

Comité du 29 juillet 2009

La récession s'atténue

Un scénario économique plus favorable à court terme se met peu à peu en place comme en témoigne la révision à la hausse des perspectives de croissance pour 2010. Le phénomène est surtout observable pour l'économie américaine où les prévisionnistes privés et la Fed se rejoignent pour envisager une amélioration de l'activité au second semestre 2009. **Des éléments de stabilisation de l'activité industrielle et, dans une moindre mesure, du marché immobilier commencent en effet à apparaître.** La reprise des économies émergentes a surpris par son dynamisme, particulièrement en Asie, et a encouragé les observateurs à réajuster à la hausse les perspectives pour les prochains trimestres. Les politiques monétaires et fiscales ont été un facteur de soutien très important dans la reprise asiatique et leurs effets devraient se prolonger dans les prochains mois.

Des résultats trimestriels bien perçus

Les résultats des entreprises américaines pour le deuxième trimestre se révèlent meilleurs qu'attendu dans leur ensemble. Même s'ils reposent pour l'essentiel sur des efforts de réduction des coûts plutôt que sur une hausse des chiffres d'affaires et que les commentaires des chefs d'entreprise restent très prudents, **ces chiffres donnent lieu à une révision haussière des perspectives bénéficiaires.** D'autre part, la publication des résultats a été saluée par les investisseurs comme le montre la hausse de 8 % de l'indice MSCI AC World depuis le 3 juillet, date de notre précédent comité.

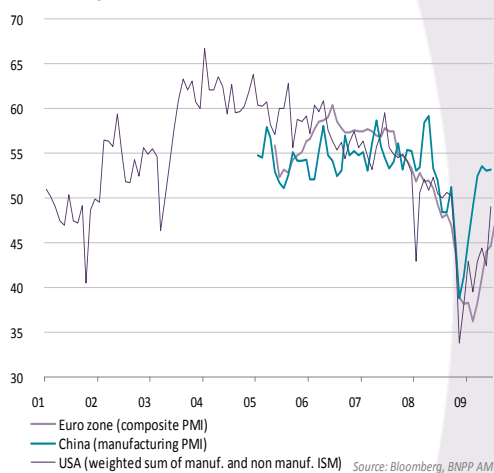
Visibilité accrue sur les actions à court terme

Les éléments macro comme microéconomiques semblent ainsi fournir un environnement un peu plus propice aux actions et au crédit *Investment Grade*. En ce qui concerne les craintes sur les conséquences du retour à des politiques monétaires plus « normales », le discours des Banques centrales commence à s'affiner et Ben Bernanke a paru convaincre de la capacité de la Fed à mener à bien sa stratégie de sortie sans trop de heurts. La « gestion » par les autorités monétaires de la sortie des politiques ultra accommodantes constituait un risque potentiel important et mal identifié (craintes inflationnistes ou, au contraire, coup de frein trop brutal).

L'horizon, à deux ou trois mois, paraît ainsi un peu plus dégagé pour les actifs risqués même si certains marchés commencent à être surachetés et si l'enthousiasme des investisseurs face aux « bonnes nouvelles » pourrait s'éteindre en cas de déceptions par rapport aux attentes de plus en plus positives sur une économie, qui, pour l'instant, continue de se contracter à l'image du PIB américain en baisse de 3,9 % en glissement annuel au 2^e trimestre.

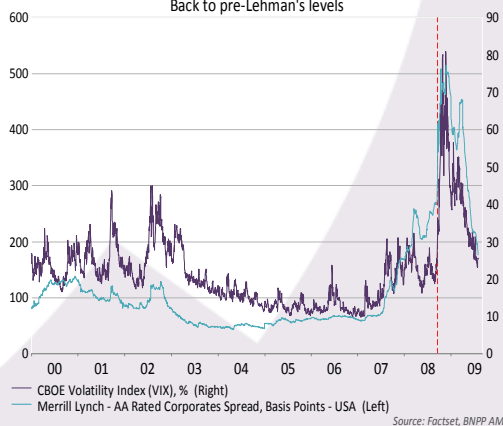
Nous conservons notre biais légèrement positif sur les marchés actions. A plus long terme, certaines inquiétudes vont resurgir. Elles concerneront le rythme de croissance de l'économie mondiale dans les prochaines années, qui risque d'être limité par le processus de désendettement et des politiques fiscales et monétaires moins accommodantes l'an prochain. Nous pensons que cette préoccupation ne sera intégrée que plus tard, peut-être à l'automne ou même à la fin de l'année quand les stratégies pour 2010 seront mises en place.

Les signes de reprise d'activité s'affirment



Net reflux de l'aversion au risque

Back to pre-Lehman's levels



Achevé de rédiger le 31 juillet 2009

Ce numéro de *Stratégie d'Investissement* est allégé. La publication de septembre sera au format habituel.

ALLOCATION D'ACTIFS

La baisse de l'aversion au risque reflète l'amélioration des fondamentaux

Les « stratégies de sortie » à la loupe

Lors de son audition semestrielle devant la commission des finances de la Chambre des représentants le 21 juillet, Ben Bernanke a évoqué les stratégies de sortie de la politique monétaire tout en précisant qu'il est « encore trop tôt pour [la] resserrer ». Le Président de la Fed a assuré qu'il disposait de tous les outils nécessaires et les a passés en revue. Il a en particulier mis l'accent sur la nécessité de contrôler les réserves des banques commerciales (passées d'une dizaine de milliards à l'été 2007 à près de 800 récemment) pour qu'elles n'alimentent pas une bulle du crédit dès que la croissance sera revenue. Le relèvement du taux de rémunération de ces réserves a été évoqué et d'autres options sont envisageables pour réguler les réserves et réduire « en douceur le moment venu » d'autres lignes du bilan. En détaillant les diverses possibilités qui peuvent être mises en œuvre pour resserrer la politique monétaire même avec une taille de bilan importante, il semble avoir convaincu les observateurs que **la Fed est capable de maîtriser les conséquences des mesures prises jusqu'alors.**

Comme la Fed, la BCE paraît résolue à faire comprendre qu'en temps voulu, elle saura mettre en place les outils appropriés. Lors de sa conférence de presse début juillet, Jean-Claude Trichet a précisé que « lorsque l'environnement macroéconomique s'améliorera, le Conseil des gouverneurs fera en sorte que les mesures prises soient rapidement inversées et la liquidité fournie absorbée » sans donner davantage de détails. **La communication sur ce sujet est manifestement en train de prendre une place grandissante.** Le vice-président de la BCE l'a évoqué en fin de mois en soulignant que les craintes inflationnistes liées à une politique économique très accommodante étaient infondées étant donné que la BCE ne tolérerait pas un tel dérapage. Les investisseurs semblent avoir retrouvé confiance dans les autorités monétaires mais il est trop tôt pour dire si ce retour est définitif. Les réactions aux prochaines décisions et commentaires de la Banque d'Angleterre, qui devrait être parmi les premières à sortir de la politique non conventionnelle, apporteront des enseignements cruciaux en la matière.

Actions : neutralité avec un biais de plus en plus positif. Préférence pour les émergents

La saison de publication des résultats du deuxième trimestre, qui bat actuellement son plein, constitue pour le moment un facteur de soutien très important pour les actions. **A mi-parcours, les résultats sont très**

majoritairement supérieurs aux attentes des analystes grâce notamment à la poursuite de réduction importante des coûts. En revanche, les chiffres de ventes demeurent inférieurs à ces attentes, mais les déceptions à leur sujet sont sensiblement moins élevées que pour le premier trimestre. **Dans le secteur financier, les bonnes surprises** découlent majoritairement d'éléments exceptionnels et des activités de marché mais les craintes sur l'évolution du coût du risque continuent de peser, comme en témoignent les commentaires de nombreuses banques. Les perspectives bénéficiaires devraient logiquement continuer à être revues à la hausse, en ligne avec l'amélioration économique mondiale. Dans cet environnement, et malgré leur légère dégradation, **les niveaux de valorisation ne constituent toujours pas un danger** et demeurent neutres à légèrement positifs, notamment grâce à une hausse des anticipations de bénéfices.

La ré-accélération des marchés au cours des dernières semaines a conduit de nombreux indices boursiers dans des zones de sur-achat, impliquant un risque de consolidation à court terme. Néanmoins la poursuite de ce *rally* a également permis de valider le **retournement à la hausse de nombreux indicateurs de tendance longue** comme l'indique l'orientation à nouveau haussière de la moyenne mobile à 200 jours du S&P 500, ce qui n'avait plus été le cas depuis fin 2007. Par ailleurs l'indice phare américain se situe actuellement à un niveau très proche de seuils techniques et psychologiques majeurs dont le franchissement constituerait également un signal positif important. La défiance des investisseurs institutionnels et individuels (toujours peu exposés aux actifs risqués, actions en particulier) est certainement en train de se réduire dans le sillage de ce rebond boursier et de l'amélioration des chiffres économiques, ce qui, pour le moment, alimente le *rally*. Au cours des prochains mois, il faudra toutefois suivre l'évolution des différents indicateurs de sentiment qui, lorsqu'ils traduiront un optimisme élevé pour les marchés actions, présenteront à nouveau un risque, notamment en cas de déceptions sur la reprise économique mondiale, ce qui n'est pas encore le cas.

Dans ce contexte nous continuons de surfer sur la vague d'un momentum toujours haussier avec le maintien de notre exposition neutre à légèrement positive, tout en demeurant très prudents sur les risques de rechute de l'économie au cours des prochains trimestres et des déceptions qui y seraient associées.

ALLOCATION D'ACTIFS

Une bulle émergente ? Nos indicateurs techniques et économiques militent pour **une poursuite de la tendance haussière des bourses émergentes**, après la brève période de consolidation en juin. La valorisation est revenue au niveau de sa tendance historique, mais les solides fondamentaux, l'excellent flux des données économiques et des révisions de bénéfices justifient une poursuite de la hausse des marchés et une expansion des multiples, voire une prime comparée aux marchés développés. La liquidité (taux réels modérés, épargnes élevées et flux de fonds) continue à soutenir les indices même si beaucoup de bonnes nouvelles sont déjà dans les prix et si la « popularité » des marchés émergents est devenue très consensuelle. **Des signes anecdotiques de début de bulle s'accumulent pour certains indices** (succès incroyable des introductions en bourse en Chine, participation élevée des petits investisseurs, record des volumes traités, etc), mais les marchés peuvent rester irrationnels et spéculatifs plus longtemps que ne peuvent supporter nos nerfs. **Nous préconisons donc le maintien d'une surpondération sur les marchés émergents, avec une allocation réactive compte tenu d'une volatilité largement supérieure.**

Obligations : neutralité sur les titres d'état, positif sur le crédit de bonne qualité, prudence sur le High Yield

Les marchés des taux gouvernementaux vont continuer de tourner de plus en plus leur attention vers la forme et la vitesse de la reprise économique, les « stratégies de sortie » des Banques centrales et les risques associés à ces événements. Et si d'un côté la croissance molle pour encore plusieurs trimestres et une utilisation des capacités toujours faible freinent une remontée brutale des taux, les marchés vont devenir d'ici les prochains mois de plus en plus attentifs et nerveux quant au *timing* des premières mesures de politique monétaire visant le retrait, quand les autorités le jugeront opportun, de l'assouplissement monétaire. D'un point de vue technique, la fin probable des achats de titres du Trésor aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, verra la disparition d'acteurs importants du côté de la demande, ce qui ajoutera encore plus d'incertitude. **Nous sommes en train de naviguer à travers cette configuration de marché avec une position neutre**, qui reflète les forces opposées mentionnées plus haut. A plus long terme, le biais devrait devenir négatif.

De son côté, le crédit continue de bénéficier de la baisse de l'aversion au risque des investisseurs. Toutefois, même si le momentum positif se poursuit, la vitesse et la marge supplémentaire d'amélioration du marché du crédit se réduisent progressivement. Elles nous semblent toujours

plus importantes dans l'univers Investment Grade, pour lequel nous maintenons notre surpondération, plutôt que dans les titres High Yield, où nous renouvelons notre message de prudence.

Matières premières : positionnement prudent dans l'attente de valorisations plus attractives

Si les marchés des matières premières ont largement profité de l'euphorie qui a gagné les marchés actions, celles-ci n'en demeurent pas moins des actifs physiques. Ainsi, tandis que les cours du **pétrole** sont tirés à la hausse par le regain d'optimisme général, les statistiques d'évolution des stocks de produits pétroliers US constituent toujours une importante force de rappel, car ils illustrent le fait que l'amélioration des fondamentaux ne devrait se faire que de manière progressive. Ainsi, **pour l'énergie comme pour les métaux de base, les niveaux de cours actuels appellent à la prudence, dans l'attente d'un meilleur point d'entrée.** **L'or** reste un actif à privilégier, mais le potentiel de hausse restera probablement limité tant que la demande joaillière ne montrera pas de signes de rétablissement. Les **céréales** ont fortement souffert de la récente amélioration des conditions météorologiques et devraient bénéficier d'un retour de l'appétit pour le risque ainsi que fondamentaux porteurs à long terme.

Devises : stabilisation de l'euro-dollar à court terme

La volatilité sur les devises a reflué au cours du mois, l'indice VXY calculé par JP Morgan retrouvant ses plus bas niveaux depuis septembre 2008 tout comme la volatilité implicite à un mois sur la parité EUR/USD, retombée à 11,5%. Parmi les éléments généralement retenus pour expliquer les mouvements au jour le jour sur le marché des changes, le thème de la propension au risque des investisseurs semble toujours être prépondérant à l'heure actuelle. Dans ce sens, le retour de l'appétit pour le risque pourrait encore se traduire par une certaine désaffection pour le dollar et le yen. Comme nous l'avons déjà évoqué, les pressions (positives et négatives) sur le dollar et sur l'euro continuent à justifier notre hypothèse de **consolidation de l'euro-dollar pour les prochains mois.**





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.

