



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

The asset manager for a changing world

Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs

Août 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 Bourses effacent leurs pertes après le discours rassurant des banques centrales
- L'économie de la zone euro sort la tête de l'eau
- Surpondération des actions émergentes par rapport aux actions des marchés développés

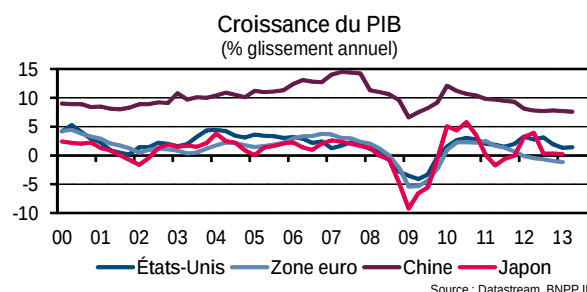
ALLOCATION D'ACTIFS EN BREF

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

REVUE DU MARCHÉ

Économie

Les principaux blocs économiques progressent chacun à leur rythme, et certains évoluent dans des directions divergentes. L'Asie file comme un train à grande vitesse, mais, attention, la croissance chinoise a ralenti à 7,5 % en glissement annuel au deuxième trimestre et les indicateurs avancés ne signalent aucune amélioration imminente.



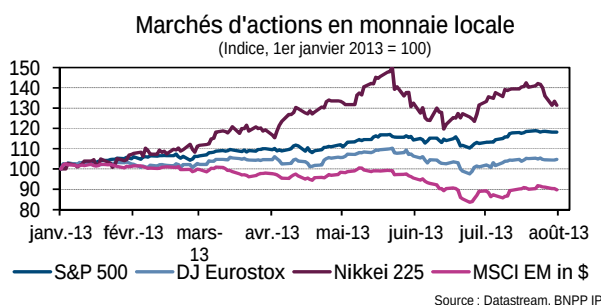
Les autorités chinoises ont géré ce ralentissement avec passivité avant d'enclencher la vitesse supérieure en prenant récemment des mesures de soutien. L'Amérique latine progresse à son rythme de croisière entre l'Asie et les États-Unis. Quant à l'économie américaine, son allure a ralenti sous



le poids des hausses fiscales et des réductions des dépenses publiques. Heureusement, le redressement continu du marché du logement, la croissance honorable de l'emploi et l'affaiblissement de l'impact des récentes mesures fiscales devraient relancer la machine au second semestre. L'Europe sort progressivement de l'ornière : plusieurs indicateurs avancés sont passés au vert et le frein de l'économie espagnole s'est relâché au deuxième trimestre. Outre-Manche, le Royaume-Uni, qui affiche une croissance de 0,6 % au deuxième trimestre, pourrait prendre la tête parmi les grosses cylindrées européennes.

Marchés d'actions

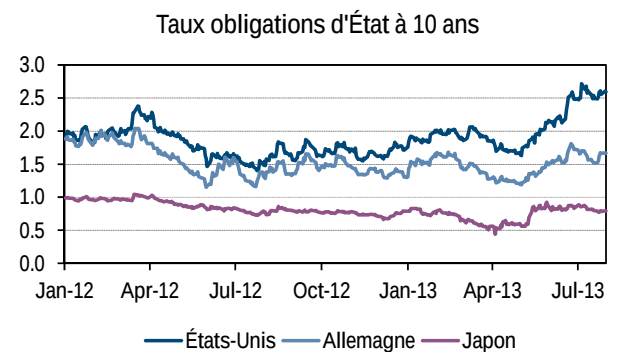
Les actions internationales ont effacé leur perte de juin en progressant de 4,7 % en dollars US en juillet. La chute du billet vert de plus de 2 % face à l'euro a réduit ce gain à seulement 2,4 % en euros. Les marchés émergents (en recul de 1,4 % en euros) ont sous-performé les marchés développés (en hausse de 2,9 %). L'Europe occupait la tête du peloton (+ 4,7 %), suivie des États-Unis (+2,8 %). Le Japon a perdu 1,6 %, notamment en raison de la dépréciation du yen. Exprimé en monnaie locale, le rally boursier a stagné ces trois derniers mois.



Les marchés d'actions ont été réconfortés par le discours de la Réserve fédérale, qui a rappelé que tout ralentissement de l'assouplissement quantitatif dépendrait de l'état de santé de l'économie. La Fed a également souligné qu'il ne s'agit pas d'un resserrement de sa politique monétaire. Vers la fin du mois, les actions internationales ont cessé de grimper. Les derniers résultats d'entreprises aux États-Unis ont dépassé les attentes mais, précisons que les estimations avaient été abaissées avant la saison des résultats. Les résultats des entreprises hors finance publiés jusqu'à présent sont en retrait par rapport au deuxième trimestre 2012.

Marchés obligataires

Les taux obligataires ont augmenté de 11pb aux États-Unis, mais reculé de 6pb en Allemagne et 5pb au Japon. La Fed s'est efforcée de contenir la pression haussière sur les taux. Selon le consensus, la banque centrale américaine annoncera le ralentissement de ses achats d'actifs en septembre, mais nous pensons que cette date pourrait encore changer vu la prudence affichée récemment vis-à-vis de la croissance, des risques d'une inflation trop faible et de l'augmentation des taux hypothécaires. La BCE a indiqué que les taux de la zone euro resteraient à leurs niveaux actuels, voire plus bas, pour un laps de temps étendu. La baisse des primes de risque sur les obligations d'entreprises et le recul des taux des emprunts d'État sous-jacents en Allemagne ont provoqué un repli des taux des obligations d'entreprises. Concernant les obligations émergentes et les obligations d'entreprises américaines les plus sûres, la contraction des *spreads* n'a pu compenser la hausse des taux des bons du Trésor américain, entraînant une hausse marginale des taux dans ces classes d'actifs.



CLIMAT D'INVESTISSEMENT

Les principales banques centrales ont tenté de limiter les dégâts en juillet. La Réserve fédérale américaine en particulier a cherché à rassurer les marchés après l'envolée des taux obligataires déclenchée par les propos de son président Bernanke qui a soulevé l'éventualité de réduire le programme de rachat d'actifs dès cette année. Dans un contexte de croissance anémique, la BCE a donné des indications prévisionnelles sur sa politique monétaire qui reste axée sur le maintien de taux bas. La Banque Populaire de Chine a mis les marchés en ébullition en retirant des liquidités du circuit bancaire mais a dû, finalement, faire marche arrière. Si la

Réservé aux professionnels de l'investissement



politique monétaire continue de faire la pluie et le beau temps, l'amélioration du cycle économique pourrait commencer à attirer davantage l'attention des marchés.

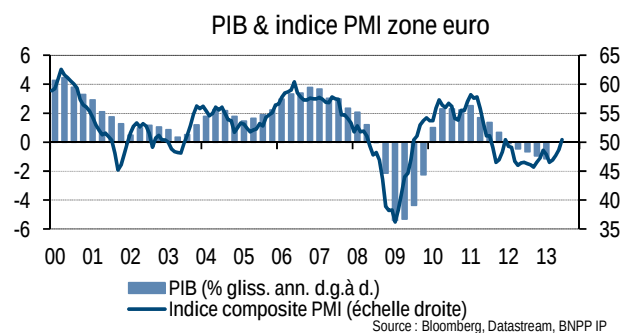
Modérer les attentes de hausse de taux

Bernanke a admis avoir été surpris par la violente réaction des marchés à son discours sur la réduction des rachats d'actifs (QE3), dès lors que la situation économique s'améliore. À plusieurs occasions, la Fed a martelé que la politique monétaire resterait accommodante, que tout allègement du programme de soutien ne serait que progressif et ne se produirait que si l'économie est capable de le gérer. Les acteurs de marché ont mis du temps à s'adapter à ce changement de discours, mais Bernanke a réussi à maintenir les taux obligataires relativement bas et a fermement écarté les rumeurs de hausse de taux. Le consensus prévoit l'annonce d'une réduction des rachats en septembre, mais cet événement n'est pas gravé dans le marbre. À l'issue de la réunion du comité de politique monétaire en fin de mois, la Fed a révisé à la baisse ses prévisions de croissance et a exprimé son inquiétude sur la faiblesse de l'inflation et la hausse des taux de prêts hypothécaires. En effet, les chiffres de croissance pour le deuxième trimestre aux Etats-Unis et les révisions des statistiques du premier trimestre ont confirmé un ralentissement généralisé au premier semestre imputable aux hausses fiscales et aux réductions des dépenses publiques. La situation s'améliorera au fur et à mesure que l'impact des hausses fiscales s'estompe, que le marché du logement se redresse et que le marché du travail affiche une bonne croissance du taux d'emploi.

Le président de la BCE, Mario Draghi, a donné des indications prévisionnelles sur les taux d'intérêt, affirmant que le conseil des gouverneurs de la banque centrale s'attend à ce que les taux demeurent aux niveaux actuels, voire baissent pour une période prolongée. Pourtant, une réduction des taux nous semble improbable. Les indicateurs avancés de la zone euro signalent à nouveau une croissance. Les ventes au détail et la confiance des consommateurs progressent malgré la hausse du chômage. L'Espagne, en difficulté depuis un certain temps, a moins pesé sur la croissance au deuxième trimestre.

En Chine, la croissance a ralenti au deuxième trimestre et - un malheur n'arrivant jamais seul - les indicateurs avancés reculent aussi. L'économie chinoise cherche un nouveau point

d'équilibre : les taux d'investissement sont extrêmement élevés et la dépendance vis-à-vis de la croissance du crédit reste importante. Le processus de rééquilibrage prendra du temps, pourrait être cahoteux et peser sur la croissance. Pour l'instant, les autorités ont montré leur volonté de soutien, raison pour laquelle nous n'anticipons pas d'atterrissage forcé. Au Japon, l'indice PMI du secteur manufacturier, la production industrielle et les exportations en juin ont déçu. Lueur d'espoir, la demande intérieure a repris vigueur.

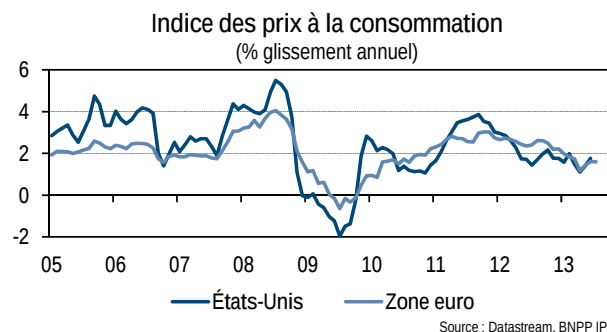


Implications en termes d'investissement

Les incertitudes ne disparaîtront pas selon nous. Nous apercevons de jeunes pousses dans la zone euro, mais elles ne se sont pas encore suffisamment développées pour assurer une croissance viable. Aux États-Unis, les risques budgétaires pointent à l'horizon avec le spectre de nouvelles réductions de dépenses publiques en 2014 et un plafond de la dette qui sera probablement atteint en octobre. L'ampleur du ralentissement économique en Chine est incertaine. La politique monétaire soutient les actions, certes, mais les mesures de valorisation que nous utilisons indiquent des valorisations globalement excessives. Dès lors, nous ne tablons pas sur une poursuite du rebond boursier. Ceci dit, les actions émergentes pourraient devancer celles des économies développées. Leur sous-performance a rendu les valorisations plus attractives. L'écart de croissance, favorable aux marchés émergents, est suffisamment important pour se traduire par une surperformance. Enfin, les résultats des entreprises dans les pays émergents semblent se redresser, alors qu'ils continuent de reculer dans les économies développées. Les derniers résultats publiés aux États-Unis semblent corrects, mais les attentes du marché étaient faibles et l'incroyable performance des valeurs bancaires a embelli le tableau.



Nous ne voyons pas les taux des obligations d'État augmenter sensiblement. Les taux d'intérêt directeurs devraient rester bas dans un avenir proche, tandis que les pressions inflationnistes brillent par leur absence. Le vieillissement des populations apporte un soutien structurel aux obligations et au désendettement. Par ailleurs, l'austérité devrait brider la croissance encore pour un certain temps. Certaines obligations d'entreprises, notamment les emprunteurs européens *investment grade*, sont onéreuses à nos yeux. Les investisseurs obligataires devraient, selon nous, jeter leur dévolu sur la dette émergente libellée en monnaie forte.





Allocation d'actifs¹

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

Equities	Active weights		Δ active weight
	Jul-13	Aug-13	
European large caps			
European small caps			
US large caps			
US small caps			
Japan			
Emerging markets			

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

Perspectives en bref

- Les prévisions de croissance à l'échelle mondiale ont été révisées à la baisse à plusieurs reprises au cours du premier semestre. Le cycle économique n'est pas très positif mais avec la stabilisation du commerce international et les attentes abaissées, nous avons modifié notre point de vue à une position neutre.
- La normalisation de la politique monétaire aux États-Unis pose un risque manifeste sur la plupart des marchés financiers (actions, matières premières, immobilier et produits de taux). C'est pourquoi nous sommes convaincus que la Fed agira avec modération et prudence. À noter que les taux d'intérêt à court terme ne sont pas prêts d'augmenter. La situation n'est pas celle de 1994.
- L'Europe demeure fragile sur fond d'endettement élevé et de croissance atone. La politique monétaire peut endormir les marchés mais la croissance atone continue de former une entrave au consensus politique et à la légitimité démocratique. La crise de l'Union européenne s'est apaisée pour redevenir un problème chronique. La BCE veillant au grain, le risque systémique semble sous contrôle, mais le problème intrinsèque des endettements insoutenables n'a pas été résolu et reviendra certainement à l'avant-plan. La pression baissière sur les salaires et sur les prix se maintiendra, tant que le chômage ne recule pas.

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 :	Neutralité
Changement. Nous restons neutres sur les actions mais avons modulé notre allocation régionale. Au plan international, le cycle économique s'améliorera probablement au second semestre : cet élément a donc déjà été intégré dans les cours. Le même raisonnement s'applique à la croissance des bénéfices. Nous percevons des risques baissiers dès lors que la croissance économique pourrait décevoir. L'économie américaine a perdu plus de vitesse que prévu, pendant que la croissance chinoise ralentit, elle aussi. Les bénéfices des entreprises dans les pays développés continuent d'être révisés à la baisse. La politique monétaire maintient des conditions favorables mais les actions internationales sont survalorisées. Nous surpondérons à présent les actions émergentes par rapport aux actions développées. Les marchés émergents affichent une croissance largement supérieure aux autres régions, une situation qui se traduisait par une surperformance par le passé. L'inflation est relativement stable, le ralentissement chinois est déjà largement intégré et la sous-performance a débouché sur des valorisations attractives. Les actions européennes proposent, elles aussi, des valorisations intéressantes. L'économie semble sortir de récession, mais nous préférons attendre confirmation avant de passer à une surpondération.	
Petites capitalisations :	Neutralité
Statu quo. La zone euro tournant progressivement la page de la récession, le cycle économique s'annonce moins négatif pour les petites capitalisations européennes. Les valorisations sont devenues plus intéressantes. Malgré les mesures prises par la BCE et la Banque européenne d'investissement, les conditions de crédit restent négatives, justifiant notre position neutre. Les valorisations pénalisent les petites capitalisations américaines. Les investisseurs en quête de rendement les ignorent en raison de la faiblesse de leur rendement du dividende. Nous sommes neutres sur les petites capitalisations américaines.	
Obligations d'État :	Duration longue
Statu quo. Les taux obligataires ont cessé de grimper après les discours accommodants des banques centrales sur leur politique monétaire respective. Selon nous, les fondamentaux ne justifient pas l'ampleur des taux actuels. La Fed pourrait réduire son programme de rachat d'actifs en septembre mais, à notre avis, cette hypothèse a déjà été prise en compte par les marchés. De plus, le scénario de croissance de la Fed nous semble optimiste et en proie à des risques baissiers : l'inflation devrait rester sous contrôle aux États-Unis. Les indications prévisionnelles données par la BCE, selon lesquelles les taux d'intérêt resteront aux niveaux actuels voire baisseront en zone euro, ont contribué à la stabilité des taux. Le Japon a également mis en place un programme d'assouplissement quantitatif de grande ampleur. De plus, nombre d'économies ne sont pas suffisamment fortes pour résister à une hausse des taux. Dès lors, nous conservons notre position longue en duration sur les <i>Bonds</i>.	
Obligations d'entreprises « investment grade » :	Sous-pondération
Statu quo. Notre sous-pondération du crédit européen <i>investment grade</i> reflète les valorisations inintéressantes et le resserrement des conditions de prêt. La santé financière des entreprises et le faible taux de défaut sont des éléments naturellement positifs, mais en termes de notes de solvabilité, les révisions à la baisse sont plus nombreuses que celles à la hausse. Dès lors, nous préférons sous-pondérer légèrement cette classe d'actifs que franchement par rapport aux actions européennes.	
Obligations à haut rendement :	Neutralité
Statu quo. Un environnement de faible croissance est généralement favorable à cette classe d'actifs, surtout vu le faible taux de défaut actuel et les conséquences du déclassement d'émetteurs <i>investment grade</i> qui sont entrés dans la sphère du haut rendement. Les coupons peuvent sembler intéressants face aux obligations <i>investment grade</i> 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



Statu quo. Le marché s'est stabilisé après la forte correction en juin. Les valorisations sont à présent attractives, principalement grâce au rendement du coupon. D'autres facteurs jouent en faveur des obligations émergentes, tels que le potentiel de croissance, les comptes courants actuels et la stabilité relative de l'inflation. Nous préférons la dette émergente libellée en dollar US car les devises des pays émergents nous semblent plus susceptibles de se déprécier à l'heure actuelle. L'exposition sans couverture 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 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

Statu quo. Nous surpondérons l'immobilier américain au détriment des actions américaines. Si le rebond récent a rendu l'immobilier coté moins intéressant, l'activité de construction tourne au ralenti et la demande augmente. En Europe, le taux d'occupation et les valorisations décourageraient plus d'un investisseur, si les rendements n'étaient pas relativement élevés. Nous sommes neutres sur l'Europe et l'Asie.

Matières premières :
Neutralité

Statu quo. Selon nous, le coût de détention des matières premières 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. L'amélioration des perspectives de croissance économique pourrait soutenir quelque peu 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.