



Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs Juillet 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 chutent à l'annonce de l'allègement du soutien de la Fed
- La Banque populaire de Chine tente de contenir la croissance du crédit
- Prises de bénéfices sur la sous-pondération des obligations indexées sur l'inflation ; surpondération de l'immobilier américain face aux actions américaines

ALLOCATION D'ACTIFS EN BREF

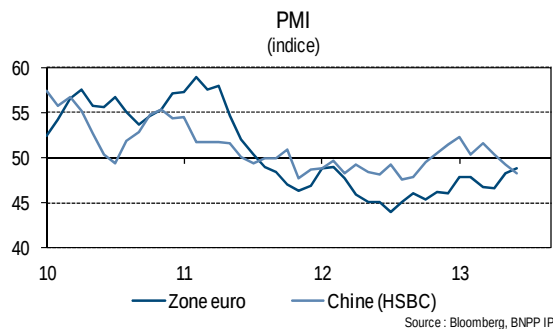
Multi-asset	Active weights		Δ active weight
	Jun-13	Jul-13	
Equities	●	●	—
Real Estate	●	●	↑
Fixed Income/ duration*	●	●	↑
Global Convertible Bonds	●	●	—
Commodities	●	●	—

REVUE DU MARCHÉ

Économie

La plupart des indicateurs ont récemment fait état d'une modeste croissance économique mondiale. L'indice PMI du secteur manufacturier mondial en mai a péniblement franchi la frontière des 50 points, qui démarque l'expansion de la contraction. Dans la zone euro, l'indice s'est encore amélioré mais reste inférieur à 50, indiquant une contraction de l'économie. Aux États-Unis, il a rebondi pour passer la barre des 50 en juin.¹ L'évolution en Asie a été contrastée, entre amélioration en Inde et à Taïwan et détérioration en Chine et en Corée du Sud.

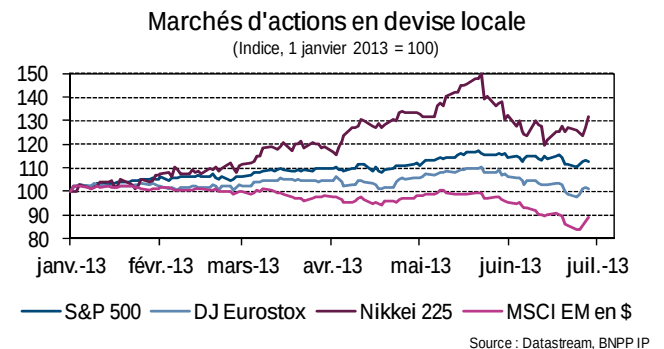
¹ Sources pour toutes les données : Bloomberg, Datastream et BNP Paribas Investment Partners



Globalement, les chiffres du commerce mondial ont signalé une croissance modeste. Aux États-Unis, le marché du logement a continué son beau parcours. Le chômage a augmenté en mai, mais cette hausse est imputable à une forte croissance de la population active. La consommation a enregistré une progression convenable en mai. En revanche, les chiffres des mois précédents ont été revus à la baisse. Les hausses d'impôt en début d'année ont eu un impact plus important que prévu sur la consommation américaine. Le président de la Réserve fédérale (Fed), Ben Bernanke, a mis les marchés en ébullition en annonçant que la banque centrale américaine envisageait de ralentir ses achats d'actifs plus tard dans l'année et d'y mettre fin d'ici le milieu de l'année prochaine. D'autres responsables ont ensuite tenté de calmer le jeu en martelant que la politique de la Fed dépendait maintenant des statistiques économiques et que le virage pourrait se négocier en douceur. Les indicateurs du climat économique de la zone euro se sont améliorés, mais les indicateurs réels sont restés faibles. Selon les chiffres, la récession n'a épargné aucune économie au deuxième trimestre. En Chine, les données du commerce ont particulièrement déçu en mai. En tentant de maîtriser la croissance du crédit, surtout dans le circuit bancaire parallèle, la Banque populaire de Chine (BPC) n'a pas suffisamment injecté de liquidités dans le système bancaire, déclenchant ainsi une brève hausse des taux interbancaires.

Marchés d'actions

Les marchés d'actions ont connu un mois de juin difficile. Le dollar américain n'a pratiquement pas bougé au cours du mois, les actions ont donc reculé d'un peu plus de 3 % aussi bien en dollars qu'en euros.



Ce sont les actions émergentes qui ont le plus souffert (-6,2 % en euros), suivies par les actions européennes (-5,2 %) et les actions américaines (-1,9 %). Le Japon s'est distingué avec une progression de 1,6 %.

La plupart des marchés ont chancelé face à la perspective d'une diminution du soutien monétaire (fin possible de l'assouplissement quantitatif aux États-Unis et répression des prêts spéculatifs en Chine), entraînant une chute vertigineuse plus importante que celle sur l'ensemble du mois. Cependant, la Fed a pu limiter en partie les dégâts. Bien que la Réserve fédérale ait dévoilé son projet d'allègement des achats d'actifs, les incertitudes des marchés n'ont pas disparu. En effet, son scénario économique semble relativement optimiste et le manque de confiance sur les marchés pourrait contraindre la Fed à revoir sa copie.

Marchés obligataires

Les taux des obligations d'État ont encore augmenté en juin. Aux États-Unis, ils ont progressé de 32 pb après la hausse de 49 pb enregistrée au mois de mai. Les taux allemands se sont adjugé 68 pb au cours des deux derniers mois. L'augmentation des taux à deux ans a été plus modeste car ces derniers sont fermement ancrés aux taux d'intérêt officiels, lesquels devraient rester bas assez longtemps. Néanmoins, la récente hausse des taux à deux ans montre que le marché table sur un relèvement des taux plus tôt que prévu. Les obligations d'État n'ont pas été les seules à subir des courants vendeurs. L'élargissement des spreads de risque sur les obligations d'entreprises et la dette émergente ont causé des pertes plus importantes dans ces classes d'actifs.


 Rendement des obligations émergentes
 (EMBI+ indice)


Source : Bloomberg, BNPP IP

La vente massive d'obligations est principalement due au changement d'attitude de la Fed et de la BPC. Cette situation pourrait marquer le début d'une hausse soutenue des taux, qui devrait toutefois être limitée par la faiblesse des taux d'intérêt officiels, de la croissance et de l'inflation – l'inflation et les prévisions d'inflation ont récemment diminué –, et par le haut niveau d'endettement qui persiste à l'échelle mondiale.

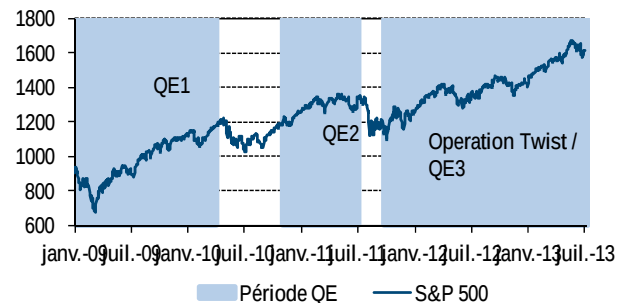
CLIMAT D'INVESTISSEMENT

Le mois de juin n'a laissé que peu de marge aux investisseurs pour échapper à la tempête : aussi bien les actions que les obligations et l'immobilier ont chuté. L'or, valeur refuge par excellence en période d'agitation, a souffert encore plus que la plupart des autres classes d'actifs. Les grands responsables de cette débâcle sont, une fois encore, les principales autorités monétaires. Nous avons initié plusieurs positions relatives, mais notre allocation d'actifs globale n'a pas changé. Compte tenu des incertitudes sur l'évolution de la politique monétaire et des perspectives économiques, nous préférons rester neutres sur les actions. Nous ne percevons pas dans les événements récents le début d'un relèvement sensible des taux obligataires.

Mesures de relance : les autorités moins enthousiastes

Dans sa conférence de presse du 19 juin, Ben Bernanke s'est montré beaucoup plus explicite que prévu : selon ses prévisions de croissance – qui sont un rien optimistes –, la banque centrale ralentira ses achats d'actifs (QE3) plus tard dans l'année pour y mettre fin vers le milieu de l'année prochaine.

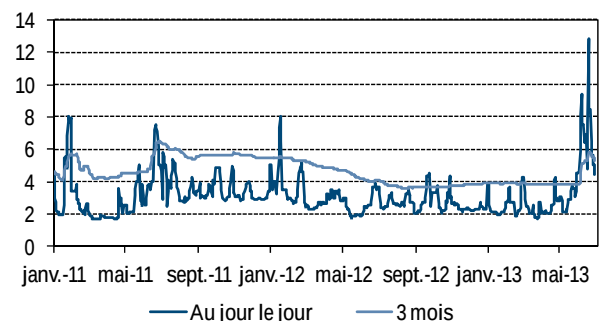
S&P500 & QE



Source : Réserve fédérale, Datastream, BNPP IP

Certes, le président de la Fed a émis certaines réserves – la politique dépendra des données économiques et les changements de politique monétaire n'interviendront que si certains seuils sont atteints – mais ce n'est pas ce que les marchés voulaient entendre. Maintenant que le relèvement des taux d'intérêt a été annoncé, toutes les statistiques seront interprétées en fonction des taux d'intérêt attendus et du calendrier du ralentissement du QE3. M. Bernanke n'a toutefois pas été le seul à provoquer l'agitation sur les marchés. En effet, la BPC a décidé de ne pas aligner son offre de liquidités sur la demande généralement plus élevée des banques à cette époque de l'année. Si l'envol des taux interbancaires a contraint la banque centrale chinoise à céder, elle n'en a pas moins souligné avec force que les banques du pays devaient se montrer plus prudentes dans leur gestion des liquidités et réduire les prêts risqués au système bancaire parallèle.

Taux d'intérêt chinois



Source : Bloomberg, BNPP IP

Enfin, la Banque des règlements internationaux (BRI) a plaidé en faveur d'un arrêt des politiques de relance monétaire extrêmement accommodantes, qui pourraient, selon elle, retarder les efforts d'ajustement nécessaires. Prenant le contre-pied de la zone euro et du FMI, qui s'accordent à dire

Réservé aux professionnels de l'investissement



que l'austérité ne doit pas devenir une obsession, la BRI a appelé les gouvernements à revoir leurs ambitions à la hausse en matière de consolidation budgétaire.

Les taux obligataires poursuivront-ils leur ascension ?

Les taux des obligations émergentes ont connu leur croissance la plus rapide sur six semaines depuis novembre 2008. Les taux des bons du Trésor américain à 10 ans ont atteint 2,6 % pour la première fois depuis l'été 2011. La question est de savoir si les taux ont amorcé un mouvement de croissance soutenue. Nous ne le pensons pas. Les taux officiels devraient rester faibles pendant longtemps, comme l'ont souligné certains responsables de la Fed tentant de limiter l'impact des déclarations de Ben Bernanke. L'économie américaine progresse, mais à un rythme modéré. Les prévisions de croissance de la Fed pourraient être trop optimistes. En effet, l'inflation et les prévisions d'inflation sont en perte de vitesse, tout comme l'offre de bons du Trésor, qui diminue à mesure que le déficit budgétaire se réduit. Les indicateurs avancés ne révèlent qu'une amélioration progressive de l'économie de la zone euro. Vu les risques de déflation, nous estimons qu'un relèvement des taux n'est pour l'heure pas envisageable. Le Japon vient à peine de lancer un programme d'assouplissement quantitatif de grande envergure et les autorités chinoises semblent disposées à tolérer une croissance plus lente au profit d'une économie mieux équilibrée. L'attitude de ces deux pays ne manquera pas d'influencer la position des autres marchés émergents.

Neutre sur les actions

Étant donné la volatilité actuelle, nous préférons rester neutres sur les actions. Selon nous, la politique monétaire demeure favorable, mais les marchés ne semblent pas de cet avis. Une augmentation des taux hypothécaires peut ralentir le marché immobilier américain, mais nous ne pensons pas que les taux aient augmenté suffisamment pour pénaliser l'économie ou les actions. Nous envisageons les perspectives de résultats avec prudence car les analystes continuent à revoir leurs attentes à la baisse, à l'instar de beaucoup d'entreprises. Le mois dernier, nous surpondérions techniquement les actions en raison de notre surpondération des actions européennes face au crédit *investment grade* européen. Ce mois-ci, nous sommes totalement neutres puisque nous avons adopté une sous-pondération des actions américaines face à l'immobilier

américain. La croissance des revenus locatifs et des bénéfices du secteur immobilier nous paraît plus prometteuse que les perspectives de croissance des actions, d'autant plus au vu de l'amélioration des valorisations de l'immobilier. S'agissant de la composante obligataire du portefeuille, nous avons pris nos bénéfices sur notre sous-pondération des obligations indexées sur l'inflation après le recul des prévisions d'inflation et nous avons mis en place une position longue en duration après la hausse des taux du Bund allemand.



Allocation d'actifs²

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

Equities	Active weights		Δ active weight
	Jun-13	Jul-13	
European large caps	●	●	—
European small caps	●	●	—
US large caps	●	●	↓
US small caps	●	●	—
Japan	●	●	—
Emerging markets	●	●	—

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

Perspectives en bref

- Le cycle économique mondial est faible et la reprise continuera à décevoir selon nous. Le consensus de marché a adopté un point de vue nettement plus pessimiste sur la Chine et plus généralement sur les marchés émergents, mais continue à afficher une sérénité inquiétante quant aux conséquences pour l'économie mondiale. L'Europe demeure fragile sur fond d'endettement élevé et de croissance atone. La politique monétaire peut anesthésier les marchés mais la croissance atone continue de former une entrave au consensus politique et à la légitimité démocratique. Nous pensons que la crise de l'UE pourrait ressurgir mais il est difficile de prévoir quand.
- La croissance mondiale inquiète de nouveau les marchés (notamment la faiblesse récente des matières premières et des actifs des marchés émergents), mais de nombreux investisseurs continuent à espérer une reprise prochaine, d'où une complaisance considérable. Le marché a désormais largement intégré la désinflation mais nous sommes toujours préoccupés par la durée et l'ampleur que cette tendance pourrait avoir. Malgré les craintes du marché au sujet de l'allègement du QE, nous continuons de penser que les taux devraient rester faibles.
- La liquidité masque depuis plusieurs mois les fondamentaux (croissance des bénéfices nulle, faiblesse macroéconomique), mais les spéculations du marché sur le ralentissement du QE pourraient atténuer cet effet et augmenter la volatilité. Aucune

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.



classe d'actifs n'offre un potentiel de valeur particulièrement intéressant : les valorisations sont dans l'ensemble normales, voire légèrement onéreuses. Les actions européennes et (de plus en plus) les actions émergentes sont les seuls investissements de rendement qui nous semblent valoir la peine. À la lumière de ce constat, nous pensons être dans un environnement 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.

Actions
Neutralité

Changement. Nous sommes à nouveau neutres sur les actions, maintenant que nous sous-pondérons les actions américaines par rapport à l'immobilier américain. Nous estimons que les perspectives bénéficiaires de l'immobilier américain sont plus stables et plus favorables que celles des actions américaines, et que les valorisations de l'immobilier se sont améliorées. Cette position compense notre surpondération des actions européennes face aux obligations d'entreprises *investment grade* européennes. Globalement, nous ne pensons pas qu'un environnement de faible croissance soit particulièrement favorable aux actions. Selon nous, les valorisations n'offrent pas de niveau intéressant pour intégrer cette classe d'actifs, malgré les ventes massives qui ont eu lieu récemment. Cela dit, la politique de relance monétaire nous semble capable d'empêcher un recul prolongé des actions. Si les marchés émergents présentent selon nous des valorisations intéressantes, ils n'ont pas failli à leur réputation de classe d'actifs volatile. Compte tenu des incertitudes qui entourent la réaction des marchés face au ralentissement potentiel des achats d'actifs de la Fed plus tard dans l'année, nous préférons rester neutres sur les actions émergentes.

Petites capitalisations :
Neutralité

Statu quo. Des facteurs tels que le cycle économique, les valorisations relatives et les bénéfices relatifs sont défavorables aux petites capitalisations, surtout en Europe. Aux États-Unis également, les valorisations sont relativement négatives. En revanche, la liquidité et la politique monétaire sont favorables. Dans l'ensemble, les facteurs s'équilibrent.

Obligations d'État :
Duration longue

Changement. Les commentaires du président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, sur les prévisions de la banque centrale en matière de relance ont provoqué une hausse des taux obligataires dans le monde. Nous ne nous attendons pourtant pas à ce que cette tendance se prolonge. En effet, les taux à court terme devraient rester bas du fait de la croissance modeste aux États-Unis et faible en Europe, de l'inflation globalement faible – les prévisions d'inflation ont récemment chuté aux États-Unis – et du programme d'assouplissement quantitatif massif tout juste lancé par la Banque du Japon. En outre, de nombreuses économies nous paraissent trop sensibles aux fluctuations de taux d'intérêt pour résister à un relèvement des taux. Selon nous, les fondamentaux ne justifient pas l'ampleur de la hausse des taux. Nous avons rétabli une position longue sur la duration sur les Bunds allemands.

Obligations d'entreprises « investment grade » :
Sous-pondération

Statu quo. Notre sous-pondération des obligations d'entreprises *investment grade* européennes est due aux valorisations inintéressantes et aux afflux de capitaux dans cette classe d'actifs. Toutefois, comme nous nous attendons à ce que le crédit soit soutenu par la demande d'actifs à long terme relativement sûrs, nous privilégions une sous-pondération relative face aux actions européennes plutôt qu'une position franchement courte.

Obligations à haut rendement
Neutralité

Statu quo. Les *spreads* de risque sur les obligations d'entreprises à haut rendement se sont élargis. Un environnement de faible croissance est généralement favorable à cette classe d'actifs, surtout compte tenu du faible taux de défaut actuel et des conséquences du déclassement d'émetteurs *investment grade* qui sont entrés dans la sphère du haut rendement. Le coupon peut sembler intéressant face aux obligations *investment grade* et aux emprunts d'État. Pourtant, les risques pour la croissance, surtout en Europe, mais aussi aux États-Unis, nous ont convaincus de conserver une position neutre.



Obligations émergentes :	Surpondération
<i>Statu quo.</i> Les taux des obligations émergentes ont enregistré leur plus forte augmentation depuis 2008. Nous estimons que cette progression est exagérée, la classe d'actifs reste 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. L'abaissement des taux d'intérêt par un nombre croissant de banques centrales des marchés émergents soutient également la classe d'actifs. L'exposition non couverte au dollar américain crée une position courte sur l'euro qui traduit nos inquiétudes sur les perspectives de cette région.	
Obligations convertibles :	Neutralité
<i>Statu quo.</i> Une exposition limitée est bénéfique à la diversification, mais nous ne voyons actuellement aucune raison de s'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>Changement.</i> Après une performance décevante qui a vu l'augmentation des valorisations, nous sommes passés à une surpondération de l'immobilier américain face aux actions américaines. Nous voulons tirer parti des perspectives de taux intéressantes. En Europe, nous pensons que les taux d'occupation élevés sont défavorables. En Asie et en Europe, le cycle économique ne semble pas favorable non plus. Nous sommes neutres sur ces deux régions.	
Matières premières	Neutralité
<i>Statu quo.</i> Le pétrole a bien résisté à la vente massive des actifs risqués à l'échelle mondiale. Les prix de l'or noir ont même légèrement augmenté en juin. Les métaux industriels ont par contre perdu du terrain et l'or a dégringolé. Selon nous, les matières premières sont plus vulnérables à la croissance poussive et leur coût de détention est plus élevé que les actions, lesquelles offrent un rendement du dividende positif. En outre, 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

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.