis plusieurs mois et le chômage recule lentement mais sûrement. Au Japon, la perspective d'un soutien monétaire et budgétaire fort, appelé *Abenomics*, a dopé la confiance des producteurs et des ménages. En Europe, les perspectives de croissance se sont améliorées.

L'embellie va-t-elle durer ?

Nous voyons trois risques en Europe. Le premier est la faiblesse de la croissance. Le recul des indices PMI a amenuisé les espoirs d'une reprise économique rapide.

Le deuxième concerne l'impasse politique en Italie où les partis ne parviennent pas à former un gouvernement. Dans un

sens plus large, nous pensons que la réaction brutale des masses populaires contre les réformes et l'austérité pose un risque. Le troisième est lié au programme de sauvetage de Chypre : la dette gouvernementale va passer à 150 % du PIB, alors que l'économie se contracte en raison du désendettement du secteur bancaire sur fond de renflouement interne des actionnaires, des créanciers obligataires et des gros déposants. Les risques de contagion sont réels en cas de restructuration de la dette chypriote. Les valeurs bancaires dans les pays périphériques de la zone euro n'ont pas tardé à boire la tasse et les spreads sur les obligations bancaires se sont tendus. Le sauvetage pourrait également provoquer une fuite des dépôts ou des déclassements de notes de solvabilité.



Aux États-Unis, la confiance des consommateurs a subi le contrecoup des hausses d'impôt. Les dépenses de consommation ont relativement bien résisté. Le recul de la confiance et la faible hausse du revenu marginal nous laissent penser que la croissance de la consommation sera modérée. Après plusieurs développements positifs récents, l'indice ISM du secteur manufacturier a perdu du terrain en mars : la reconstitution des stocks semble avoir touché à sa fin. Le ciel se dégage au-dessus de l'économie japonaise mais les enjeux structurels doivent encore trouver une réponse. Si les taux obligataires commencent à augmenter dans le sillage de l'inflation, la situation budgétaire déjà délicate pourrait devenir rapidement insoutenable.

Clôture de la sous-pondération du Japon

Nous jugeons l'optimisme du marché sur la politique 'Abenomics' quelque peu excessif compte tenu des problèmes structurels du Japon. Cela étant, la dynamique positive du marché nous a incités à clôturer notre sous-pondération en prenant nos pertes.

D'un point de vue tactique, nous continuons de sous-pondérer les actions mondiales et les actions émergentes par rapport

Réservé aux professionnels de l'investissement



aux actions des marchés développés. Les risques politiques et budgétaires n'ont pas disparu en zone euro et aux États-Unis et la faiblesse de la croissance des bénéfices d'entreprises sur les marchés émergents est décevante.

Nous avons pris une partie de nos bénéfices sur notre sous-pondération des obligations indexées sur l'inflation dès lors que les marchés ont intégré dans leurs cours le recul de l'inflation. Nous n'avons pas touché au reste de la position, car l'inflation restera faible selon nous dans la zone euro et un risque déflationniste n'est pas à exclure.



Allocation d'actifs¹

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

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

Real estate	Active weights		Δ active weight
	Mar-13	Apr-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
	Mar-13	Apr-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
	Mar-13	Apr-13	
AUD	●	●	—
CAD	●	●	—
CHF	●	●	—
DKK	●	●	—
EUR	●	●	—
GBP	●	●	—
HKD	●	●	—
JPY	●	●	—
NOK	●	●	—
NZD	●	●	—
SEK	●	●	—
SGD	●	●	—
USD	●	●	—
EM FX	●	●	—

Perspectives en bref

- Aucune classe d'actifs n'offre un potentiel de valeur réellement intéressant : les valorisations sont dans l'ensemble normales voire légèrement onéreuses. Les actions européennes sont le seul investissement 'valeur' qui nous semble valoir la peine. Nous doutons de la pérennité du rebond boursier qui semble s'appuyer principalement sur les politiques de soutien monétaire à l'échelle mondiale, et non sur les fondamentaux tels que la croissance et la rentabilité. En fin de compte, nous pensons que l'impact de dispositifs supplémentaires sur l'économie et les actifs risqués est de plus en plus faible.
- L'Europe est prise au piège d'une dette colossale, d'une démographie poussive et d'un processus de désendettement. À la lumière de ce constat, nous pensons être dans un environnement de performance faible qui se prête à la quête de rendement, à l'anticipation de 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. Le cycle économique mondial est poussif et pèse sur les marchés financiers. Les États-Unis sont sur la voie d'une reprise (lente). 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.
- 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

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.



inévitables des pertes). Toutefois, nous ne pensons pas qu'elle 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 atone 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 dans 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 continuent de poser un risque à long terme.

Actions

Sous-pondération

Changement. Les actions mondiales se sont bien comportées en mars, surtout en euros. Les États-Unis et le Japon se sont démarqués. Nous sous-pondérons toujours les actions, car la croissance devrait rester atone en zone euro en raison des phénomènes de consolidation budgétaire et de désendettement, alors que les États-Unis sont confrontés à des contraintes budgétaires. L'incertitude engendrée par les élections italiennes et la nécessité de sauver Chypre nous ont confortés dans l'idée que la zone euro n'est pas encore sortie de l'ornière. L'économie chinoise semble avoir évité un atterrissage brutal mais des déséquilibres sont encore présents. Les résultats des entreprises dans l'ensemble progressent à peine, voire sont revus à la baisse. La politique monétaire ne peut indéfiniment compenser ces facteurs négatifs. Nous continuons de sous-pondérer les marchés émergents : les résultats publiés sont décevants et la croissance y est à peine plus élevée que dans les pays développés. Nous avons clôturé notre sous-pondération du Japon qui avait atteint notre seuil de limitation des pertes.

Petites capitalisations

Neutralité

Statu quo. Les petites capitalisations nous semblent plus vulnérables au cycle économique morose, relativement plus chères et leurs bénéfices sont plus réduits que ceux des grandes capitalisations. Nous conservons toutefois notre position neutre après la surperformance des petites capitalisations les mois précédents.

Obligations d'État

Duration neutre

Statu quo. Nous conservons une duration neutre : la timide croissance économique, le risque déflationniste et l'éventualité d'une baisse du taux de la BCE devraient maintenir les rendements obligataires bas. L'actualité en Italie et à Chypre a provoqué une réduction des rendements des Bunds allemands, illustrant la fuite en masse vers les valeurs refuge. Vu la faiblesse des taux allemands, nous préférons prendre une position tactique sur la duration.

Obligations d'entreprises investment grade

Neutralité

Statu quo. Les rendements des obligations d'entreprises européennes ont chuté de 14pb dans le sillage des emprunts d'État ; les spreads sont restés stables et les taux proches de leur niveau plancher. Les fondamentaux des entreprises ou la faiblesse des rendements ne devraient pas s'améliorer sensiblement. De même, nous ne voyons pas les rendements augmenter vu la demande soutenue d'actifs à long terme relativement sûrs. Selon nous, le coupon n'est pas suffisamment élevé pour justifier une surpondération.

Obligations à haut rendement

Neutralité

Statu quo. Les rendements ont diminué aux États-Unis et en Europe. La prime de risque a augmenté en Europe mais baissé aux États-Unis. Même s'il flirte avec son niveau plancher, le coupon peut sembler intéressant par rapport aux obligations « investment grade » et aux emprunts d'État. Pourtant, les risques qui pèsent sur la croissance, surtout en Europe et dans une moindre mesure aux États-Unis, et les importantes entrées de capitaux récentes nous ont convaincus de conserver un positionnement neutre.



Obligations émergentes	Surpondération
<i>Statu quo.</i> Bien que nous estimions que les plus grandes plus-values ont déjà été réalisées, la dette émergente reste toutefois intéressante selon nous, 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 actuels. L'exposition non couverte au dollar américain crée une position courte sur l'euro qui traduit nos inquiétudes sur cette région.	
Obligations convertibles	Neutralité
<i>Statu quo.</i> 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
<i>Statu quo.</i> 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 américains sont correctement valorisés et leur liquidité est appréciable, surtout en les considérant comme une position tactique.	
Matières premières	Neutralité
<i>Statu quo.</i> Selon nous, les matières premières sont plus vulnérables à la croissance faible, ont un coût de détention plus élevé que les actions qui offrent un rendement du dividende positif, et dont les prix sont sous pression en raison d'une offre plus abondante. Toutefois, nous n'avons pas réinstauré une sous-pondération sur cette classe d'actifs.	



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**.

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.