

Comité du 3 juillet 2009

Dichotomie entre les enquêtes et l'activité constatée

Le rythme de contraction de l'économie mondiale s'est bel et bien modéré mais, pour l'instant, les données tangibles –production industrielle, commandes fermes– n'ont pas encore redémarré et l'emploi continue de se dégrader. **Un rebond de l'activité est en train de se dessiner et cet élément est pris en compte par les conjoncturistes comme par les investisseurs mais la croissance restera très largement inférieure à son potentiel.** Les données d'investissement, de production et d'emploi n'ont pas encore montré d'amélioration dans ce « mini-cycle » industriel lié à l'ajustement des stocks mais devraient en toute logique « rattraper » les indicateurs avancés. Toutefois, l'ampleur du choc et sa nature inhabituelle (arrêt du commerce mondial suite au blocage du financement) peuvent allonger le délai habituel. Les agents économiques peuvent en effet se montrer plus prudents qu'à l'accoutumée : les entreprises pour produire, investir et engager, les ménages pour consommer et envisager de s'endetter à nouveau pour acheter un bien immobilier. Un tel retard peut ainsi lasser des investisseurs ne voyant pas se concrétiser une reprise qu'ils anticipent depuis ses tout premiers bourgeons, oubliant que la plupart des enquêtes décrivent seulement, jusqu'à présent, une phase de stabilisation de l'activité. Pouvoir écarter le scénario d'une dépression mondiale a été un soulagement mais l'impatience point.

Un nouveau cap délicat pour les politiques économiques

Cette impatience des investisseurs mais aussi de certains dirigeants risque de faire peser une pression supplémentaire sur les épaules des banquiers centraux, qui n'avaient pas besoin d'un fardeau de plus après presque deux ans d'interventions diverses et de créativité sans borne. Les Banques centrales, en premier lieu la Fed, vont pourtant devoir mettre en place des stratégies pour revenir progressivement à une politique monétaire plus traditionnelle sans aller trop vite en besogne faute d'étouffer la reprise naissante. Un des débats tourne autour du risque inflationniste que feraient courir à l'économie mondiale les mesures non conventionnelles adoptées au cours des derniers mois. **Nous sommes convaincus que la faiblesse de la croissance et les caractéristiques nouvelles de l'économie mondiale (faible *pricing power* du fait d'une concurrence forte et non indexation des salaires) devraient suffire à clore ce débat** mais nous savons aussi que les craintes d'une dérive inflationniste peuvent être désastreuses (anticipations de resserrement monétaire rapide, tensions sur les taux longs). Il est impératif que les autorités parviennent à convaincre de leur engagement à normaliser à terme les politiques monétaires (ainsi d'ailleurs que les politiques budgétaires) tout en continuant à soutenir des économies convalescentes.

Encore un peu de patience

L'équilibre pour les banquiers centraux et les gouvernements sera très difficile à trouver mais indispensable pour que les investisseurs se tournent plus sereinement vers les actifs risqués. A court terme, après les hésitations sur les marchés boursiers apparues ces dernières semaines, les facteurs techniques ne font pas craindre de correction marquée sur les actions même si la volatilité peut revenir sur le devant de la scène en raison des faibles volumes, traditionnels à cette période de l'année. **Nous maintenons donc une neutralité avec un biais légèrement positif.**

ALLOCATION D'ACTIFS.....	2
PERSPECTIVES ECONOMIQUES.....	3
Point de vue	3
Zones développées	4
Zones émergentes.....	8
MARCHES OBLIGATAIRES	10
Obligations Gouvernementales	10
Crédit IG et HY	11
MARCHE DES CHANGES.....	12
MARCHES ACTIONS	13
Marchés développés	13
Marchés émergents.....	16
STRATEGIES ALTERNATIVES	18
Matières Premières	18
AVERTISSEMENT	19

Achévé de rédiger le 13 juillet 2009



ALLOCATION D'ACTIFS

Décisions d'allocation

- Nous conservons notre biais légèrement positif sur les marchés actions à travers les régions émergentes, principalement la zone Asie.
- Neutralité maintenue sur les obligations d'Etat : effets opposés entre d'un côté stabilisation de la dégradation économique, inquiétudes de long terme et nombreuses émissions, et de l'autre côté reprise économique faible.
- Exposition positive sur le crédit IG maintenue, de même que le pari négatif sur le crédit HY.
- Pari toujours positif sur les matières premières assurant une bonne diversification des portefeuilles, c'est-à-dire les moins cycliques. Réduction tactique du pari sur l'or à court terme.

Arbitrage actions développées

- Maintien du pari positif sur le Canada et l'Australie : « prime » à des systèmes financiers apparaissant plus solides en comparaison, et, dans le cas de l'Australie, exposition importante à l'Asie qui assure un potentiel de rebond conjoncturel marqué. Attention toutefois à court terme à la sensibilité aux matières premières.
- Adoption d'une exposition positive sur le Japon, dont le marché très cyclique devrait continuer de bénéficier de la reprise asiatique, de l'affaiblissement du yen, du redressement de la demande interne soutenue par le plan de relance et d'un momentum de prix relatifs devenu positif.

- Sous-exposition aux marchés européens, malgré une valorisation attractive. La faiblesse de l'économie, des politiques économiques de moindre envergure que dans les autres pays et la vigueur de l'euro devraient pénaliser la zone euro tandis que l'effet positif de l'affaiblissement du GBP et de la politique monétaire s'amenuise et soutiendra moins le marché britannique en termes relatifs.

Arbitrage actions émergentes

- Pari toujours positif sur la Chine. La réactivité des pouvoirs publics a déjà permis la reprise de l'activité avec une solide progression de la production industrielle et des révisions à la hausse des BPA.
- Réduction de l'exposition à l'Inde et au Brésil à très légèrement positive et neutre respectivement. Le marché brésilien offre des perspectives bénéficiaires peu encourageantes et le cycle d'assouplissement monétaire est probablement terminé. En Inde, les réformes structurelles à venir devraient maintenir l'intérêt des investisseurs mais la valorisation est moins attrayante.
- Augmentation de l'exposition à la Turquie : perspectives d'inflation favorables, valorisation relative attractive et momentum de prix relatifs positif.
- Passage à un pari négatif sur la Russie : faibles perspectives économiques et bénéficiaires.

Portefeuille modèle diversifié type – Clients institutionnels

Les paris de ce portefeuille modèle se mesurent contre le cash et peuvent être transposés dans tout autre portefeuille, benchmarké ou non.

MULTI-ASSET CLASS1

	Sharpe Ratio	Jul-09 weights	Jun-09 weights
EQUITIES			
Developed Equities	0.1	0.2%	0.1%
Emerging Equities	0.2	0.6%	0.2%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0.0	0.0%	0.0%
Investment Grade	0.1	2.0%	2.3%
High Yield	-0.1	-1.0%	-0.8%
Emerging Debt	0.0	0.0%	0.01%
COMMODITIES			
Brent Oil	0.0	0.0%	0.3%
Base Metals	-0.2	-0.8%	-0.5%
Gold	0.1	0.6%	1.0%
Agricultural	0.2	0.6%	0.4%
Cash Euro	0.0	-2.3%	-3.0%
Module Total		0.0%	

1- Hedged in Euro, 2- MSCI hedged in Euro
3- MSCI local unhedged, 4- JPM GBI hedged in Euro,
5- Forwards to Euro investor
* Risk Budget (in bp), ** VaR 99% 1 month,
***Ner: Multi-Asset Class

EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES1

	Alpha	Jul-09 weights	Jun-09 weights
US	0.0	-0.1%	0.1%
Canada	0.2	2.0%	2.3%
Euroland	-0.2	-1.9%	-1.5%
Japan	0.1	0.6%	0.2%
UK	0.0	-0.5%	-0.6%
Switzerland	-0.1	-0.6%	-1.1%
Australia	0.0	0.4%	0.6%
Module Total		0.0%	

BONDS: COUNTRIES SOVEREIGN4

	Alpha	Jul-09 weights	Jun-09 weights
US	-0.1	-4.5%	-2.4%
Euroland	0.2	10.6%	10.4%
Japan	0.0	-0.8%	-2.1%
UK	0.0	-1.4%	-1.8%
Switzerland	-0.1	-3.9%	-4.1%
Module Total		0.0%	

EQUITIES: EMERGING COUNTRIES3

	Alpha	Jul-09 weights	Jun-09 weights
Brazil	0.0	0.1%	0.3%
Mexico	-0.2	-0.7%	-0.6%
China	0.3	1.2%	0.8%
India	0.1	0.4%	0.7%
South-Korea	-0.1	-0.2%	-0.4%
Taiwan	0.0	0.1%	0.3%
Russia	-0.1	-0.4%	0.3%
Poland	0.0	-0.2%	-0.5%
South Africa	-0.2	-1.0%	-1.2%
Turkey	0.2	0.7%	0.2%
Module Total		0.0%	

PORTFOLIO STATISTICS

Ex-ante Volatility	1.00%
Ex-ante Var*	0.67%
Excess Return over Cash at 84.1% conf.	-0.17%
Conf. of beating Cash by 2%	12.10%
Risk of falling below Cash -0.5%	9.17%

PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Point de vue

Quel scénario pour l'inflation

Le débat commence à peine mais promet d'être animé dans les prochains mois et peut-être même anxiogène. Les « stratégies de sortie » des politiques monétaires non conventionnelles commencent à être évoquées par les Banques centrales elles-mêmes mais surtout par les investisseurs. La question présente dans tous les esprits est « comment l'expansion des bilans des Banques centrales va-t-elle agir sur l'inflation future ? ». Cette question est d'inspiration « monétariste » dans le sens le plus « brutal » à savoir que l'inflation est considérée comme un phénomène purement monétaire. Nous nous garderons d'entrer ici dans les nuances entre les différentes écoles de pensée en particulier parce que ce débat ne nous semble en réalité rattaché que d'assez loin à des préoccupations théoriques mais plutôt à des réflexes pavloviens de la part des observateurs et même de certains banquiers centraux et responsables politiques.

Un vrai risque inflationniste ? Nous ne le croyons pas

Le mécanisme le plus pertinent à observer selon nous à l'heure actuelle est « l'inflation par la demande » et cet élément ne nous semble pas préoccupant dans la mesure où **l'économie mondiale s'achemine vers une longue période de croissance sous le potentiel**, avec une demande molle, qui ne permettra pas de refermer l'écart de production (« output gap ») avant longtemps. Après ce bel exemple « d'approche keynésienne pour les Nuls », achevons de torturer la théorie économique en rappelant que le monétarisme de Friedman, qui lie création monétaire et inflation, suppose que les moyens de production sont pleinement employés, une hypothèse souvent oubliée comme le fait remarquer Patrick Artus dans un article au titre volontairement provocateur¹.

Enfin, comme le souligne le Directeur des Etudes économiques de BNP Paribas², il est assez étrange que les marchés craignent « simultanément l'inflation et la déflation ». **Les Banques centrales, en ce moment, ont plutôt tendance à se préoccuper du risque déflationniste** : explicitement comme la BoE, mise devant le fait accompli comme la BoJ, d'un peu moins près comme la Fed – qui a retiré la mention de ce risque de son dernier communiqué – et par la bande comme la BCE. Si le texte officiel de la Conférence de presse mentionne que les risques sont équilibrés et ne s'attache qu'à décrire les évolutions de l'inflation totale, un article du bulletin mensuel de juin examine en détail les « évolutions récentes d'une sélection d'indicateurs de l'inflation sous-jacente dans la zone euro » pour conclure à l'absence « d'indice de l'émergence de reculs généralisés des prix ».

¹ Que faire quand des raisonnements économiques trop simples sont validés par les anticipations des marchés financiers? Natixis, Flash Economie, 27 mai 2009

² Inflation et déflation? Philippe d'Arvisenet, Conjoncture – Taux – Change, Mai – Juin 2009

Des désagréments avec l'inflation ? C'est possible

Les prix de l'énergie et de l'alimentaire jouent rapidement sur le niveau général des indices de prix. Ils représentent généralement 20 % à 25 % de l'indice total mais, du fait de leur forte volatilité contribuent largement aux variations. Les effets de base liés au reflux du cours du brut depuis juillet dernier ont conduit le glissement annuel des indices de prix en territoire négatif. A contrario, si les prix du pétrole continuent à monter – ou même se stabilisent autour des niveaux actuels – un effet de base positif apparaîtra à partir d'octobre ou novembre. **La pire situation pour les banquiers centraux serait alors de voir monter l'inflation alors que le rythme de la croissance économique ne justifierait pas un durcissement de la politique monétaire.**

En outre, **laisser dérapier cette inflation importée n'arrangerait pas les affaires des états endettés**, bien au contraire. Un raisonnement directement hérité des années soixante-dix consiste à dire : les Banques centrales vont laisser « filer l'inflation » ce qui permettra aux gouvernements de rembourser leur dette en « monnaie de singe ». Ce raisonnement serait valable si les phénomènes à l'œuvre étaient les mêmes qu'après les chocs pétroliers à savoir une inflation provoquée par les matières premières et entretenue par les hausses salariales. Or, les salaires présentent une certaine rigidité (à la hausse comme à la baisse). Un pays se retrouverait ainsi avec une inflation élevée de façon transitoire, des taux longs plus hauts, donc une plus grosse charge d'intérêts sur la dette, une demande interne affaiblie (perte de pouvoir d'achats des ménages, pas de *pricing power* des entreprises confrontées à un effet d'éviction vers les dépenses énergétiques) et finalement une baisse du PIB en nominal qui rendrait le fardeau de l'endettement encore plus insupportable. La lutte contre l'inflation n'est pas une coquetterie de banquier central mais bien la meilleure façon d'assurer une croissance économique durable...

...et d'ancrer les anticipations inflationnistes. Jean-Claude Trichet fait de cet ancrage des anticipations un élément-clé de sa politique monétaire et il a raison. Ses collègues se sont à leur tour préoccupés de cet aspect au cours des derniers mois. Si « la croissance ne se décrète pas », l'inflation peut bien s'inventer et avoir des effets sur les autres variables économiques même quand elle n'est pas là. Les pouvoirs publics commencent à évoquer les stratégies de sortie – alors qu'il est encore bien tôt – en partie pour limiter les anticipations d'un dérapage de l'inflation dès la croissance revenue et s'efforcer ainsi de réfréner les tensions sur les taux longs. **Il est important pour la suite qu'ils réussissent, sinon les investisseurs vont devoir se protéger de cette inflation fantôme.**



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones développées

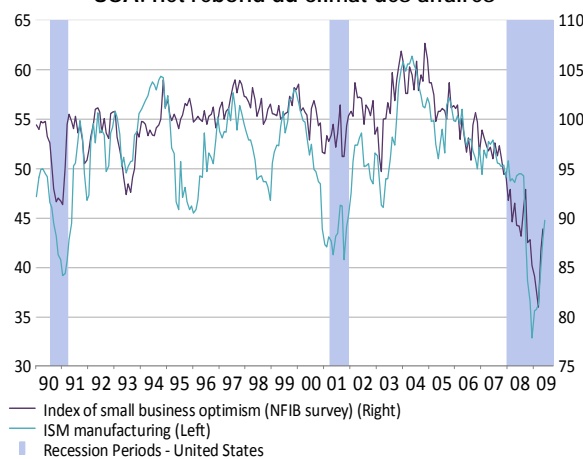
La révision à la hausse des perspectives de croissance pour 2010 a commencé timidement

L'OCDE vient de publier ses *Perspectives économiques* et souligne que ce rapport est le premier « depuis deux ans à revoir à la hausse les prévisions de croissance figurant dans la version précédente ». L'organisation anticipe désormais une croissance de 0,7 % du PIB pour la zone euro en 2010, sous l'effet de l'amélioration des prévisions pour les pays non membres (Chine en premier lieu avec une croissance de 9,3 %), les Etats-Unis (+0,9 %) et dans une moindre mesure le Japon (+0,7 %) alors que la zone euro reste à la traîne avec une croissance nulle. Les prévisionnistes privés semblent adopter un scénario comparable (cf. tableau), les perspectives pour la zone Asie-Pacifique ayant déjà été revues à la hausse le mois passé. **Les observateurs commencent à penser que le pire a été évité** et affichent leur soulagement. L'OCDE prévient toutefois que « la reprise sera sans doute faible et fragile pendant un certain temps, et les conséquences économiques et sociales de la crise seront durables ». Cette prophétie devrait guider les actions des agents économiques, des investisseurs et des pouvoirs publics dans les prochains trimestres. Evoquant la reprise modeste prévue dans le courant de 2010 en zone euro, Jean-Claude Trichet a tenu à préciser : « c'est une erreur de croire que c'est écrit à l'avance : il y a des risques, des incertitudes ».

Si les diverses économies développées participaient au Tour de l'OCDE, les Etats-Unis endosseraient le maillot jaune, qui récompense l'effort régulier et bien réparti, sans toutefois que leur avance puisse leur permettre de « mettre les mains sur les cocottes », c'est-à-dire de relâcher leurs efforts de politique économique. L'économie japonaise décrocherait sans difficulté le maillot vert du meilleur sprinter, saluant une économie fortement cyclique qui réagit rapidement à la reprise en Asie mais risque de moins bien performer par la suite. Il serait peut-être injuste d'attribuer la lanterne rouge à la zone euro mais les tiraillements au sein de l'équipe « BCE » ne facilitent pas l'entente et ont fait accumuler un retard qui semble difficile à rattraper. Les écarts ne seront toutefois peut-être pas aussi importants à l'arrivée, les divers coureurs bénéficiant à des degrés divers de médecines énergiques (budgétaires et monétaires).

L'amélioration conjoncturelle se poursuit aux Etats-Unis. Les enquêtes auprès des entreprises continuent à traduire la moindre dégradation de l'activité, en lien avec la reconstitution progressive des stocks. Les principaux indices demeurent toutefois à de bas niveaux (moins de 50 pour l'ISM et sous la moyenne historique -100- pour la confiance des petites entreprises) qui montrent la faiblesse persistante de l'activité dont les conséquences les plus visibles sont sur l'emploi. Les PME en particulier se disent toujours très prudentes aussi bien sur les embauches que sur les dépenses d'investissement. Le statut de sous-traitants de nombre d'entre elles explique en partie un retard par rapport aux plus grandes sociétés, notamment en ce qui concerne le cycle des stocks. Si l'on en croit les résultats de l'enquête ISM dans le secteur manufacturier pour cette composante, la réduction des stocks semble toucher à sa fin. Dans le secteur des biens d'équipement en particulier, la demande donne des premiers signes de reprise, ce qui est encourageant à plus long terme pour l'investissement productif. Si l'on examine l'économie américaine **du côté de l'offre, le retour à la situation normale après l'interruption de production en début d'année est en cours** mais les entreprises se montrent encore hésitantes.

USA: net rebond du climat des affaires



Source: Factset, BNPP AM

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP y.o.y %								Inflation y.o.y %											
	2008		2009				2010				2008		2009				2010			
	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M				
Developed Economies																				
USA	1.1	-2.8	-2.4	-3.4	[-2.9]	1.9	3.8	-0.2	[1.8]	3.8	-0.6	0.7	-1.1	[-0.8]	1.7	3.2	0.7	[1.6]		
Canada	0.5	-2.3	-1.5	-2.6	[-2.5]	2.1	3.0	1.5	[2.0]	2.4	0.3	0.5	0.0	[0.3]	1.8	2.6	1.2	[1.7]		
Euro zone	0.6	-4.2	-3.0	-4.8	[-3.7]	0.3	1.6	-0.8	[0.3]	3.3	0.4	0.7	0.1	[0.4]	1.2	1.9	0.4	[1.2]		
UK	0.7	-3.7	-3.1	-4.5	[-3.8]	0.7	2.0	-1.3	[0.3]	3.6	1.7	2.5	0.9	[1.6]	1.8	3.2	0.5	[1.7]		
Switzerland	1.6	-2.5	-1.5	-4.0	[-2.4]	0.4	1.8	-0.8	[0.2]	2.4	-0.5	0.2	-1.1	[-0.5]	0.5	1.0	-0.6	[0.6]		
Japan	-0.7	-6.6	-5.5	-8.0	[-6.1]	1.3	3.6	-0.3	[1.3]	1.4	-1.2	-1.0	-1.8	[-1.2]	-0.6	0.0	-1.1	[-0.6]		
Australia	2.1	-0.2	0.4	-1.6	[-0.7]	1.5	2.7	0.3	[1.5]	4.4	1.6	2.0	1.2	[1.7]	2.2	2.7	1.7	[2.3]		

Source: Consensus Forecasts as of 08/06/2009



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

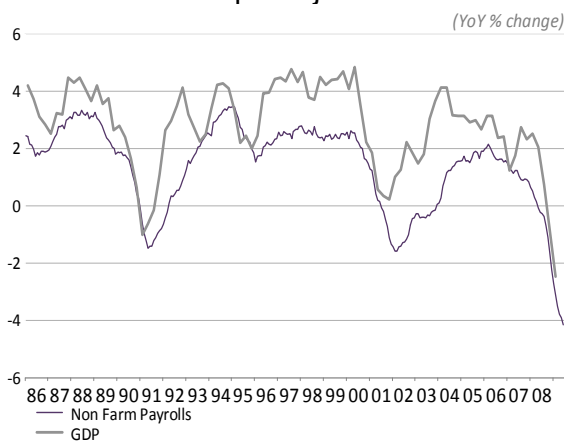
Zones développées

L'amélioration de la conjoncture de la zone euro semble fragile

En raison de ces hésitations, la dynamique de l'amélioration se fait plus fragile depuis quelques semaines et les premiers « bourgeons » de la reprise ont du mal à éclore. Il ne s'agit pas d'un « faux départ » mais plus vraisemblablement d'un départ assez lent : les données tangibles comme la production ou l'emploi vont mettre du temps à revenir dans le vert. **L'emploi sera le dernier élément à repartir** et le rapport publié début juillet n'est pas très encourageant. Outre la poursuite de la hausse du taux de chômage et des destructions nettes de postes toujours conséquentes (467 000 en juin) – même si moindres qu'en début d'année (691 000 pertes mensuelles au premier trimestre) – le faible recours à l'emploi intérimaire ne permet pas d'envisager d'amélioration rapide.

A l'issue de sa réunion de politique monétaire des 23 et 24 juin, la Fed a rappelé que **les conditions économiques justifieront probablement le maintien de taux exceptionnellement bas pendant une « période prolongée »** et indiqué qu'elle allait poursuivre les achats prévus (MBS d'agences, titres de dette d'agences et titres du Trésor) en les ajustant si besoin est. Plusieurs facilités de financement sont prolongées jusqu'au 1^{er} février 2010 et d'autres, moins utilisées, sont réduites. Le Président Obama va bientôt décider s'il prolonge ou non le mandat de Ben Bernanke à la tête de la Fed au-delà de janvier 2010. Il ne serait pas étonnant que le Président lui demande de terminer le travail titanesque en cours. Dans ce cas, il est probable que Ben Bernanke aura à cœur de bien faire les choses (ne serait-ce que pour éviter les désagréments survenus à Alan Greenspan accusé d'avoir laissé les taux trop bas, trop longtemps) et va commencer à évoquer des stratégies de sortie mais, dans un premier temps, simplement pour montrer qu'il y pense. **Le temps d'un durcissement de la politique monétaire n'est pas venu.**

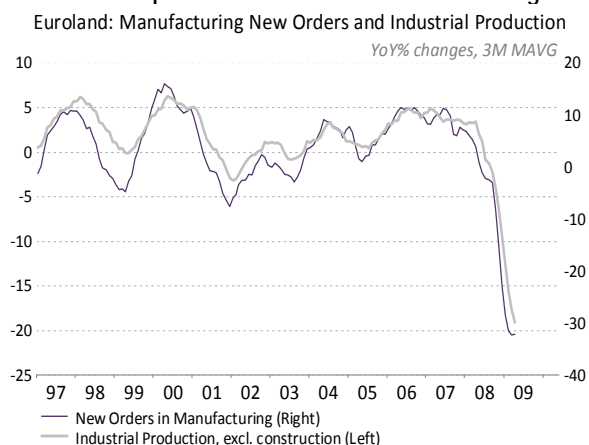
USA : l'emploi toujours en berne



Source: Factset, BNPP AM

La zone euro reste à la traîne. Les indices reflétant le climat des affaires dans la zone euro ont touché leur point bas un peu plus tard qu'aux Etats-Unis mais, depuis, l'amélioration a été rapide, surtout en ce qui concerne les perspectives dressées par les chefs d'entreprise et les analystes. En Allemagne par exemple, la composante « anticipations » de l'indice ZEW a bondi en juin pour s'établir au-dessus de sa moyenne de long terme. Le retour de la confiance est donc bien réel, ce qui est une bonne nouvelle mais n'a pas été suivi jusqu'à présent d'une amélioration de la production, des commandes ou même des exportations. Le deuxième trimestre a mal commencé avec une baisse de 1,9 % de la production industrielle et une montée du taux de chômage à son plus haut niveau en dix ans (9,2 %).

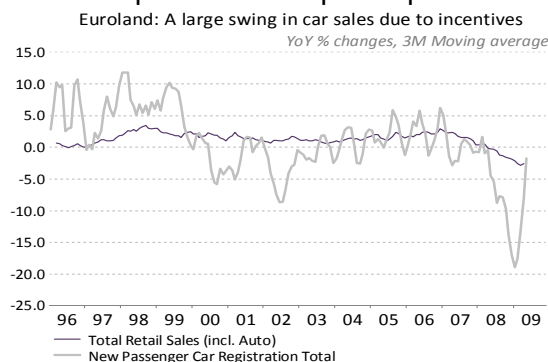
Zone euro : production industrielle encore très fragile



Source: Factset, BNPP AM

Les ménages affichent pourtant une plus grande confiance qu'en début d'année et déclarent avoir augmenté récemment leurs gros achats. Ce dernier élément peut surprendre face à la montée du chômage, plutôt de nature à provoquer une hausse de l'épargne. Il est vrai que le taux d'épargne est déjà fort élevé dans les grands pays de la zone euro (par exemple en France, l'INSEE l'évalue à 15,3 % pour 2008) et peut servir à compenser en partie la baisse du pouvoir d'achat.

Zone euro : premiers résultats pour les primes à la casse



Source: Factset, BNPP AM



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones développées

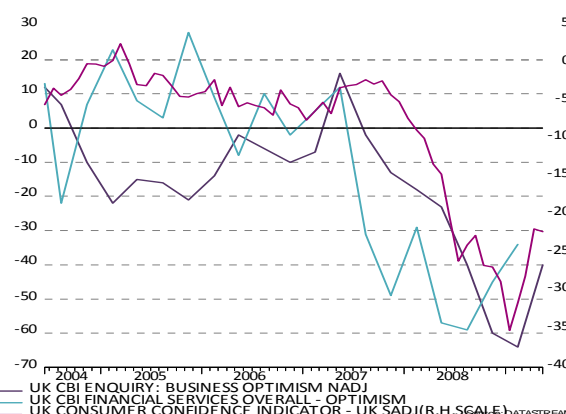
Le Royaume-Uni et la Suisse ne s'en tirent pas trop mal

Puiser dans l'épargne ne devrait toutefois pas devenir une tendance lourde pour les ménages européens alors que le débat sur le financement des retraites a de bonnes chances de repartir (pyramide des âges, montée du chômage, croissance faible et déficits publics en hausse). Le traitement social du chômage jouera son rôle habituel d'amortisseur pour la consommation tandis que les diverses mesures de type « primes à la casse » en place dans plusieurs pays de la zone vont soutenir le marché de l'automobile et provoquer une amélioration en trompe-l'œil des dépenses privées. Les perspectives d'une amélioration plus durable semblent limitées. La demande externe jouera un rôle important dans la reprise mais le niveau de l'euro risque de pénaliser les exportateurs.

L'attitude de la BCE ne va pas faciliter les choses en la matière. Même si Jean-Claude Trichet répète que « 1 % n'est pas forcément le plancher pour le taux refi », il privilégie la stabilité des taux directeurs depuis la baisse survenue début mai et ce statu quo est amené à se prolonger compte tenu de l'emploi de l'adjectif « approprié » pour désigner le niveau actuel. Par ailleurs, les habituelles dissensions au sein du Comité et des déclarations toujours assez agressives de la part de certains membres ont conduit à l'apparition début juin d'anticipations de hausse des taux directeurs à une échéance assez rapprochée. Lors de sa conférence de presse début juillet, le Président de la BCE a volontairement adopté un ton plutôt conciliant, ne fermant pas la porte à une baisse supplémentaire. Dans l'immédiat, la BCE devrait marquer une pause pour évaluer les effets des mesures mises en œuvre jusqu'à présent et notamment la première opération de refinancement à taux fixe à 12 mois réalisée fin juin. Elle s'est soldée par un succès avec un total de 442 milliards d'euros et la BCE exhorte à présent les banques à « prendre leurs responsabilités », autrement dit à réinjecter cet argent dans le circuit économique via le crédit. Le début des achats d'obligations sécurisées en juillet constituera un autre test important pour juger la « pertinence » de la politique monétaire, selon l'expression employée par Jean-Claude Trichet.

Au Royaume-Uni, le pire de la récession semble être passé comme le montrent de nombreux signaux positifs : indice PMI dans les services au-dessus de 50 %, hausse de la production industrielle (+0,2 %), des prix de l'immobilier ancien (+2,7 % pour l'indicateur Halifax par rapport au mois précédent), et moindre dégradation du marché de l'emploi. Le nombre de chômeurs a augmenté moins que prévu en mai et la Confédération of British Industry (CBI) envisage une fin d'année moins morose sur le front de la croissance. La stabilisation du marché immobilier et la prochaine stabilisation du marché de l'emploi sont des facteurs décisifs pour la confiance des ménages et donc l'évolution de leur consommation et de leur épargne.

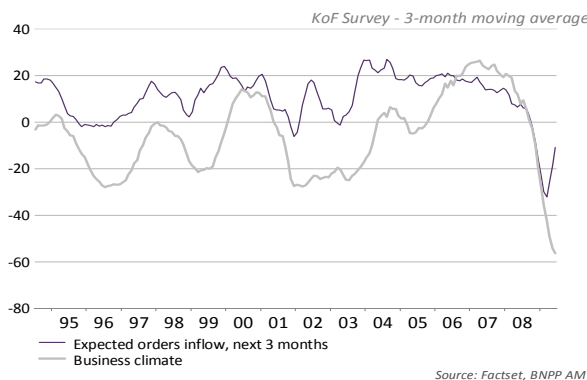
Royaume-Uni : la confiance se redresse



La BoE maintient son taux directeur inchangé à 0,50 % depuis la baisse de 50 pb en mars et poursuit ses achats d'actifs de 125 milliards de livres, ce programme (92 milliards au 18 juin) devant parvenir à son terme dans deux mois. En ce qui concerne une éventuelle extension des achats, des informations décisives seront apportées courant août au moment de l'évaluation de la situation économique du pays à l'occasion du rapport trimestriel sur l'inflation. La BoE poursuivra dans l'immédiat sa politique monétaire réactive et expansionniste qui commence à porter ses fruits même si l'offre de crédit est jugée insuffisante par une large majorité de ménages et d'entreprises. Les prochaines prévisions sur l'inflation (2,2 % en mai) seront, elles aussi, examinées avec soin. La BoE envisage pour l'instant qu'elle passe sous la cible (2 %) dès 2009 et qu'elle atteigne 1,5 % en 2010, un seuil jugé préoccupant. Même si l'économie britannique donne des signes de redressement, la hausse de l'endettement public et les difficultés du secteur financier restent des sources d'inquiétude à long terme.

L'économie suisse semble également voir son horizon s'éclaircir sous l'effet d'une moindre contraction de l'activité mondiale.

Suisse : vers une amélioration des commandes



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones développées

Le Japon profite de son caractère cyclique et du plan de relance

Le baromètre conjoncturel helvète (KOF) s'est établi en juin à -1,65 après s'être stabilisé depuis deux mois à -1,8, plus bas depuis juin 1991. Les perspectives du secteur manufacturier s'améliorent également avec des indices PMI en hausse pour le troisième mois consécutif à 41,8 % en juin, un seuil qui correspond toujours à une contraction.

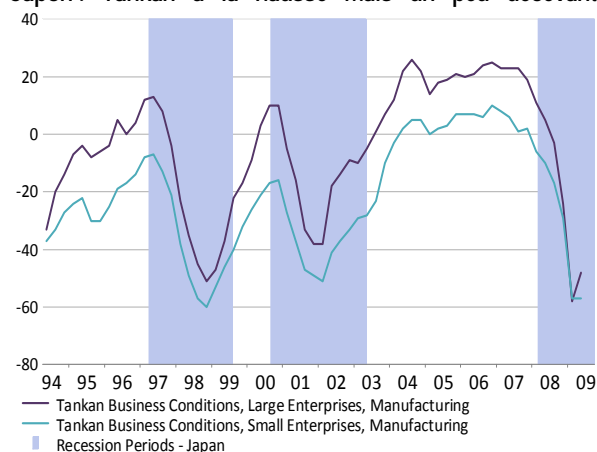
Préoccupée par un franc qu'elle juge trop fort, la Banque nationale suisse est intervenue fin juin comme elle l'avait fait en mars pour contrer l'appréciation de sa devise contre euro en vendant des francs suisses directement sur le marché. Elle est parvenue à faire remonter la parité EUR/CHF vers la zone 1,52-1,53, plus conforme à son souhait. Par ailleurs la BNS conserve l'objectif d'amener progressivement son taux Libor (0,40 % environ début juillet) autour de 0,25 % et a maintenu inchangé ses prévisions de contraction du PIB pour 2009 (entre -2,5 % et -3 %). Le risque principal selon le vice-président de la BNS viendrait de la fragilité des grosses banques exposées à l'international à qui il conseille de profiter de la relative accalmie conjoncturelle pour renforcer leurs fonds propres.

Belle amélioration cyclique pour l'économie japonaise. L'amélioration conjoncturelle s'est clairement manifestée au cours des dernières semaines et vient d'être reconnue par les autorités. La Banque du Japon et le gouvernement ont présenté un diagnostic moins sombre et estiment désormais que **le pire de la crise est passé**. Selon les chiffres publiés par le METI, la production industrielle a progressé pour le deuxième mois consécutif, en hausse de 5,9 % par rapport au mois précédent en avril et en mai. Cette hausse, la plus forte depuis 1953, est liée à la hausse de la demande externe, directement induite par les plans de relance mis en œuvre dans de nombreux pays, qui a soutenu les exportations japonaises dans l'automobile ou la technologie. D'une année sur l'autre, l'activité industrielle n'en demeure pas moins en chute libre (-29,5 %) et la reprise de la production d'un mois sur l'autre pourrait marquer le pas. En effet, bien qu'il se redresse depuis le début de l'année, le PMI manufacturier demeure en zone de contraction de l'activité (à 48,2 % en juin). Pour l'heure, les exportations japonaises continuent à chuter mais moins vite qu'auparavant. Les dépenses de consommation des ménages ont augmenté de 2,6 % en termes réels en mai, probablement grâce aux premiers effets du plan de relance très bien perçu par les agents économiques en raison de son ampleur exceptionnelle.

L'enquête trimestrielle sur le climat des affaires conduite par la Banque du Japon (Tankan) est venue confirmer que **le point bas de l'activité a probablement été touché en mars**. Les indices d'activité de juin s'inscrivent en hausse, plus modérée toutefois qu'attendu, et les perspectives pour septembre sont également mieux orientées.

Cette amélioration est visible surtout pour les grandes entreprises du secteur manufacturier, un indice qui a longtemps été considéré comme le plus représentatif de l'enquête. L'indice agrégé (toutes tailles et tous secteurs) a connu une hausse plus modeste. Le niveau attendu pour septembre ne permet pas d'effacer le plongeon survenu au premier trimestre qui avait amené les indices à des points bas historiques. **Le Tankan traduit encore une certaine prudence de la part des entreprises** en ce qui concerne leurs projets d'investissement et d'embauche. D'autres enquêtes de confiance – à fréquence mensuelle – présentent une dynamique plus robuste.

Japon : Tankan à la hausse mais un peu décevant



Une élection pour rien ? L'accumulation de données économiques satisfaisantes pourrait inciter l'actuel Premier ministre Taro Aso à appeler aux urnes dès août plutôt que d'attendre l'échéance de septembre. Le Parti libéral démocrate est donné perdant en raison de l'impopularité de Taro Aso, contesté au sein même de son parti et de son gouvernement. L'opposition n'est pas en tellement meilleure forme et peine à se trouver un leader depuis la mise en cause d'Ozawa Ichiro dans une affaire de financement occulte. Assez paradoxalement, ces élections législatives, qui pourraient créer l'événement en mettant fin à 55 ans de règne pratiquement sans interruption du PLD, ne semblent pas présenter d'enjeux bien définis, notamment en ce qui concerne la politique économique. Un changement de gouvernement pourrait conduire les ménages et les entreprises à s'interroger sur l'orientation future de la politique budgétaire.

Dans ce contexte, la BoJ, qui propose un diagnostic un peu plus prudent que celui du gouvernement, continuera à jouer un rôle crucial pour assurer la sortie de récession. **Un long statu quo sur les taux directeurs et la prolongation des programmes d'achats de titres sont probables.**



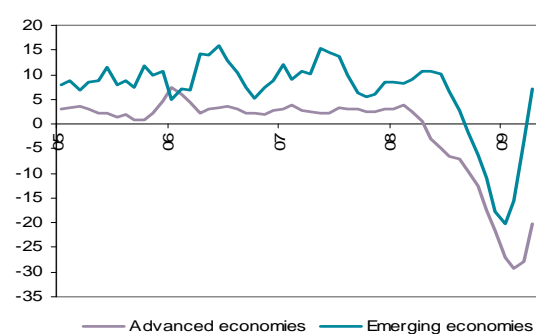
PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones émergentes

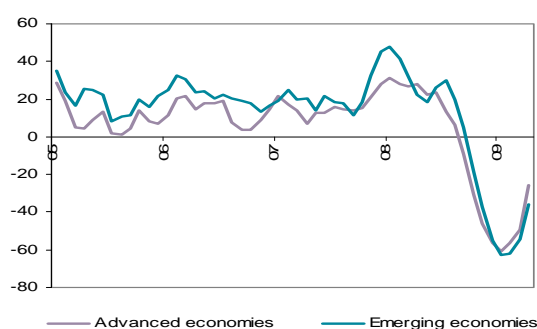
Asie : reprise cyclique bien engagée

Le rebond cyclique des économies émergentes continue de s'accélérer au cours des prochains mois, mais avec des différences notables entre les zones géographiques. L'Asie mène la reprise affichant une croissance supérieure à 5 % pour 2009 et 7 % pour 2010, grâce à des perspectives très favorables en Chine et en Inde. Ces deux pays bénéficient de puissants plans de relance et des conditions monétaires favorables qui ont permis de revitaliser la demande domestique, tandis que la faiblesse de la demande externe présente toujours un important risque de rechute. La situation est différente pour l'Amérique latine et l'Europe de l'Est, dont les prévisions de croissance ont été ajustées à la baisse en raison d'une plus grande sensibilité au commerce international et à la crise financière. Les indices de prix ont fortement baissé dans les pays émergents, tandis que l'inflation sous-jacente s'approche des 1.5 %, un niveau inférieur à celle des pays développés.

Production industrielle: en phase d'expansion, yoy (%)



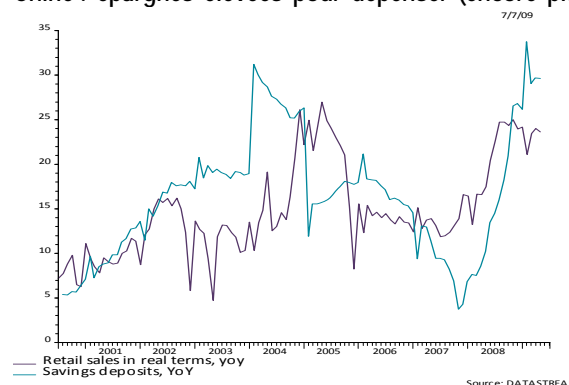
Commerce mondial toujours déprimé, yoy (%)



Les sondages d'opinion chinois indiquent toujours une confiance élevée des entreprises et une poursuite de l'expansion de l'activité. Cet optimisme est confirmé par les chiffres économiques qui suggèrent une accélération de la reprise. Après avoir touché un bas niveau de 6.1 % au premier trimestre, le PIB devrait progresser d'au moins 7 % au deuxième trimestre et s'accélérer au-delà des 9 % au

quatrième. Cela donne une croissance annuelle de 8 % et 9 % pour 2009 et 2010, respectivement. La demande domestique prend le relais des exportations pour soutenir la croissance de la production industrielle, en hausse de 8.9 % au mois de mai, corroborée par la hausse de la consommation d'électricité. Les investissements en infrastructure se sont envolés à plus de 38.7 % en mai, les ventes de voitures atteignent des records historiques tandis que l'immobilier se reprend violemment à la faveur d'une liquidité avantageuse et abondante. La hausse des actifs réels et financiers entretient la confiance du consommateur et se répercute positivement sur les ventes au détail.

Chine : épargnes élevées pour dépenser (encore plus)



La crise financière et le violent choc de la demande mondiale sur l'activité économique va peut-être motiver les autorités chinoises à recentrer davantage l'économie sur la demande domestique. La Chine doit devenir moins dépendante des exportations, s'appuyer sur la consommation privée et développer la sécurité sociale pour libérer les épargnes et encourager la propension à consommer. Ces nouvelles orientations structurelles devraient assurer une économie plus équilibrée au cours des prochaines années.

La baisse des taux d'intérêt, les plans de relance très massifs des autorités et l'amélioration de la demande externe commencent à impacter positivement l'économie coréenne, ce qui nous motive à réviser nos prévisions de croissance du PIB pour 2009 et 2010. Finalement, l'économie ne devrait se contracter que de 1.6 % cette année et croître de 3.4 % en 2010. Le bas de cycle a été touché au dernier trimestre 2008 et la croissance devrait s'accélérer rapidement pour le reste de l'année. C'est un renversement significatif par rapport au sentiment au dernier trimestre 2008, où les problèmes de refinancement de la dette étrangère ont conduit à l'effondrement du won coréen et faisaient craindre une deuxième crise asiatique.

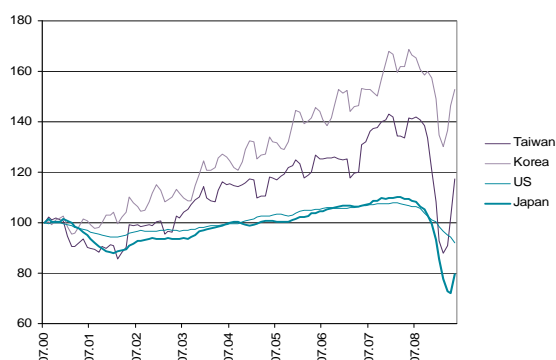


PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones émergentes

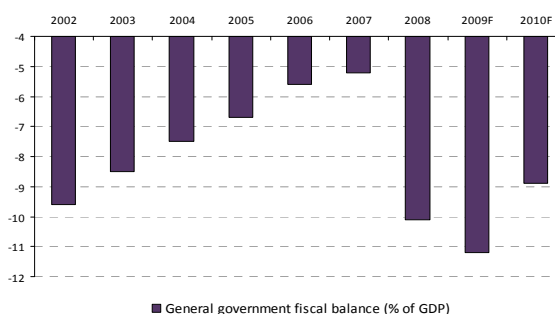
La production industrielle **taiwanaise** rebondit rapidement, récupérant la moitié de ses pertes depuis la crise et ce malgré une évolution moins favorable de la devise et un portefeuille d'exportations moins diversifié que celui de la Corée. Le choc des exportations et de la crise financière a causé une contraction de 10.2 % du PIB au premier trimestre, poussant l'économie en zone déflationniste. Les perspectives ne sont pas brillantes car le pays est fortement dépendant de la demande globale, qui restera très modérée pour les prochaines années.

Asie : fort rebond de l'activité (production industrielle, rebasée, 2000 = 100)



La publication du budget par le nouveau gouvernement **indien** début juillet a déçu quelque peu les observateurs par l'ampleur de l'endettement qu'il implique, et surtout par l'absence d'une feuille de route précise pour les réformes. Le nouveau budget ne devrait pas être qu'un simple état des comptes publics, mais aurait dû au contraire donner une orientation précise de la politique économique du pays. En effet, les ambitions de réformes structurelles majeures deviennent plus réalisables grâce à un nouveau gouvernement majoritaire, dont la priorité sera de renforcer le redressement de l'économie notamment en augmentant les dépenses en infrastructures et les subventions pour les ménages les plus modestes ainsi qu'en encourageant les investissements directs étrangers. Au niveau cyclique, l'activité industrielle reste bien orientée et le momentum devrait s'accélérer grâce aux effets combinés d'une politique monétaire agressive et les plans de relance fiscaux qui jouent un rôle critique pour la demande domestique. Le taux de croissance du PIB a été exceptionnellement révisé à la hausse pour s'établir à 5.8 % et 7 % pour 2009 et 2010, respectivement.

Le déficit fiscal indien devrait s'amoinrir en 2010



Amérique Latine

La crise mondiale a eu un impact important sur l'économie **brésilienne** conduisant à un fort déclin de la demande intérieure et extérieure au T4 2008 et T1 2009. Cependant, les indicateurs récents suggèrent une amélioration de l'économie domestique. En effet, le taux de chômage est en légère diminution pour le deuxième mois consécutif (8.8 % en mai par rapport à 8,9 % le mois précédent). Aussi, les ventes au détail ont augmenté en avril de 6,9 % y/y. Par ailleurs, le rebond du prix des matières premières sera bénéfique pour l'économie brésilienne qui devrait être l'une des premières à émerger de la crise mondiale.

L'activité économique **mexicaine** a probablement touché son point bas au mois de mai après que le gouvernement ait relâché les mesures préventives pour lutter contre l'épidémie de grippe porcine. L'économie devrait désormais repartir progressivement à la hausse pour limiter la contraction du PIB à 5,9 % pour l'année 2009. Le taux de chômage s'est stabilisé à un niveau de 5,3 % en mai reflétant l'amélioration de l'activité aux Etats-Unis. Par ailleurs, les élections de mi-mandat se tiendront le 5 juillet mais le consensus n'anticipe pas l'émergence d'une majorité marquée. Les craintes concernant la dégradation de la notation de la dette publique placent les mesures potentielles pour alléger les pressions sur le déficit fiscal et pour réduire la dépendance des revenus du gouvernement vis-à-vis du pétrole au cœur du débat de ces élections.

L'économie **russe** reste mal orientée affichant un PIB en chute libre. Les perspectives pour la consommation privée restent mitigées, pénalisées par un taux de chômage en hausse à 9.9 %, contre seulement 5.3 % il y a une année. L'inflation se stabilise à un niveau inquiétant de 12 %, poussée principalement par le prix de l'alimentation et de l'énergie, ce qui impacte négativement le pouvoir d'achat. Finalement, les salaires réels et le revenu disponible se contractent, tandis que la détérioration des finances de l'état est aggravée par la baisse des prix de l'énergie en 2008.



MARCHES OBLIGATAIRES

Obligations Gouvernementales

Les yeux tournés vers les Banques centrales et les stratégies de sortie

La stabilisation du rythme de dégradation économique, l'amélioration de certains indicateurs avancés et l'écartement d'un scénario catastrophe ont contribué aux tensions récentes des taux gouvernementaux. En particulier, la publication au-dessus des anticipations des chiffres d'emploi début juin avait eu un impact assez important qui s'était étendu aux segments plus courts des courbes.

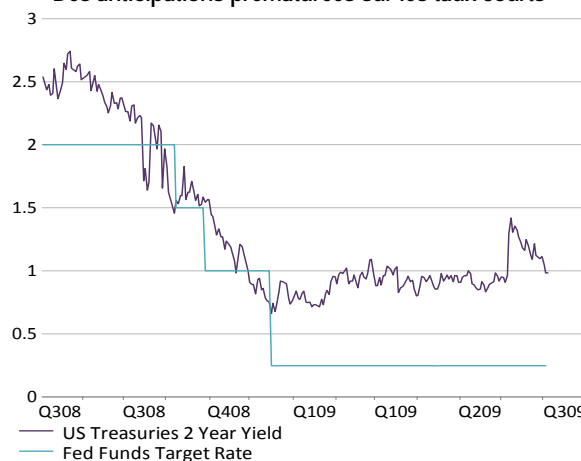
Clairement, les pressions haussières plus visibles dans le marché des taux restent liées aux signes de stabilisation/amélioration de l'activité et des indicateurs avancés et à la réduction de l'aversion au risque des investisseurs au détriment des actifs au statut de « valeur refuge », ainsi qu'à des éléments plus techniques qui jouent dans certains pays. Toutefois, si d'un côté nous pouvons maintenant écarter un scénario de dépression et déflation, le chemin vers une reprise économique soutenue reste long. Les faibles perspectives économiques et le maintien de politiques monétaires accommodantes pendant une période relativement longue continueront de contrebalancer les éléments précédemment cités.

Au total, les taux courts devraient encore rester bien ancrés par les taux directeurs, avec en revanche une nervosité croissante quant aux *timing* et modalités de réduction du stimulus monétaire. Ceci concernera bien sûr l'ensemble des mesures, et l'ordre dans lequel les Banques centrales placeront l'arrêt des politiques non conventionnelles et les plus classiques hausses de taux. Ces dernières demeurent à notre avis encore éloignées, et il est important à ce sujet de bien intégrer le message des autorités monétaires, qui commencent certes à parler de stratégies de sortie, mais qui insistent aussi sur la nécessité de maintenir le stimulus monétaire pour une période prolongée.

Sur les parties plus longues la nervosité va perdurer. Les thèmes de long terme liés aux inquiétudes sur les déficits budgétaires et au possible retour en force de l'inflation continueront d'alimenter le débat, mitigés à leur tour par des anticipations de croissance sous le potentiel pour encore plusieurs trimestres.

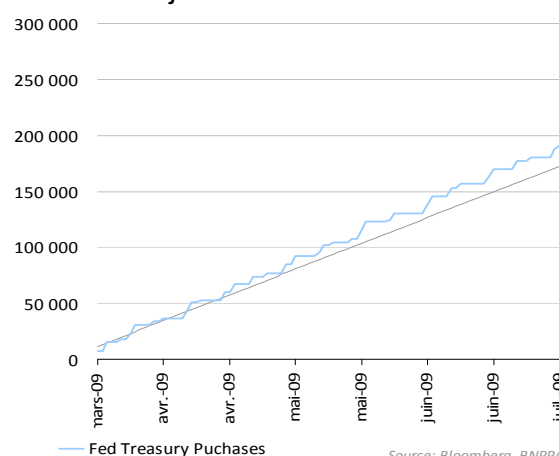
Maintenir une position directionnelle de **neutralité** nous semble ainsi la meilleure décision dans ce contexte de marché.

Des anticipations prématurées sur les taux courts



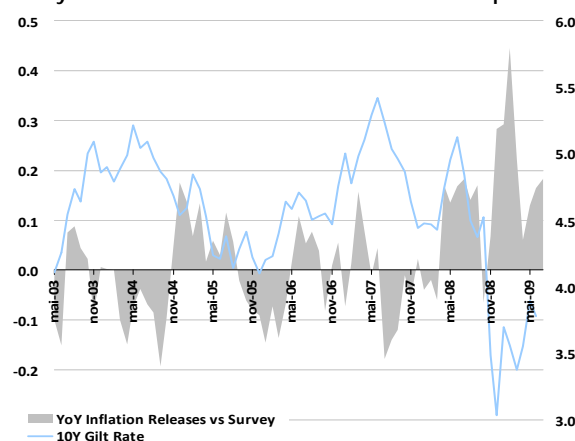
Source: Factset, BNPPAM

La Fed a déjà acheté \$200 milliards de Treasuries



Source: Bloomberg, BNPPAM

Royaume-Uni : inflation au dessus des anticipations



Source: Bloomberg, BNPPAM

MARCHES OBLIGATAIRES

Crédit IG et HY

Le marché souffle... un peu !

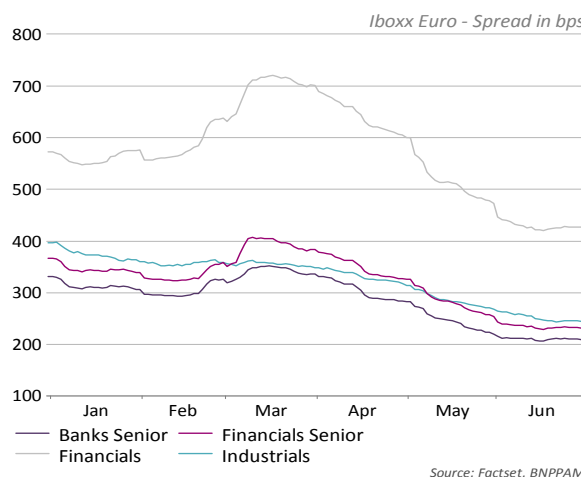
Investment Grade : une des questions les plus souvent posées ces derniers temps concernait la soutenabilité du rétrécissement des spreads dans le marché du crédit. Cette pause s'est enfin matérialisée, mais il s'agit plus d'un ralentissement de la compression des spreads qu'un réel retournement. Après la faillite de Lehman Bros., les craintes d'un scénario catastrophe à la fin 2008 et les tensions liées aux inquiétudes sur la dette bancaire subordonnée, les marchés, rassurés par les différentes mesures monétaires et fiscales, s'étaient tournés vers les actifs risqués, dont le crédit, qui marquait une amélioration importante. Plus techniquement, les nombreuses émissions, notamment dans le secteur non financier, ont été bien accueillies par une demande toujours forte.

Mais le marché, nous l'avons souvent répété, n'est pas sans obstacles. La conjoncture globale reste encore dégradée, les perspectives économiques ne sont pas enthousiasmantes, le système bancaire demeure fragile et les investisseurs ont déjà des positions très longues en crédit. Le marché secondaire, bien qu'en meilleur état qu'il y a quelques mois, reste encore convalescent. En outre, la valorisation de cette classe d'actif est moins intéressante qu'auparavant, mais certainement pas chère. Il faut aussi considérer que tout écartement des spreads est contrebalancé par un mouvement contraire des taux sous-jacents. Nous baissons donc légèrement notre exposition mais **maintenons notre sur-pondération**.

High Yield : à l'instar du marché IG, le marché de la dette spéculative s'est lui aussi stabilisé après des gains impressionnants. Les émissions restent élevées aux Etats-Unis, avec dernièrement une prépondérance des émetteurs moins bien notés (B simple), au contraire par exemple des quatre premiers mois de 2009 où les émissions BB et plus étaient plus nombreuses.

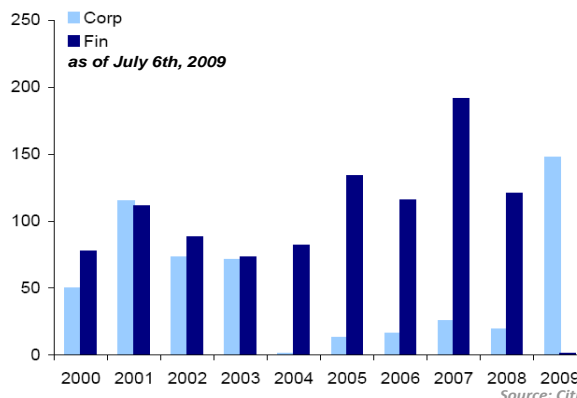
Nous sommes un peu prudents sur cette classe d'actifs depuis quelque temps, car il s'agit de sociétés très fragilisées par une récession globale, dont la sortie se fera très lentement. Ceci est un point crucial, compromettant la survie de bon nombre d'entreprises qui n'auront pas la capacité de générer des *cash flows* suffisants, ainsi qu'une baisse rapide des taux de défaut, qui risquent de rester élevés plus longtemps qu'anticipé. La compression des spreads, notamment aux Etats-Unis, nous semble un peu trop optimiste. Un retournement des flux de fonds dans le High Yield pourrait être un premier signe de faiblesse, et nous **maintenons notre légère sous-pondération**.

Stabilisation des spreads



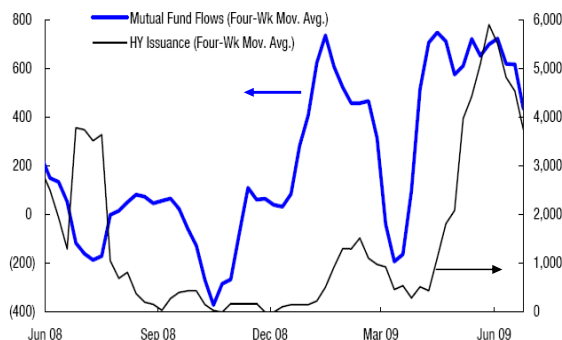
Gros volumes d'émissions des non-financières

Annual Total Year To Date Net Issuance, Fixed and Floating
Volume, € Billion



Retournement des flux de fonds dans le HY ?

High-Yield Market Supply and Demand Balance Jun 08– 25 Jun 09 (Dollars in Millions)



MARCHE DES CHANGES

Un peu moins d'appétit pour le risque en vue : pas anodin pour les changes

La volatilité sur le marché des changes a été, en moyenne, un peu plus élevée en juin qu'en mai. Les grandes parités ont connu des évolutions un peu plus erratiques même si celles-ci se soldent par des variations mensuelles (d'une fin de mois à l'autre) relativement modestes. Un appétit pour le risque un peu moins affirmé a provoqué dans les dernières semaines une légère appréciation du dollar et du yen face aux autres devises de notre univers.

L'euro-dollar consolide. Au cours des dernières semaines, la parité EUR/USD a évolué entre 1,4338 – plus haut niveau de l'année touché le 3 juin – et 1,3740 pour se stabiliser autour de 1,40 début juillet. L'accès de faiblesse du dollar début juin est à rapprocher d'un intérêt retrouvé pour les actifs plus risqués (actions et devises à haut rendement notamment) en lien avec l'amélioration de certaines données économiques (en l'occurrence de moindres destructions d'emploi selon le rapport publié le 5 juin). L'avenir du dollar est lié en priorité à l'évolution des conditions sur les marchés financiers (fragilité de l'appétit pour le risque) et au scénario qui va se dégager sur l'économie américaine. Ces deux éléments nous paraissent plutôt haussier dollar. A contrario, les pressions négatives sur le dollar proviennent en ce moment surtout de la politique budgétaire américaine et de la remise en cause de son statut de devise de réserve. Sur ce thème, la rencontre entre les dirigeants des quatre grands pays émergents « BRIC » (Brésil, Russie, Inde, Chine) leur a permis de revenir sur la nécessité d'avoir une monnaie de réserve distincte du dollar américain et de diversifier les investissements tout en précisant qu'ils ne souhaitent en aucun cas « démolir le dollar » ou « provoquer l'instabilité des marchés financiers » mais simplement avoir un marché moins subordonné au dollar. Cet ensemble de pressions (positives et négatives) renforce notre hypothèse de consolidation de l'euro-dollar pour les prochains mois.

Le yen ne peut trouver de soutien qu'à court terme. Le yen a pu bénéficier des perspectives un peu plus positives tracées par la Banque du Japon à l'occasion de sa dernière réunion de politique monétaire : « la situation économique du Japon a commencé à cesser de s'aggraver ». De surcroît, un appétit pour le risque moins affirmé a conduit à une sorte de consolidation entre la devise nipponne et les devises pro-cycliques comme l'AUD ou le CAD. Pour les prochains mois, le risque peut jouer encore en faveur du yen. A plus long terme en revanche, les fondamentaux économiques du Japon devraient peser sur le yen.

Autres faits à noter. En juin, la Banque nationale suisse est intervenue une nouvelle fois directement sur le marché des changes pour limiter l'appréciation du franc. Nous restons convaincus que les autorités monétaires pourraient recommencer une opération de ce type si le franc s'appréciait contre l'euro, ce qui nous conduit à prévoir une baisse supplémentaire du franc d'ici la fin de l'année.

Le dollar australien et le dollar canadien ont sûrement bénéficié de la reprise du marché actions, de l'augmentation de l'appétit pour le risque et de l'importante progression du cours des matières premières jusqu'à la mi-juin. Toutefois, les devises des pays exportateurs de matières premières pourraient souffrir d'une pause de l'appétit pour le risque sur le marché sur le court terme.

Selon notre modèle de « fair value », la livre sterling est encore sous-évaluée sur le marché. La possibilité d'une augmentation des mesures d'assouplissement quantitatif de la BoE (achats de Gilts) continue toutefois à peser sur la devise. Ces divers éléments vont continuer à jouer dans les prochains mois, ce qui devrait entraîner une consolidation de la parité EUR/GBP.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2008	01-Jul-09	3Q 2009		4Q 2009		1Q 2010		2Q 2010	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1,39	1,40	1,38	1,43	1,42	1,47	1,40	1,45	1,40	1,45
	USD / JPY	91	96	97	102	100	105	105	110	110	115
	USD / CAD	1,23	1,16	1,10	1,15	1,10	1,15	1,10	1,15	1,10	1,15
	AUD / USD	0,70	0,81	0,80	0,85	0,82	0,87	0,80	0,85	0,80	0,85
	GBP / USD	1,44	1,65	1,61	1,71	1,70	1,81	1,68	1,78	1,68	1,78
	USD / CHF	1,06	1,09	1,07	1,10	1,06	1,09	1,09	1,12	1,09	1,12
EUR Block	EUR / JPY	126	135	136	143	145	152	150	157	157	164
	EUR / GBP	0,97	0,85	0,82	0,87	0,80	0,85	0,80	0,85	0,80	0,85
	EUR / CHF	1,48	1,53	1,50	1,55	1,53	1,58	1,55	1,60	1,55	1,60

Source: BNPP AM as of 1/7/2009



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

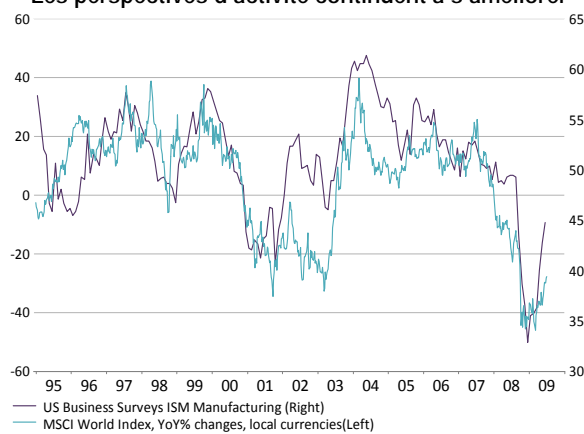
Amélioration des fondamentaux mais les indicateurs techniques sont négatifs à court terme

Raffermissement indéniable du contexte conjoncturel mais les inquiétudes sur la vigueur et la pérennité de la reprise pèsent sur la confiance des investisseurs. Sous l'impulsion de politiques monétaires et fiscales extrêmement accommodantes, les perspectives d'activité continuent de se redresser dans les principaux pays développés et en Asie (Chine en particulier) confirmant que la reprise économique est bien en place. En outre, l'effort conjugué des Banques centrales et des gouvernements a permis d'écartier le risque systémique bancaire et aux Etats-Unis plusieurs banques ont commencé à rembourser le TARP ou sont en négociation pour le faire prochainement. Un autre développement important récent a été l'assurance donnée par les Banques centrales qu'elles ne resserreront pas leur politique monétaire trop tôt, maintenant ainsi des taux directeurs bas pour soutenir l'économie et écartant, pour le moment du moins, la question épineuse de la gestion de la sortie de ces politiques accommodantes et notamment du « quantitative easing ».

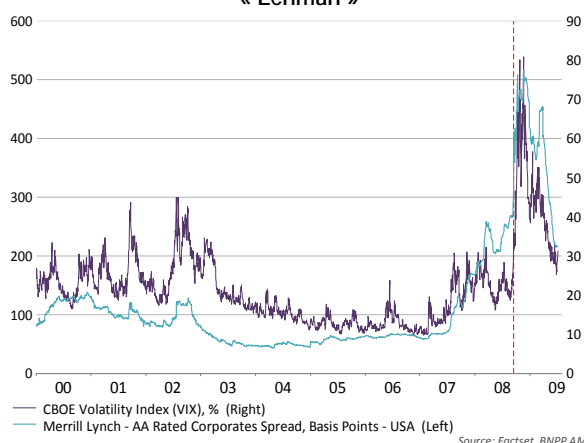
Malgré ces signes encourageants, des points d'ombre demeurent. L'amélioration du marché immobilier américain est encore très timide, le désendettement des ménages est un processus long, le chômage et l'épargne augmentent rapidement, autant de facteurs qui freinent la consommation privée et soulèvent des questions sur la vigueur de la reprise. La volatilité implicite sur les actions a fortement diminué et les spread de crédit de bonne qualité se sont resserrés, pour retrouver tous deux leur niveau d'avant la faillite de Lehman. Mais malgré cette baisse de l'aversion pour le risque, les montants investis en « cash » demeurent extrêmement élevés, message peut-être que les investisseurs de long terme manquent encore de conviction sur la pérennité de la reprise économique.

Le cycle des bénéfices devrait amorcer sa reprise dans les mois qui viennent. La chute des bénéfices dans la récession actuelle a été drastique et similaire à celles observées au cours des récessions précédentes. Les BPA publiés du MSCI World sont aujourd'hui inférieurs d'un peu plus de 30 % à leur tendance de long terme, un point bas à partir duquel on devrait voir un redressement progressif dans les mois qui viennent. En effet, dans la lignée de l'amélioration des indicateurs avancés, les perspectives bénéficiaires se redressent, comme l'indique la hausse du solde net du nombre de révisions des BPA prospectifs. Si les bénéfices devraient amorcer leur reprise à partir du second semestre, les pressions élevées sur les marges, les conditions de financement encore difficiles et la poursuite du désendettement continueront toutefois de peser sur la rentabilité des entreprises.

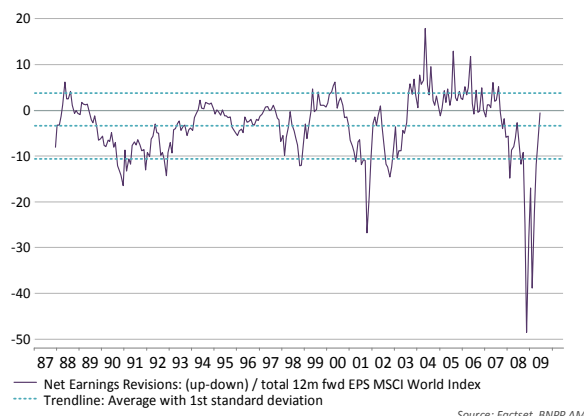
Les perspectives d'activité continuent à s'améliorer



Aversion au risque : retour au niveau d'avant « Lehman »



Fort redressement des révisions de bénéfices



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

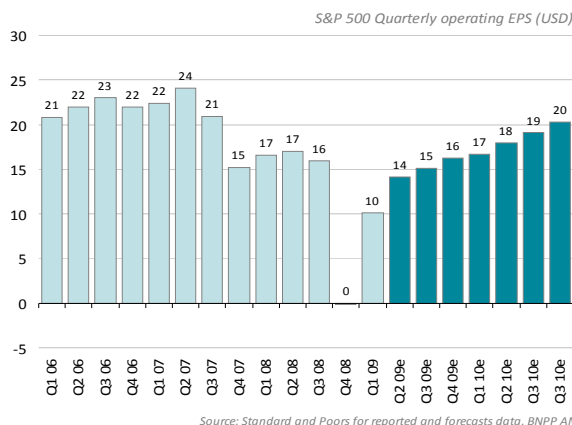
De la macro à la micro : la saison des résultats pour le 2^e trimestre devrait focaliser l'attention des investisseurs à court terme. Cette saison de résultats qui débute tout juste aux Etats-Unis s'annonce donc cruciale pour jauger de l'état de santé des sociétés, dans le secteur non financier notamment. Compte tenu de la faible croissance de la « top line » en période de récession, des surprises positives sur les résultats seront possibles si les entreprises parviennent à continuer à réduire agressivement leurs coûts comme ce fut le cas au 1^{er} trimestre. La poursuite de la montée du chômage et la modération salariale des derniers mois suggèrent qu'un potentiel de surprises positives est possible, bien que très difficile à évaluer. La volatilité des marchés pourrait bien accompagner ces publications au cours des prochaines semaines.

Valorisation raisonnable. Suite au « re-rating » du risque depuis le point bas de début mars, les multiples de valorisation traditionnels se sont mécaniquement dégradés, mais demeurent toutefois à des niveaux tout à fait raisonnables. Les P/E prospectifs ou les ratios P/B se situent ainsi à des niveaux très proches de leurs moyennes historiques. De même, les ratios corrigés du cycle des bénéfices (P/E « Shiller » ou « Graham & Dodd »), s'ils n'ont jamais atteints leurs points bas historiques au cours de cette crise, restent cependant à des niveaux bien inférieurs à ceux de mars 2003. Les valorisations sont donc raisonnables mais le potentiel d'expansion des multiples nous paraît faible dans le contexte actuel d'incertitudes sur les perspectives d'activité et d'inflation.

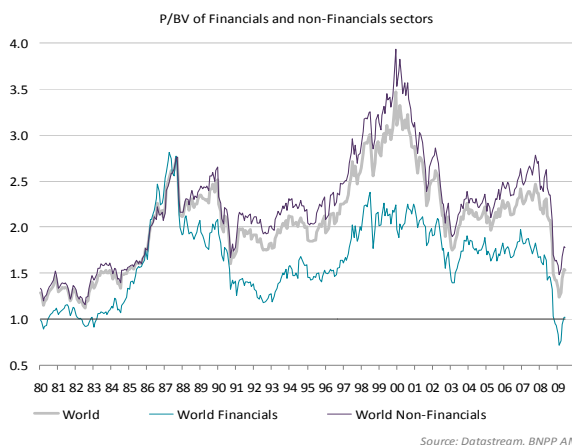
Certains indicateurs techniques de court terme incitent à la prudence sur les marchés actions. Comme le mois passé, les indicateurs de profondeur de marché (« breadth », qui mesure le % de titres ou d'indices boursiers dont le cours est supérieur à leur moyenne mobile) restent en zone de surachat, ce qui négatif. De plus, avec la correction des marchés depuis la mi-juin, de nombreux indices boursiers ont cassé à la baisse leur moyenne mobile à 200 jours et s'approchent de niveaux de résistance importants.

Malgré l'amélioration conjoncturelle et le fait que le risque systémique bancaire soit écarté, les inquiétudes sur la vigueur et la pérennité de la reprise économique et des indicateurs techniques négatifs à court terme nous incitent à maintenir une exposition neutre sur les marchés actions développés.

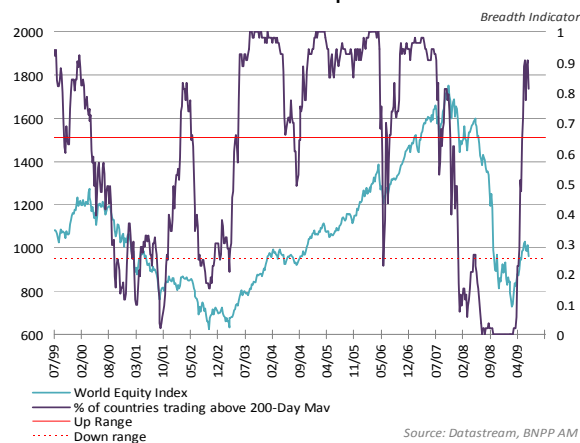
Publication des résultats US : prévisions trimestrielles des analystes en hausse



La valorisation reste raisonnable



Indices boursiers surachetés : prudence à court terme



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

Modifications mineures de nos paris relatifs, à l'exception d'une augmentation de l'exposition au Japon

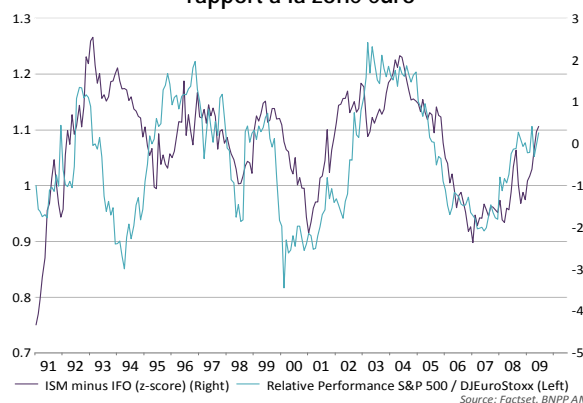
A l'exception de l'adoption d'une plus importante exposition au marché japonais, nous n'avons pas modifié significativement nos préférences relatives ce mois-ci. Les paris positifs sur le **Canada** et, dans une moindre mesure, l'**Australie** sont maintenus mais les inquiétudes sur la qualité de la reprise économique et la correction concomitante du cours des matières premières nous incitent à un peu plus de prudence pour ces deux marchés très exposés aux secteurs de l'énergie et des matériaux de base.

Nous conservons la neutralité sur les **Etats-Unis** en raison d'une valorisation relative peu attractive. Les politiques monétaire et fiscale très agressives, l'avance dans la phase de reprise économique, notamment par rapport à la zone euro, et l'affaiblissement du dollar (favorable aux sociétés exportatrices et aux profits rapatriés) sont en revanche des facteurs de soutien.

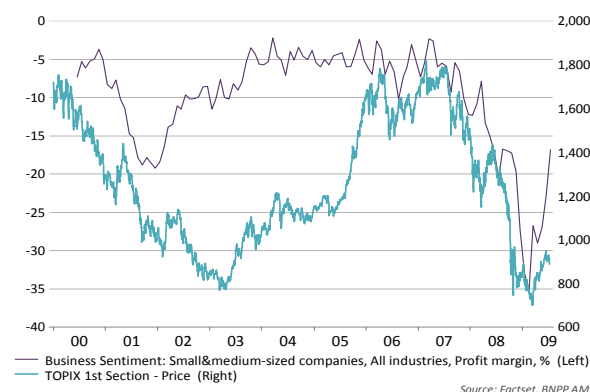
Les **marchés européens** devraient sous-performer et nous conservons notre sous-exposition. Malgré une valorisation relative attractive, la faiblesse de l'économie, des politiques économiques de moindre envergure que dans les autres pays et la vigueur de l'euro devraient pénaliser la zone euro. Le marché suisse quant à lui, très dépendant de ses performances à l'exportation, souffre d'un CHF fort tandis que l'incertitude sur l'avenir de son secteur financier incite à la prudence sur ce compartiment majeur de l'économie et du marché boursier. Si le marché britannique bénéficie d'une valorisation relative attrayante et des signes de reprise économique plus rapide et forte qu'en Europe continentale notamment, l'effet positif de l'affaiblissement du GBP et de la politique monétaire extrêmement accommodante s'amenuise en termes relatifs. Le momentum des prix relatifs est par ailleurs toujours négativement orienté.

Nous augmentons notre exposition au **Japon**, dont le marché très cyclique et exposé aux exportations devrait continuer de bénéficier de la reprise asiatique et de l'affaiblissement du yen. Par ailleurs, si l'économie japonaise connaît une récession sévère, le plan de relance budgétaire permet le redressement de la demande interne et, en conjonction avec l'amélioration conjoncturelle, les perspectives de marges bénéficiaires rebondissent fortement à partir d'un point extrêmement bas. En outre, le niveau de valorisation (en particulier un ratio P/BV proche de 1) constitue un facteur de soutien important. Enfin, le momentum des prix relatifs est devenu positif.

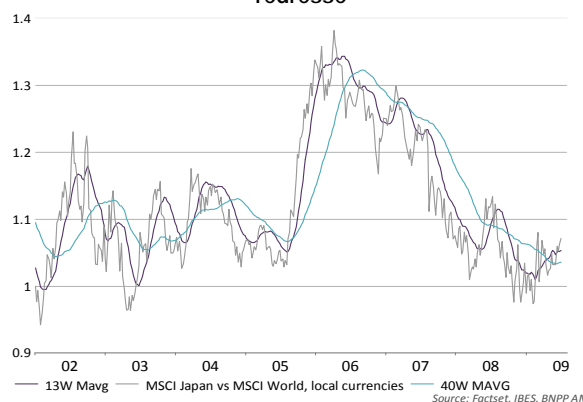
Le décalage cyclique favorise le marché américain par rapport à la zone euro



Japon : fort rebond des perspectives des marges bénéficiaires



Japon: le momentum des prix relatifs se redresse



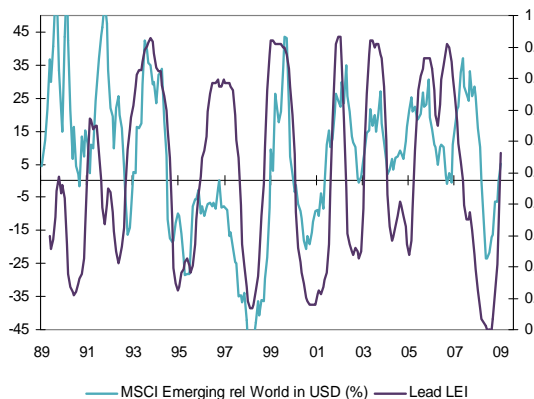
MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

Marchés plus volatiles mais tendance encore intacte

Les indices émergents devraient poursuivre leur phase de consolidation après avoir effleuré les niveaux de résistances établis juste avant la crise financière déclenchée par la faillite de Lehman. Les nouvelles émissions commencent à inonder le marché, créant un surplus d'offres que la demande peine à absorber, surtout que les flux de fonds vers les marchés émergents commencent à se tarir. Certains indicateurs de sentiment comme la profondeur du marché ou les sondages d'opinion auprès des investisseurs sont encore trop optimistes, ce qui plaide également pour une prudence sur les marchés au cours des prochaines semaines sur la base d'une analyse « contrarian ».

Reprise cyclique = poursuite de la surperformance

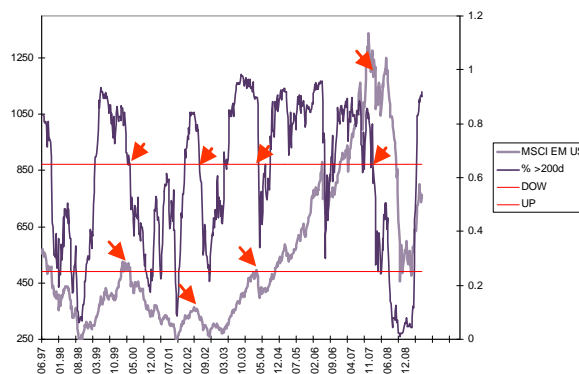


Toutefois, nous estimons improbable un retournement de tendance ou une phase prolongée de sous-performance des marchés émergents par rapport aux marchés développés en raison de la bonne dynamique économique, surtout en Chine et en Inde. De plus, les indicateurs montrent que le cycle de reprise économique est loin de se terminer, tandis que les conditions monétaires et les plans de relances continuent à produire leurs effets bénéfiques sur l'économie. Rappelons que le FMI vient juste de relever les prévisions de croissance pour l'Asie émergente à plus de 5.5% et 7% pour 2009 et 2010, respectivement, alors que l'activité industrielle a recouvré une bonne partie des pertes. La vigueur des ventes de détails et des prêts bancaires suggèrent également une bonne orientation de la demande domestique.

Les multiples de valorisation des marchés émergents sont devenus chers et dépassent la moyenne historique dans de nombreux cas. Mais l'inflation sous-jacente a aussi fortement baissé, réduisant du coup la prime de risque et augmentant l'attrait des actifs risqués. Les révisions nettes des bénéfices sont devenues positives, tirées principalement par les marchés chinois, indiens, coréens et

taiwanais. Les révisions sont moins favorables en Amérique latine et dans les pays de l'Est. Ces deux régions ont bien profité du rebond des prix des matières premières, qui ont été poussés par des éléments très spécifiques comme la reconstitution opportuniste des stocks par les autorités chinoises au cours des premiers mois de l'année.

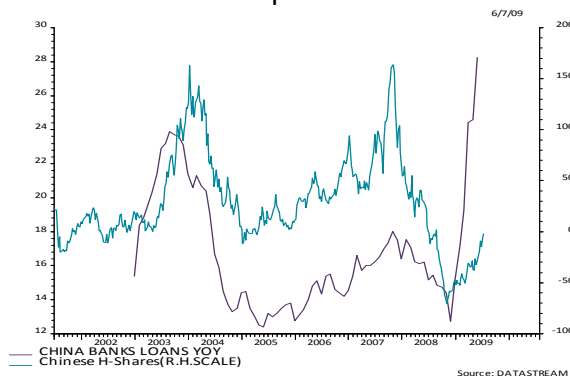
Marchés émergents : pas de retournement imminent



Source: BNP PAM

Les actions chinoises sont clairement surachetées et sont devenues hautement spéculatives. L'écart de l'indice des actions H par rapport à leur tendance des 200 jours atteint les 30%, un niveau très élevé mais pas exceptionnel. Des rumeurs signalent que sur les sept trillions de yuans de nouveaux prêts accordés depuis le début de l'année, 20% ont fini en bourse, causant ainsi une volatilité élevée sur les indices. Les taux d'intérêt très bas et l'énorme niveau de liquidité, notamment par les dépôts et l'épargne, justifient également un arbitrage naturel en faveur des actifs risqués. Cet équilibre ne va pas se modifier prochainement, justifiant la poursuite de la performance mais avec un risque largement supérieur.

Actions chinoises : soutenues par l'économie et la liquidité

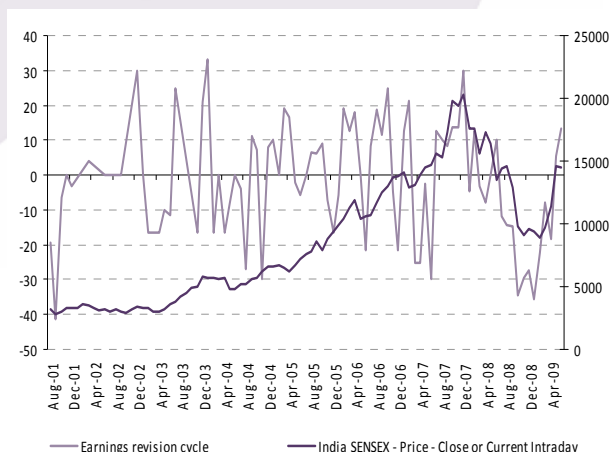


MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

La publication du budget de l'Etat a fortement déçu les investisseurs, accélérant la correction de la **bourse indienne** à plus de 13% depuis le pic de juin, et ramenant la performance de l'indice à seulement 12% depuis les résultats des élections législatives. La solidité de l'économie domestique indienne et les perspectives de réformes sont favorables pour le marché action. De plus, le cycle des révisions des bénéfices est à présent orienté à la hausse. Les flux nets de fonds étrangers vers l'Inde continuent de soutenir le marché et cette tendance devrait se poursuivre compte tenu de la sous-pondération de ce pays dans le portefeuille des gérants de fonds. Cet accroissement de liquidité a poussé les indices vers des niveaux de valorisation élevés, ce qui nous conduit à réduire l'ampleur de notre pari positif sur ce pays.

Inde : le cycle de révision des bénéfices est orienté à la hausse



Relativement à d'autres pays émergents, la reprise de l'économie **brésilienne** devrait être plus rapide et plus stable en raison du poids important de la consommation domestique dans le PIB, d'un système bancaire solide et de l'absence de destruction de richesse durant la crise. Ainsi, le marché action brésilien a affiché une performance de 40% pour les cinq premiers mois de l'année avant de s'essouffler en juin, perdant 9%. En effet, les estimations de croissance bénéficiaire sont désormais relativement moins encourageantes et le marché anticipe que le niveau du taux de la Banque centrale restera élevé. Ainsi, nous passons d'une position légèrement positive à une position neutre sur le Brésil ce mois-ci.

Après une reprise de 64% durant les cinq premiers mois de l'année, le marché **russe** a fortement corrigé au mois de juin car les fondamentaux ne justifiaient pas une telle augmentation de la bourse. En effet, le PIB au premier trimestre s'est contracté de 9,5% y/y. La demande domestique continue de s'affaiblir avec le déclin des investissements et de la consommation privée. Les enquêtes sur l'activité ne montrent pas non plus de signes d'amélioration. Aussi, la croissance bénéficiaire est relativement moins favorable que pour l'ensemble des émergents. Face à ces éléments, nous pensons que la correction du marché va se poursuivre ce mois-ci et recommandons donc une position négative sur les actions russes.

L'économie **sud-africaine** continue d'être rythmée par le ralentissement de l'activité mondiale et la demande domestique souffre d'un fort déclin de la confiance des consommateurs et des entrepreneurs. De plus, l'inflation (7,9% en mai) se situe toujours à un niveau bien supérieur à la cible de la banque centrale et suscite beaucoup d'inquiétudes. Par ailleurs, les mauvaises perspectives concernant les matériaux, représentant 28% du MSCI Afrique du Sud, ne favorisent pas l'expansion de la bourse sud-africaine. Ainsi, nous préconisons une position négative sur ce marché.

Le mois dernier nous avons réduit notre pari négatif sur le **Mexique** en raison de la moindre affectation du pays vis-à-vis de la grippe porcine. Nous conservons la même ampleur pour notre pari négatif sur ce pays. En effet, nous ne notons pas d'amélioration suffisante concernant les fondamentaux ou les valorisations des actions Mexicaines.

STRATEGIES ALTERNATIVES

Matières Premières

Exposition réduite sur les matières premières.

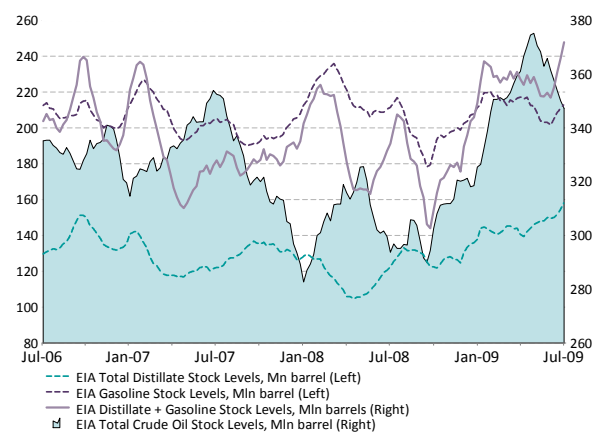
Nous étions, comme beaucoup, prudents face à l'ampleur du rebond **des marchés pétroliers**, et il s'avère que les cours avaient fortement devancé les fondamentaux. En effet, si les stocks de brut poursuivent leur tendance baissière, les inventaires de produits pétroliers eux peinent à montrer des signes de reprise de la demande. Avec la demande pour le kérosène et pour les produits distillés intermédiaires fortement impactée par le ralentissement de l'activité industrielle, les raffineurs comptent sur la demande de carburant, laquelle entame sa période saisonnière favorable en Amérique du Nord. Dans l'attente de signes plus nets d'une amélioration sur ce front, et compte tenu du niveau élevé des prix, nous avons décidé de **retourner à la neutralité**. Nous surveillerons également les développements concernant la mise en place d'une réglementation plus contraignante par la CFTC pour les positions spéculatrices sur les marchés des matières premières.

Le prix de **l'or** a continué d'évoluer sans véritable direction avec une volatilité implicite qui poursuit sa baisse. Dans le contexte d'une demande physique au point mort, à la fois de la part des investisseurs et du secteur joaillier, les cours sont plus le reflet des mouvements du dollar que des facteurs spécifiques à l'or. **Nous réduisons notre surpondération** dans l'attente de signes plus positifs concernant la demande physique.

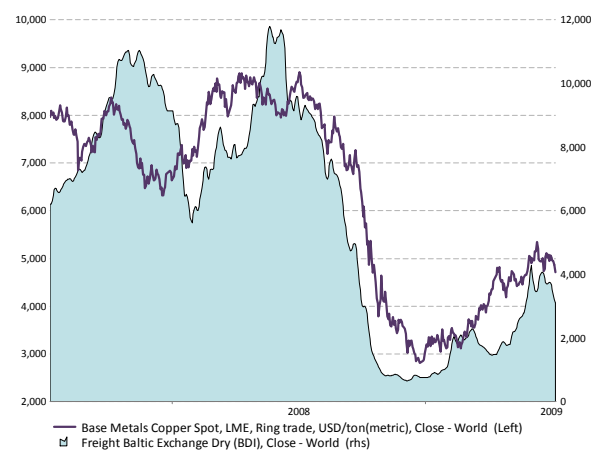
Nous **continuons de rester à l'écart des métaux de base**. En effet, le thème de l'incertitude concernant la demande chinoise reste d'actualité alors qu'on entend des rapports indiquant que le SRB, l'organisme officiel de gestion des réserves, aurait offert au marché 100 000 tonnes de cuivre. D'autre part les indices de fret comme le Baltic Dry montrent des signes de ralentissement dans les échanges de matières premières. Après le fort rebond de ces derniers mois et avec une saisonnalité a priori moins favorable, la correction pourrait se poursuivre.

Nous conservons notre **exposition positive aux matières premières agricoles**. Le marché des céréales et du soja ont connu une chute brutale alors que les spéculateurs ont très fortement réduit leurs positions en raison notamment d'une amélioration des conditions météorologiques et de la publication de statistiques moins favorables que prévu concernant les surfaces agricoles américaines. Les craintes autour de la mise en place d'une régulation plus forte des positions spéculatrices ont aussi pu effrayer certains investisseurs. Toutefois, aux niveaux de cours actuels, les risques (notamment sur des conditions météo défavorables) sont nettement plus forts à la hausse qu'à la baisse.

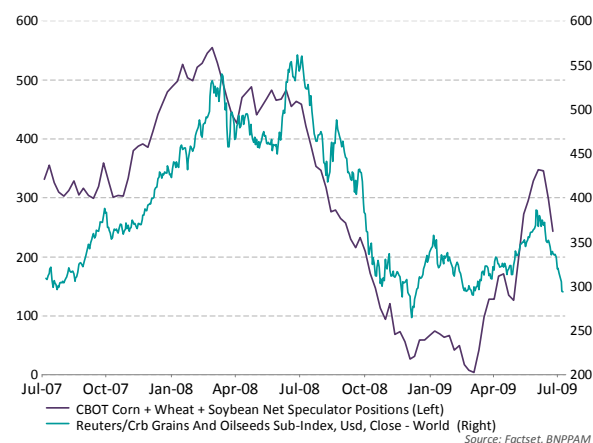
Pétrole : les stocks de produits pétroliers restent élevés



Métaux : les indices de fret ralentissent



Céréales : les spéculateurs ont réduit leurs positions





AVERTISSEMENT

Ce document, émis par BNP Paribas Asset Management (BNPP AM), société de gestion agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en France, n'est produit qu'à titre d'information. Il ne constitue pas et ne fait pas partie d'une offre ou d'une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières.

Les informations et les opinions contenues dans ce document ont été obtenues, entre autres, auprès de sources publiques considérées comme fiables, mais aucune attestation ou garantie, expresse ou tacite, n'est donnée quant à la fiabilité ou au caractère complet de ces informations qui ne doivent pas être exploitées comme telles. Les opinions contenues dans ce document expriment le jugement de BNPP AM au moment indiqué dans le document et sont susceptibles de changer sans avis préalable. Elles ne doivent ni faire autorité ni se substituer au jugement propre des destinataires et ne sont pas censées être l'unique base d'évaluation des stratégies ou instruments présentés dans ce document. Toute référence à des performances passées d'un marché ou d'un instrument ne doit en aucun cas être considérée comme une indication de performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'assume une quelconque responsabilité pour les pertes subies, directement ou indirectement, suite à l'utilisation de tout ou partie de ces informations. Toute société du Groupe BNP Paribas peut, dans le respect de la loi, avoir agi selon ou utilisé les informations contenues dans le présent document, ou dans la recherche ou l'analyse sur lesquelles il est basé, avant leur publication. Ce document est réservé à l'intention de ses destinataires déterminés et ne doit être ni remis ni transmis à d'autres personnes sans l'accord écrit préalable de BNPP AM. En outre, toute traduction, adaptation ou reproduction totale ou partielle de ce document, par quelque procédé et dans quelque pays que ce soit, est interdite sans l'accord écrit préalable de BNPP AM.

