



Analyse mensuelle de l'allocation d'actifs

Février 2013



Joost van Leenders, CFA

Spécialiste en stratégie d'investissement, allocation & stratégie

joost.vanleenders@bnpparibas.com

+31 20 527 5126

LE CONTEXTE D'INVESTISSEMENT EN BREF

- Correction des actions en vue ?
- La politique monétaire reste accommodante
- Allocation d'actifs inchangée

ALLOCATION D'ACTIFS EN BREF

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

REVUE DES MARCHÉS

Économie

Les indicateurs macroéconomiques ont brossé un tableau contrasté en janvier. Aux États-Unis, la confiance des consommateurs a reculé, accusant le contrecoup d'un accord budgétaire conclu en début d'année qui augmente la pression fiscale sur les ménages. La plupart des indices de confiance des producteurs régionaux ont baissé, ce qui n'a pas empêché l'indice ISM du secteur manufacturier national de progresser. Contre toute attente, l'économie s'est contractée au dernier trimestre de l'année 2012. Ce bilan décevant est surtout imputable à des facteurs temporaires tels que la chute des dépenses dans le secteur de la défense et des stocks. En revanche, les dépenses de consommation et d'investissement ont fortement augmenté. Dans la zone euro, les indicateurs avancés ont poursuivi leur remontée dans l'ensemble, à l'exception de l'économie française qui a fléchi. Les prêts bancaires ont continué de reculer en décembre, tandis que le chômage s'est maintenu à son sommet record. L'économie chinoise a progressé de 7,9 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2012 : il s'agit de la première accélération depuis le premier trimestre 2010. Pour autant, ni les indicateurs avancés ni les indicateurs réels ne laissent

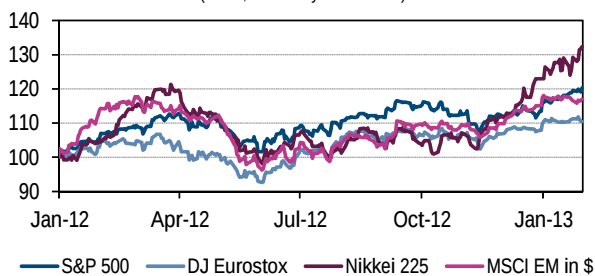


entrevoir de nouveaux gains significatifs. Les chiffres des commandes, de la production et des exportations ont confirmé la longue convalescence de l'économie japonaise au quatrième trimestre de l'année écoulée. L'annonce de nouvelles mesures budgétaires et de relance a fait plonger le yen et bondir les actions.

Marchés d'actions

Les actions ont démarré l'année sur les chapeaux de roue. Les actions internationales ont gagné 4,5% en dollars américains. Comme le billet vert a cédé du terrain face à l'euro, le gain en euros a été moins impressionnant (1,5%). Le soulagement d'avoir évité le mur budgétaire aux États-Unis a dopé les actions, soutenu les indicateurs avancés et allégé la pression financière dans la zone euro. Les entreprises n'ont pas publié de chiffres particulièrement solides jusqu'à présent, mais comme les attentes du marché étaient faibles, ils n'ont pas suffi à enrayer le rebond boursier. Concernant les performances boursières exprimées en euros, l'Europe (+2,6%) a devancé les États-Unis (+2,1%), le Japon (+0,7%) et les marchés émergents (-1,6%), mais cette comparaison a été influencée par des fluctuations de change. En monnaie locale, les actions japonaises se sont distinguées en progressant de 7,2% (après un bond de 10% en décembre), alors que les actions américaines se sont adjugé 4,9%, certains indices boursiers locaux s'approchant de leur record absolu. Les actions émergentes sont donc ressorties à la traîne pour plusieurs raisons : des effets de change, une faible croissance des bénéfices et des données économiques mitigées.

Equity markets in local currency
(Index, 1 January 2012 = 100)

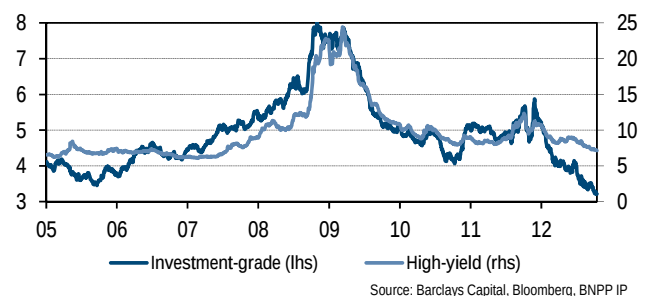


Marchés obligataires

La Banque du Japon a annoncé un énième plan de soutien monétaire, mais le chiffre mis en avant exagère l'ampleur réelle du programme. Par ailleurs, aucun achat supplémentaire

n'aura lieu avant 2014. Si la témérité de cette décision peut être remise en question, l'impact sur les marchés a été substantiel : le yen a chuté et les actions ont bondi. Les taux obligataires japonais, déjà orientés à la baisse pendant toute l'année 2012, ont poursuivi leur glissade en janvier. La tendance était tout à fait différente aux États-Unis, où les taux ont augmenté de 24pb, contre +32pb en Allemagne. Certaines banques de la zone euro ont décidé de rembourser 137 milliards d'euros sur les montants empruntés dans le cadre des programmes de prêts à 3 ans mis en œuvre par la BCE il y a un an. Cet événement ne devrait pas être assimilé à un resserrement de la politique monétaire : il ne débouchera que sur une diminution des réserves excédentaires de la BCE. Alors que le rapport de la réunion de décembre du FOMC avait fait craindre la clôture de l'ère de l'assouplissement quantitatif aux États-Unis avant la fin de l'année, le président de la Réserve fédérale a démenti cette interprétation et a rappelé clairement qu'il n'avait nullement l'intention d'arrêter le programme de rachat d'actifs dans un avenir proche. Le haut rendement américain en particulier a profité du rebond des actifs risqués : les primes de risque par rapport aux obligations d'État ont diminué de 32pb. L'effet en termes de rendement a été limité en raison de la hausse des taux des bons du Trésor.

Eurozone corporate bond yields
(%)



CONTEXTE D'INVESTISSEMENT

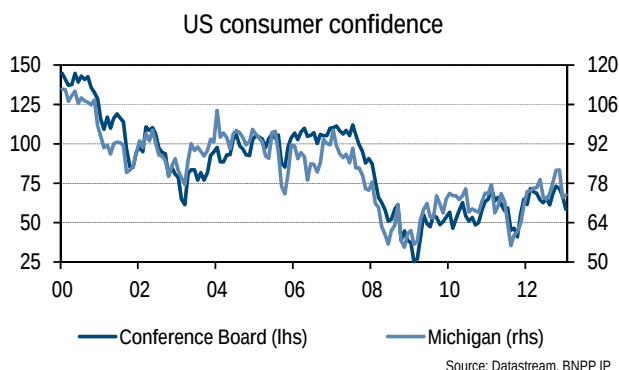
Les marchés d'actions ont bénéficié de vents très favorables en janvier, en particulier aux États-Unis et au Japon. Les actions américaines ont ainsi enregistré leur meilleur départ depuis 1997. Les risques d'une baisse de la croissance ont certes diminué, mais nous pensons qu'après un rebond de



plus de 20% depuis l'été dernier, les marchés pèchent par excès d'optimisme. Notre allocation d'actifs est restée inchangée. Notre sous-pondération des actions et notre duration longue sur les Bunds allemands ont été les principaux moteurs de notre exposition négative au risque.

La confiance des consommateurs américains a par ailleurs décliné et les indicateurs avancés de la zone euro se sont redressés.

Après l'accord budgétaire conclu au Nouvel An aux États-Unis, d'aucuns s'attendaient à une amélioration de la confiance des consommateurs. Après tout, les cadeaux fiscaux de l'ère Bush ont été maintenus pour une large frange de la population, mais d'autres mesures ont été supprimées, de sorte que la plupart des ménages seront confrontés à la plus forte hausse d'impôts depuis des décennies. L'impact de ces mesures pourrait avoir été sous-estimé, comme dans bon nombre de pays ayant imposé l'austérité. Néanmoins, nous n'anticipons pas de récession outre-Atlantique. La croissance a trébuché au 4^e trimestre, essentiellement en raison de facteurs temporaires, comme la forte baisse des dépenses de la défense et une reconstitution des stocks plus lente. Parmi les points positifs, les marchés du travail et du logement poursuivent leur progression, même si la croissance de l'emploi a ralenti légèrement en janvier. L'indice ISM du secteur manufacturier a bondi sur la période, en dépit du repli de plusieurs indices régionaux sur la confiance des producteurs.

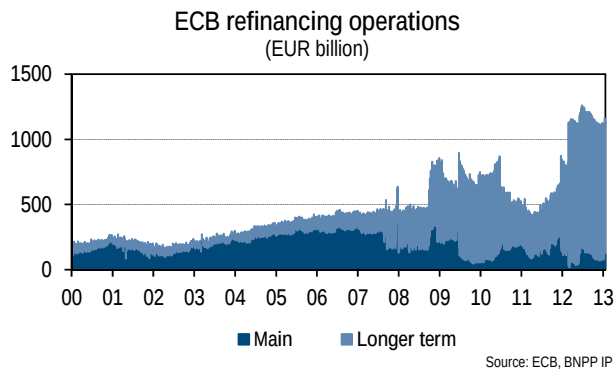


Les indicateurs de la zone euro ont continué à se redresser en janvier, en ce compris les indices des directeurs d'achat des secteurs manufacturier et des services, l'indice du climat économique et l'indice allemand Ifo. Nous ne prévoyons pas de rebond significatif de la croissance après un 4^e trimestre décevant. Le sud de l'Europe reste enlisé dans la récession; le PIB espagnol a dégringolé plus vite au 4^e qu'au 3^e trimestre 2012. En outre, deux grandes économies européennes, à savoir la France et le Royaume-Uni, ont montré des signes de faiblesse dernièrement. Selon nous, l'Allemagne aura du mal à compenser, même si elle se remet rapidement du coup de fatigue au 4^e trimestre 2012.

La banque centrale japonaise renforce ses mesures de relance et les banques de la zone euro remboursent leurs emprunts

La Banque du Japon a annoncé un programme qui ressemblait de prime abord à un assouplissement quantitatif. Cependant, la réalité est moins impressionnante et ce programme ne débutera pas avant la fin de cette année. Par cette annonce, la banque semble essayer de trouver un équilibre entre succomber aux énormes pressions politiques et sa conviction que l'assouplissement quantitatif n'a qu'un impact limité. Mais la donne pourrait changer. Le mandat du gouverneur Shirakawa touche à sa fin en avril et ses deux adjoints partiront en mars. Des responsables monétaires plus conciliants pourraient les remplacer.

Dans la zone euro, les banques ont remboursé pas moins de 137 milliards d'euros sur les emprunts à 3 ans mis en œuvre par la BCE il y a un an, un montant supérieur aux attentes. Ce geste peut donner l'impression d'induire un durcissement de la politique monétaire, mais il n'entraînera qu'une diminution des réserves excédentaires de la BCE. Il est plus inquiétant de constater que le volume d'emprunts bancaires continue de baisser dans la zone euro et que les banques durcissent leurs conditions.



Risque sous-pondéré

Notre exposition négative au risque dans notre allocation d'actifs se traduit par une position courte sur les actions et une duration longue sur les Bunds allemands. Ce positionnement reflète nos doutes concernant la santé de l'économie mondiale. Il se peut que les marchés sous-estiment l'impact d'un resserrement budgétaire, mais la politique monétaire a un effet positif même si son impact sur l'économie est selon nous limité. La récente saison des résultats aux États-Unis s'est avérée meilleure que prévu, mais les prévisions des analystes étaient cette fois assez pessimistes. En revanche, les résultats des entreprises de la zone euro ont déçu. Après un net rétablissement depuis l'été dernier et un mois de janvier presque opulent, nous pensons que les marchés pèchent par excès d'optimisme. La position longue sur la duration signifie que les rendements du cœur de la zone euro resteront faibles selon nous. Alors que les rendements allemands ont récemment atteint le haut de la fourchette de fluctuation dans laquelle ils évoluent depuis l'été dernier, la faiblesse de la croissance, la politique monétaire très accommodante et le risque de déflation pourraient bien les comprimer à nouveau.



Allocation d'actifs¹

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

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

Real estate	Active weights		Δ active weight
	Jan-13	Feb-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
	Jan-13	Feb-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
	Jan-13	Feb-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 poussive et du processus de désendettement en cours. Selon nous, la conjoncture économique mondiale est faible et continue de se détériorer et cette morosité commence à peser sur les prévisions de résultats des entreprises. Les États-Unis sont sur la voie d'une reprise (lente), tandis que l'incertitude sur le gouffre budgétaire et le plafond de la dette est peu à peu intégrée dans les cours. Par ailleurs, la politique monétaire américaine a été très accommodante par le biais de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif. Cependant, nous pensons que la politique de liquidité non conventionnelle commence à montrer ses limites.
- Dans la zone euro, la crise de la dette souveraine connaîtra encore des recrudescences et continuera de hanter les marchés. Selon nous, l'annonce de la BCE concernant un « soutien illimité sous conditions » est un pas de géant qui balaie une grande partie des risques extrêmes. Nous ne pensons néanmoins pas qu'elle change le problème fondamental de faible croissance et d'endettement croissant.
- L'économie chinoise ralentit. Les risques d'un atterrissage forcé augmentent compte tenu d'un appétit apparemment limité en faveur de vastes mesures budgétaires et monétaires de relance. Les matières premières, les actions du Japon, de la région Pacifique et des pays émergents seraient les plus à risque en cas d'atterrissage brutal de la Chine.
- Dans ce contexte, nous sous-pondérons les actions dans l'ensemble. Nous reflétons notre pessimisme à l'égard de la zone euro par notre sous-pondération des petites capitalisations européennes par rapport aux grandes (les petites sociétés étant plus exposées à l'économie domestique), ainsi que par notre position courte sur l'euro par rapport à un panier de devises. Nous avons rétabli une position longue sur la duration après la remontée des taux obligataires. En termes d'allocation régionale, nous privilégions toujours les actions développées aux actions émergentes et, en particulier, les actions américaines et européennes aux japonaises. Nous surpondérons l'immobilier américain dans le cadre de la quête de rendement dans un environnement peu dynamique et sous-pondérons les matières premières.

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 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>Statu quo.</i> Les actions ont été la classe d'actifs la plus performante en janvier. Elles ont ainsi surclassé les obligations, l'immobilier, les matières premières et les liquidités, et poursuivi leur rebond de l'été dernier. En outre, le soulagement des marchés à l'annonce d'une solution au « mur budgétaire » américain et l'amélioration des statistiques économiques ont également soutenu la classe d'actifs. Nous anticipons néanmoins une correction prochainement, car les derniers résultats des entreprises n'ont que modestement surpassé les attentes. Les investisseurs se sont montrés très optimistes malgré l'incertitude sur la réduction des dépenses futures et les hausses d'impôts significatives de la plupart des ménages. Par ailleurs, le volume de prêts bancaires a continué de reculer dans la zone euro et la croissance chinoise, bien que plus stable, ne devrait pas s'accélérer rapidement. Nous continuons de sous-pondérer les actions émergentes par rapport à celles du monde développé et sous-pondérons le Japon par rapport aux États-Unis et à l'Europe.	
Petites capitalisations :	Sous-pondération
<i>Statu quo.</i> Nous sous-pondérons les petites capitalisations européennes par rapport aux grandes. Nous préférons ces dernières car elles sont moins sensibles aux faibles perspectives de croissance de la zone euro. Elles sont en effet plus exposées aux marchés à forte croissance en dehors de l'Europe, et leurs perspectives bénéficiaires devraient être meilleures. Les grandes valeurs versent aussi généralement des dividendes plus élevés, un avantage non négligeable dans le contexte actuel de faible rendement. De plus, un affaiblissement de l'euro profiterait aussi davantage aux grandes valeurs qu'aux petites.	
Obligations d'État	Duration longue
<i>Statu quo.</i> Les rendements obligataires ont augmenté récemment à la suite d'un détournement des investisseurs en faveur des actions compte tenu de leur regain d'appétit pour le risque. Nous pensons que les rendements resteront néanmoins faibles, notamment dans les pays du cœur de la zone euro. La faiblesse de la croissance, de l'inflation et des taux directeurs conjuguée à la réglementation financière favorisent les obligations d'État. Nous pensons que les taux allemands ont atteint le haut de leur fourchette de fluctuation et avons donc adopté une duration longue. Nous sous-pondérons les obligations européennes périphériques dont les économies sont en récession, tandis que plusieurs pays peinent à atteindre l'objectif de réduction de leur déficit.	
Obligations d'entreprises « investment grade » :	Neutralité
<i>Statu quo.</i> La faible croissance économique et la quête de rendement des investisseurs sont des facteurs positifs. Cependant, la zone euro est confrontée à une récession, la rentabilité des entreprises est sous pression et les spreads et taux sont déjà au plus bas. Cette classe d'actifs a récemment connu un afflux massif de capitaux : un courant vendeur pourrait assécher cette liquidité.	
Obligations à haut rendement	Neutralité
<i>Statu quo.</i> 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 émergentes :	Surpondération
<i>Statu quo.</i> Nous ne pensons pas que 2013 sera un grand cru pour cette classe d'actifs, comme le fut 2012.² La dette émergente reste toutefois intéressante à nos yeux, surtout pour son rendement du coupon et des facteurs positifs comme l'amélioration des	

² JP Morgan Emerging Markets Bond Index Plus EMBI



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 américains sont correctement valorisés et leur liquidité est appréciable, surtout en les considérant comme une position tactique.

Matières premières
Sous-pondération

Changement. Notre sous-pondération des matières premières s'explique par leur sensibilité à la croissance mondiale. En outre, nous nous attendons à une offre abondante dans une période de croissance déjà faible. Enfin, les coûts liés à la détention de cette classe d'actifs sont pénalisants. La principale sous-pondération porte sur les actions américaines, généralement moins sensibles à la croissance et susceptibles de générer des rendements du dividende intéressants.



This material is issued and has been prepared by BNP Paribas Asset Management S.A.S. ("BNPP AM")* a member of BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**.

This material is produced for information purposes only and does not constitute:

1. An offer to buy nor a solicitation to sell, nor shall it form the basis of or be relied upon in connection with any contract or commitment whatsoever or
2. Any investment advice.

Opinions included in this material constitute the judgment of BNPP AM at the time specified and may be subject to change without notice. BNPP AM is not obliged to update or alter the information or opinions contained within this material. Investors should consult their own legal and tax advisors in respect of legal, accounting, domicile and tax advice prior to investing in the Financial Instrument(s) in order to make an independent determination of the suitability and consequences of an investment therein, if permitted. Please note that different types of investments, if contained within this material, involve varying degrees of risk and there can be no assurance that any specific investment may either be suitable, appropriate or profitable for a client or prospective client's investment portfolio.

Given the economic and market risks, there can be no assurance that any investment strategy or strategies mentioned herein will achieve its/their investment objectives. Returns may be affected by, amongst other things, investment strategies or objectives of the Financial Instrument(s) and material market and economic conditions, including interest rates, market terms and general market conditions. The different strategies applied to the Financial Instruments may have a significant effect on the results portrayed in this material. The value of an investment account may decline as well as rise. Investors may not get back the amount they originally invested.

The performance data, as applicable, reflected in this material, do not take into account the commissions, costs incurred on the issue and redemption and taxes.

* BNPP AM is an investment manager registered with the "Autorité des marchés financiers" in France under number 96-02, a simplified joint stock company with a capital of 64,931,168 euros with its registered office at 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832. www.bnpparibas-am.com.

** "BNP Paribas Investment Partners" is the global brand name of the BNP Paribas group's asset management services. The individual asset management entities within BNP Paribas Investment Partners if specified herein, are specified for information only and do not necessarily carry on business in your jurisdiction. For further information, please contact your locally licensed Investment Partner.

www.bnpparibas-ip.com