



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

L'asset manager d'un monde qui change

Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs

Mai 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

- Ralentissement de l'économie américaine
- Baisse des taux obligataires à l'échelle mondiale
- Prises de bénéfices sur la sous-pondération des actions émergentes et sur la surpondération de l'immobilier

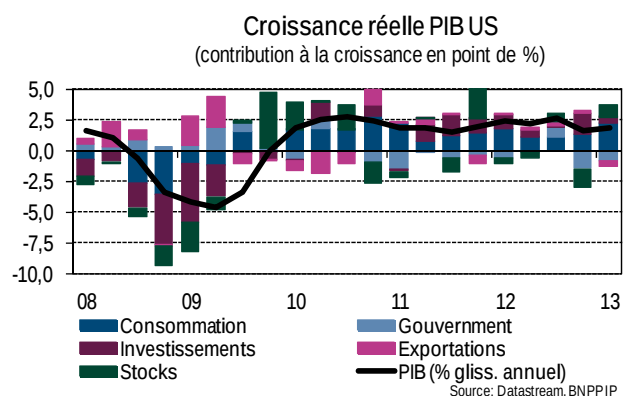
ALLOCATION D'ACTIFS EN BREF

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

REVUE DU MARCHÉ

Économie

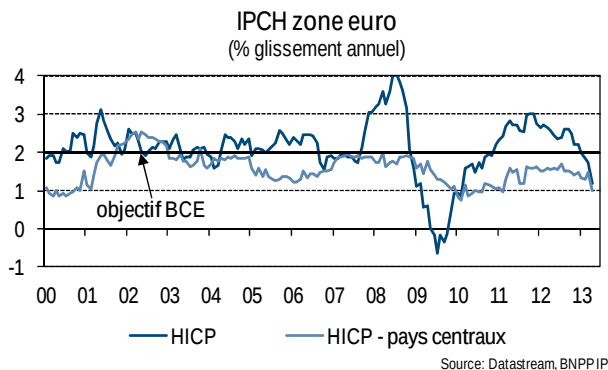
Même si elle était inférieure aux attentes, la croissance du PIB américain est ressortie à 2,5 % en glissement trimestriel annualisé pour le premier trimestre, contre 0,4 % au quatrième trimestre 2012.



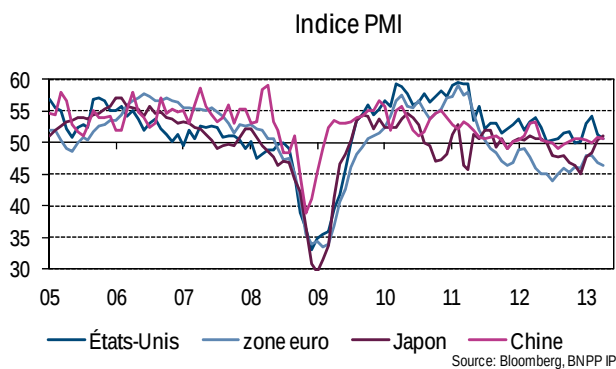
Les dépenses de consommation ont bien résisté malgré la récente hausse des taxes. Les investissements des entreprises n'ont par contre enregistré qu'une modeste progression. De nombreux indicateurs avancés aux États-Unis ont perdu du terrain. Les indicateurs avancés de la zone euro ont également marqué le pas. L'indice du climat économique révèle même que la morosité s'est propagée dans une certaine mesure aux pays centraux. Les indicateurs avancés nationaux



en Allemagne et en France se sont repliés. Le taux de chômage dans la zone euro a atteint un sommet à 12,1 %, tandis que l'inflation a fléchi rapidement. Cette baisse n'est pas seulement imputable à la diminution des prix de l'énergie. En effet, l'inflation de base a également ralenti pour atteindre 1,0 % en avril.



L'économie japonaise s'est redressée grâce à un regain de confiance encouragé par les nouvelles mesures de relance. Dans le reste de l'Asie, la Corée du Sud a rebondi après un piètre quatrième trimestre en 2012 ; à l'inverse, la croissance de Taiwan a déçu au premier trimestre. L'indice PMI du secteur manufacturier chinois s'est inscrit en recul et reste dans une fourchette indiquant une croissance relativement modeste.



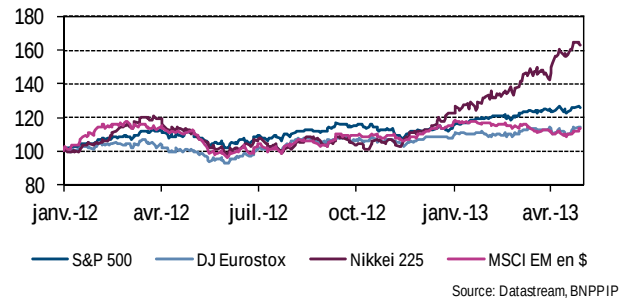
Marchés d'actions

Les actions internationales ont gagné 2,6 % en USD mais ont cédé 0,1 % en euros. Les secteurs défensifs ont à nouveau surperformé les secteurs cycliques. Les actions japonaises étaient encore une fois les plus demandées. L'amélioration des indicateurs de confiance et un nouvel affaiblissement du yen ont contribué à une hausse de 5,9 % des actions japonaises en euros. Les actions européennes se sont modestement adjugé 0,7 %, tandis que les actions américaines ont accusé un repli de 1,1 % (en euros).

La hausse modérée des actions à l'échelle mondiale s'ajoute à la faiblesse des statistiques économiques et des résultats des

Marchés d'actions en monnaie locale

(Indice, 1er janvier 2012 = 100)

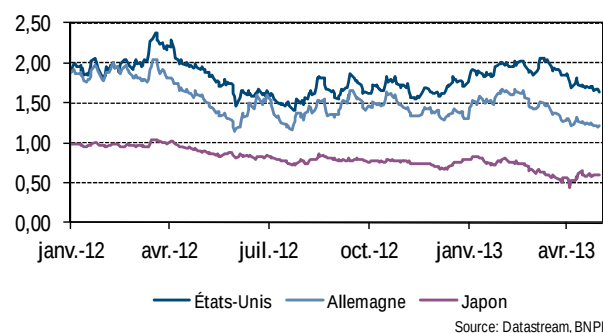


entreprises publiés jusqu'ici. Cependant, les politiques accommodantes menées par les banques centrales et la chute des taux des obligations d'État des pays de la périphérie de la zone euro ont soutenu la performance.

Marchés obligataires

Les taux ont chuté à l'échelle mondiale. Le taux des obligations américaines à 10 ans a perdu 18pb à 1,68 % et celui des obligations allemandes a reculé de 8pb à 1,20 %. Tous deux reviennent donc à un niveau proche de leur plancher historique en fin de mois. Au Japon, les taux à 10 ans ont atteint un plus bas intrajournalier de 0,33 % le 5 avril. Toutefois, ce creux a été bref et les taux sont remontés de 5pb à la fin du mois, soit la première progression en quatre mois.

Taux de l'obligation d'Etat à 10 ans



Il y a eu des discussions sur le rythme d'achat d'actifs par la Réserve fédérale dans le futur. Néanmoins, les spéculations sur un possible ralentissement des achats d'ici peu n'ont pas été confirmées par les responsables de la Fed. En réalité, les perspectives en matière de politique monétaire n'ont pas beaucoup évolué, les taux à deux ans restant relativement stables. Comme expliqué plus haut, les taux des obligations des États de la périphérie de la zone euro ont fléchi, l'Italie



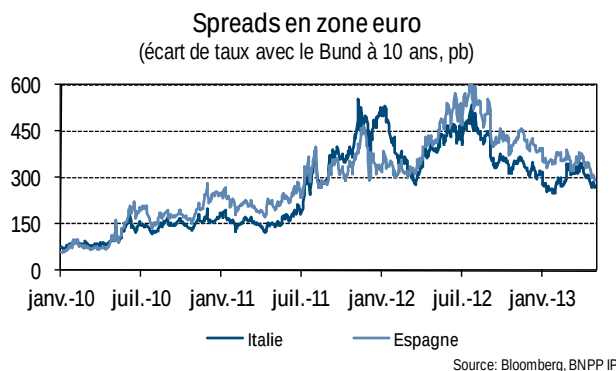
tombant presque à un niveau record, mais les spreads restent plus larges qu'avant la crise financière. Les taux des obligations d'entreprises internationales ont suivi la tendance baissière, surtout en raison de la diminution des primes de risque. La chute des taux est attribuable aux mesures de relance drastiques mises en place par la Banque du Japon (BoJ), à la faiblesse généralisée de la croissance et de l'inflation, ainsi qu'à la formation d'une nouvelle grande coalition en Italie.

CLIMAT D'INVESTISSEMENT

Nous ne partageons pas l'optimisme qui anime les marchés depuis plusieurs semaines. Si certains développements sont positifs, la croissance dans la plupart des régions et les bénéfices des entreprises restent faibles. Nous avons pris nos bénéfices sur la sous-pondération des actions émergentes et sur notre surpondération de l'immobilier américain. Ces changements n'ont eu aucun impact majeur sur notre exposition globale au risque, laquelle reste négative.

Baisse des taux obligataires dans la périphérie de la zone euro

Les taux se sont orientés à la baisse à l'échelle mondiale, surtout dans les États membres périphériques de la zone euro. Le taux italien à deux ans a atteint un nouveau plancher record, tandis que le taux à dix ans n'est pas loin d'un tel record. Les taux en Espagne, au Portugal et en Grèce sont encore loin de leur niveau plancher. Pour autant, nous n'irons pas jusqu'à dire que les marchés obligataires se sont normalisés. Le spread par rapport au Bund à dix ans a été négatif dans chacun de ces quatre pays par le passé, mais aujourd'hui il varie de 268 pb en Italie à 972 pb en Grèce.

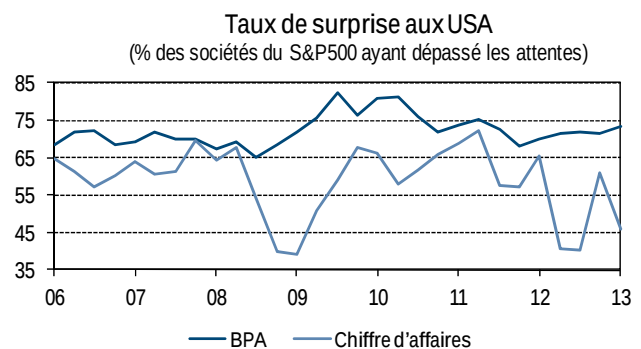


Plusieurs facteurs sont à l'origine de ce phénomène. L'annonce de la nouvelle politique monétaire au Japon a orienté les taux à la baisse. Le ralentissement de la croissance à l'échelle mondiale joue également un rôle. Aux États-Unis, la croissance du PIB s'est accélérée au premier trimestre restant toutefois à un niveau modeste. Néanmoins, les signes annonçant un creux estival se multiplient. Concernant la zone euro, la conjoncture vire au rouge après une timide amélioration. La baisse des prix des matières premières a tiré l'inflation vers le bas. En fait, nous percevons un risque de déflation en zone euro. Les indicateurs cycliques sur les marchés émergents se sont également stabilisés récemment. Enfin, les marchés ont salué avec enthousiasme la formation d'une grande coalition en Italie.

Le recul de la croissance devrait normalement faire baisser les taux. Une croissance plus faible signifie aussi une tâche plus ardue pour le gouvernement chargé d'assainir les finances publiques. L'économie en Italie, en Espagne, en Grèce et au Portugal se replie. Le chômage atteint des hauteurs vertigineuses en Grèce, en Espagne et au Portugal et poursuit son ascension en Italie. Les discours politiques récents se tournent un peu plus de l'austérité vers la croissance. Nous pensons toutefois que ces pays n'ont pas beaucoup de marge pour relâcher la bride budgétaire. En fait, nous voyons un risque latent de hausse des taux, laquelle profiterait aux Bunds mais plomberait les actions.

Des résultats d'entreprises moroses

La publication des chiffres trimestriels bat son plein aux États-Unis et en zone euro, mais pour l'instant les résultats sont médiocres. Aux États-Unis, 73 % des sociétés ont



communiqué des bénéfices supérieurs aux attentes, en légère hausse par rapport au pourcentage des trois précédents trimestres. En termes de chiffre d'affaires, le tableau est plus sombre : 55 % des entreprises n'ont pas atteint les prévisions.

Réservé aux professionnels de l'investissement



La croissance réelle du chiffre d'affaires est même négative. Les résultats totaux sont en hausse de 2,2 % par rapport au premier trimestre 2012, mais sont loin des niveaux atteints au quatrième trimestre. Ces chiffres sont soutenus essentiellement par la bonne santé des entreprises financières. Hors finance, la croissance du chiffre d'affaires a ralenti de 2,6 % en glissement annuel et les résultats d'entreprises sont restés stables. De plus, la plupart des entreprises sont maussades dans leurs prévisions. Dans la zone euro, à peine 60,3 % des entreprises sont parvenues à dépasser leurs estimations bénéficiaires ; ce pourcentage chute à 35 % pour le chiffre d'affaires. Les chiffres d'affaires et les bénéfices diminuent plus rapidement qu'au dernier trimestre de l'année 2012.

Prises de bénéfices

Par prudence, nous avons pris nos bénéfices sur notre sous-pondération des actions émergentes par rapport aux actions des économies développées malgré les perspectives bénéficiaires modestes sur les marchés émergents, après la nette sous-performance des actions émergentes récemment. Notre prise de bénéfices porte aussi sur notre surpondération de l'immobilier américain après le bond récent des valorisations. Ce secteur nous paraît toutefois attractif pour ses taux.



Allocation d'actifs¹

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

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

Real estate	Active weights		Δ active weight
	Apr-13	May-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
	Apr-13	May-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
	Apr-13	May-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. Nous doutons de la pérennité du rebond boursier qui semble s'appuyer principalement sur les politiques de soutien monétaire à l'échelle mondiale, plutôt que sur la croissance et les bénéfices d'entreprises. Les valorisations deviennent ainsi onéreuses (surtout aux États-Unis). 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. Dans ce contexte, 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. Les événements récents à Chypre et (surtout) en Italie rappellent que l'Europe n'est pas encore sortie de l'ornière. Les symptômes chroniques (croissance nulle et endettement élevé) n'ont pas disparu. La politique monétaire peut faire gagner du temps mais la croissance atone continue d'entraver le consensus politique et la légitimité démocratique. Nous pensons que la crise de l'UE pourrait resurgir plus tard dans l'année.
- Le cycle économique mondial est faible et la reprise continuera à décevoir selon nous. Les marchés, qui s'attendaient à un rebond rapide en Chine/dans les pays émergents, rejoignent maintenant nos prévisions d'une reprise plus modérée. Les répercussions sur les actifs des marchés émergents et les matières premières sont en cours d'intégration par le marché. Nous assistons au début d'un ajustement à la baisse des prévisions de croissance pour les États-Unis. Nous pensons que le marché fait preuve d'un optimisme excessif. Selon nous, l'ampleur des restrictions budgétaires et de la complaisance laisse penser que les marchés peinent à digérer la peur d'une croissance américaine décevante.

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.



Actions	Sous-pondération
<i>Changement.</i> Nous ne partageons pas l'optimisme des marchés d'actions. Les récentes mesures fiscales et budgétaires devraient peser sur la croissance aux États-Unis, alors que la zone euro reste engluée dans la récession. Le Japon pourrait se redresser à court terme, mais la croissance des économies émergentes ne semble pas s'améliorer sensiblement. Les derniers résultats d'entreprises publiés de part et d'autre de l'Atlantique sont décevants. Le recul des taux obligataires dans les pays périphériques de la zone euro a soutenu les actions, tout comme l'a fait la politique monétaire, mais les marchés pourraient finir par plier sous le poids de perspectives de croissance et de bénéfices négatives. Les actions émergentes ont fortement sous-performé les actions des marchés développés ces derniers mois : nous avons donc pris nos bénéfices sur notre sous-pondération relative. Nous adoptons à présent une allocation régionale neutre.	
Petites capitalisations :	Neutralité
<i>Statu quo.</i> Les petites capitalisations américaines ont cédé du terrain par rapport aux grandes entreprises, alors qu'elles ont fait du surplace dans la zone euro. Selon nous, les valorisations relatives sont décourageantes dans les deux régions. Concernant la zone euro, les bénéfices en termes relatifs et le cycle économique sont négatifs. La politique monétaire et la liquidité soutiennent généralement les petites capitalisations. Dans l'ensemble, les facteurs positifs et négatifs s'équilibrent.	
Obligations d'État :	Duration neutre
<i>Statu quo.</i> Les taux ont baissé depuis l'annonce d'une intensification de la politique monétaire au Japon, de la croissance décevante et de la baisse de l'inflation. Ces facteurs continueront à soutenir la classe d'actifs. La formation d'un gouvernement en Italie a dopé les obligations périphériques de la zone euro, bien que nous n'écarterions pas un risque d'élargissement des spreads. Les taux allemands s'approchant de leur juste valeur, nous avons conservé notre position neutre sur la duration.	
Obligations d'entreprises « investment grade » :	Neutralité
<i>Statu quo.</i> Les taux européens ont encore baissé, principalement dans le sillage des primes de risque. Les fondamentaux des entreprises ou la faiblesse des rendements ne devraient pas s'améliorer sensiblement. Nous ne voyons pas non plus les rendements augmenter vu la demande soutenue d'actifs à long terme relativement sûrs. Le coupon n'est pas suffisamment élevé dans l'ensemble selon nous pour justifier une surpondération.	
Obligations à haut rendement	Neutralité
<i>Statu quo.</i> Les taux aux États-Unis et en Europe ont reculé, plus dans le haut rendement que dans le segment « investment grade ». La faiblesse des taux de défaut et le déclassement d'émetteurs « investment grade » qui sont ainsi entrés dans la sphère du haut rendement ont soutenu la classe d'actifs. 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 récemment 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 à nos yeux, 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
<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. Compte tenu de la faible liquidité de cette classe d'actifs, nous privilégions les positions actives dans les actions ou les obligations d'entreprises.	
Immobilier :	Neutralité
<i>Changement.</i> Nous préférons l'immobilier américain pour son rendement locatif. Cela étant, la surperformance récente par rapport aux actions américaines nous a incités à prendre nos bénéfices. Nous avons conservé une position neutre sur l'Europe et l'Asie.	
Matières premières	Neutralité
<i>Statu quo.</i> Selon nous, les matières premières sont plus vulnérables à la croissance faible, leur coût de détention est plus élevé que les actions, lesquelles offrent un rendement du dividende positif, et leurs prix sont sous pression en raison d'une offre plus abondante. Toutefois, nous n'avons pas réinstauré de sous-pondération sur cette classe d'actifs.	



Mention légale

www.bnpparibas-ip.com

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.