

## Comité du 4 septembre 2009

### Un bel été

Les perspectives d'une reprise de l'activité au second semestre de cette année se sont affirmées au fil des semaines, contribuant à la hausse des actions qui ont également bénéficié de bonnes surprises sur les résultats des entreprises. **Le pire semble bien être passé mais tout n'est pas réglé**, aussi bien du point de vue macroéconomique, car la croissance va rester durablement basse, qu'en ce qui concerne les aspects microéconomiques avec des déceptions probables sur les ventes.

**Toutefois, la dynamique actuelle est positive.** Les prévisionnistes privés, les Banques centrales et institutions internationales ont revu à la hausse leurs prévisions de croissance du PIB un peu partout dans le monde. Les analystes financiers ont pris en compte les publications du 2<sup>e</sup> trimestre et fortement révisé les perspectives bénéficiaires des entreprises.

### Les Banques centrales toujours prudentes

Le discours des Banques centrales est volontairement prudent et les responsables soulignent les incertitudes qui demeurent. Cette attitude pourrait avoir deux effets positifs : éviter de trop fortes déceptions sur les données économiques au moment où l'activité va revenir vers une phase de croisière après le vif rebond manufacturier et surtout **rassurer quant au maintien des politiques monétaires accommodantes**. C'est bien là le but poursuivi par Ben Bernanke et ses homologues. En ce qui concerne la politique budgétaire, le message est le même. L'OCDE indique ainsi qu'il est « souhaitable que [les pays] élaborent dès à présent des stratégies de sortie et des plans d'assainissement budgétaire crédibles même si la mise en oeuvre de ces plans et stratégies ne doit commencer que plus tard ». La déclaration des ministres des Finances du G20 qui se sont réunis début septembre expose la même idée : « nous continuerons à mettre en place [...] les politiques monétaires et budgétaires expansionnistes [...] jusqu'à ce que la reprise soit assurée ».

### Environnement porteur pour les marchés boursiers à terme

Compte tenu de la dynamique économique mentionnée ci-dessus et de la présence toujours attentive des pouvoirs publics au chevet des économies, **nous n'envisageons pas un nouvel accès de faiblesse marquée de l'activité** mais une stabilisation de la croissance à un niveau inférieur à son potentiel. L'euphorie qui a présidé à l'évolution des marchés actions au cours des derniers mois (+60 % pour le MSCI AC World depuis son point bas de l'année touché début mars) a amené les indicateurs de sentiment vers des niveaux très optimistes qui, même s'ils ne fournissent pas de signal de vente, constituent un facteur de risque de correction à court terme. **La sous-exposition toujours marquée des investisseurs institutionnels devrait permettre de limiter l'ampleur d'une éventuelle correction technique**, et ce d'autant plus que les valorisations ne semblent pas excessives et que le thème des fusions acquisitions reprend de la vigueur. **Nous augmentons légèrement notre biais positif sur les actions.**

ALLOCATION D'ACTIFS.....	2
PERSPECTIVES ECONOMIQUES.....	3
Point de vue .....	3
Zones développées .....	4
Zones développées .....	7
Zones émergentes.....	8
MARCHES OBLIGATAIRES .....	11
Obligations Gouvernementales .....	11
Crédit IG et HY .....	12
MARCHE DES CHANGES.....	13
MARCHES ACTIONS .....	14
Marchés développés .....	14
Marchés émergents.....	18
STRATEGIES ALTERNATIVES .....	20
Matières premières.....	20
AVERTISSEMENT .....	21

Achévé de rédiger le 10 septembre.....



# ALLOCATION D'ACTIFS

## Décisions d'allocation

- Exposition positive légèrement accrue sur les marchés actions, mais avec un allègement tactique du pari sur les émergents après leur très belle performance depuis mars.
- Maintien de la neutralité sur l'obligataire d'Etat, chahuté entre, d'un côté, des taux directeurs extrêmement bas et l'absence de pressions inflationnistes et, de l'autre, la reprise économique et les interrogations sur les « stratégies de sortie ». En relatif, privilégier les obligations européennes.
- Surexposition au crédit IG qui continue de bénéficier de la reprise économique même si le resserrement des *spreads* devrait être moins rapide à partir des niveaux atteints. Sous-pondération du crédit HY qui présente encore des facteurs de risque importants.
- Attentisme sur les matières premières : surexposition sur les moins cycliques (or et agriculture).

## Arbitrage actions développées

- Mise en place de paris relatifs permettant de tirer profit du rebond cyclique mondial avec une surexposition sur l'Europe continentale et le Japon, qui bénéficient par ailleurs de valorisations relatives attractives. Le marché japonais devrait profiter de la forte dynamique haussière des révisions des bénéfices tandis que la

perspective de la mise en place de réformes ambitieuses par le nouveau gouvernement pourrait être favorable à plus long terme.

- Position neutre à légèrement positive sur le marché américain : les politiques monétaire et budgétaire toujours très actives compensent un moindre intérêt pour un marché refuge.
- Réduction des expositions à l'Australie (neutre), au Royaume-Uni (légèrement sous-pondéré) et au Canada (négative) en raison de notre prudence à court terme sur les matières premières cycliques. En Australie, la bonne tenue de la croissance et la sensibilité au dynamisme asiatique se reflètent dans une valorisation relative chère ; la politique monétaire devrait commencer à être resserrée prochainement.

## Arbitrage actions émergentes

- Poursuite de l'allègement de notre position sur les actions chinoises (légèrement positive).
- Préférence pour la Corée (révisions à la hausse des perspectives bénéficiaires et configuration technique porteuse) et la Turquie (valorisation relative attractive et bons fondamentaux économiques).
- Sous-exposition à l'Afrique du Sud : perspectives économiques et bénéficiaires défavorables.

## 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. En raison de changements dans le processus d'optimisation du portefeuille, les comparaisons avec le mois précédent ne sont pas pertinentes ce mois-ci.

### MULTI-ASSET CLASS<sup>1</sup>

	Alpha	sept-09 weights
<b>EQUITIES</b>		
Developed Equities	0.2	0.6%
Emerging Equities	0.2	0.3%
<b>FIXED INCOME</b>		
Government Bonds	0.0	0.0%
Investment Grade	0.1	0.8%
High Yield	-0.1	-0.4%
<b>COMMODITIES</b>		
Brent Oil	0.1	0.1%
Base Metals	-0.2	-0.5%
Gold	0.2	0.4%
Agricultural	0.2	1.0%
Cash Euro	0.0	-2.4%
Module Total		

### EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES<sup>1</sup>

	Alpha	sept-09 weights
US	0.0	0.2%
Canada	-0.3	-1.6%
Euroland	0.2	1.3%
Japan	0.2	0.7%
UK	-0.1	-0.9%
Switzerland	0.1	0.5%
Australia	0.0	-0.1%
Module Total		

### BONDS: COUNTRIES SOVEREIGN<sup>4</sup>

	Alpha	sept-09 weights
US	-0.1	-3.1%
Euroland	0.4	11.2%
Japan	-0.1	-2.9%
UK	0.0	-1.7%
Switzerland	-0.1	-3.4%
Module Total		0.0%

### EQUITIES: EMERGING COUNTRIES<sup>3</sup>

	Alpha	sept-09 weights
Brazil	0.0	0.0%
China	0.0	0.3%
India	0.0	0.0%
South-Korea	0.1	0.7%
Taiwan	-0.1	-0.4%
Russia	-0.1	-0.2%
South Africa	-0.2	-1.5%
Turkey	0.2	1.0%
Module Total		0.0%

### PORTFOLIO STATISTICS

Average Ex-ante Volatility	1.00%
Target Ex-ante Volatility	0.78%
Real Ex-ante Volatility	0.90%

1- Hedged in Euro, 2- MSCI hedged in Euro

3- MSCI local unhedged, 4- JPM GBI hedged in Euro,

5- Forwards to Euro investor



# PERSPECTIVES ECONOMIQUES

## Point de vue

### Reprise économique : faites vos jeux !

Si le concept « d'entrée en récession » mesuré par deux trimestres de contraction du PIB peut se comprendre, celui de « sortie de récession » dès le retour d'une croissance trimestrielle positive est un peu plus sujet à caution. Cette idée a pourtant fait la Une lors de la publication des estimations de croissance du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre en Allemagne (+0,3%), en France (+0,3%) puis au Japon (+0,9%). **Le creux de l'activité a probablement été touché à la mi-2009** mais peut-on se réjouir de renouer avec une croissance faible après un tel effondrement de l'activité ? En d'autres termes, l'idée même de « sortie de récession » ne risque-t-elle pas de conduire à des déceptions, même en l'absence de rechute.

**Les Banques multiplient les déclarations très prudentes** sur la conjoncture économique, sans doute pour tempérer les ardeurs des observateurs face aux signes de reprise et de sortie de crise. La Fed estime ainsi que la situation économique est « en train de se stabiliser » mais souligne les éléments de nature à limiter la consommation privée : « poursuite des pertes d'emplois, croissance très lente du revenu, baisse du patrimoine immobilier, et crédit limité ». Au Royaume Uni, la BoE se trouve confrontée à une récession qu'elle juge « très profonde ». Pour la zone euro, Jean-Claude Trichet met en avant l'incertitude qui persiste, n'excluant pas « une route chaotique ni des signes contradictoires ». Le message est assez clair : **les Banques centrales n'ont pas l'intention de précipiter la remontée des taux directeurs ni de supprimer du jour au lendemain les mesures dites « non conventionnelles »**. Comme la tortue de la fable, elles vont se « hâter avec lenteur ». Ce comportement est bien accepté à l'heure actuelle avec une inflation largement négative dans la plupart des pays développés en raison des effets de base liés au prix de l'énergie mais pourrait être moins bien perçu si les indices de prix – toujours pour des effets mécaniques – repartaient à la hausse. Une telle évolution est tout à fait envisageable : si le baril se maintient autour de son cours actuel jusqu'à la fin de l'année (soit environ 70 dollars), le prix du pétrole sera, en décembre, 75 % plus élevé qu'un an

auparavant, ce qui aura des conséquences notables sur l'inflation, les autres composantes de l'indice étant largement moins volatiles. En d'autres termes, clarifier que l'économie a renoué avec une croissance solide comme commencent à le faire certains gouvernements pourrait conduire les Banques centrales à devoir modifier trop vite et trop brutalement leur politique monétaire. Nous pensons qu'elles résisteront à ces pressions si celles-ci devaient se manifester.

**Des investisseurs un peu moins enthousiastes face aux données économiques.** Après être repassé au-dessus de zéro en avril dernier et avoir fortement augmenté jusqu'à la mi-juin, l'indicateur mesurant le nombre net de surprises positives par rapport au consensus de marché sur les données économiques s'est mis à plafonner au cours de l'été. Il demeure toutefois largement positif même si les nouvelles ont pu paraître un peu plus mitigées par rapport à ce qui s'est produit au printemps, lorsque éclosaient les fameuses « premières pousses ». L'analyse faite alors reste valable à savoir que la situation a arrêté de se dégrader. La situation est objectivement meilleure puisque **les données continuent pour la plupart à s'améliorer, en particulier en ce qui concerne l'industrie et l'immobilier américain** mais, tout récemment, les investisseurs ont eu tendance à un peu moins réagir aux nouvelles favorables.

Ce climat, s'il devait se prolonger, risque d'induire une nouvelle vague de pessimisme et d'inquiétude, qui sera facilement renforcée par des facteurs exogènes (pandémie de grippe A par exemple). L'économie mondiale reste fragile et nous sommes convaincus que la croissance va se maintenir sous son potentiel pour encore quelques trimestres. **Nous ne pensons pas pour autant que cette reprise va se faner** mais si une nouvelle « déprime » survenait sur les marchés financiers (baisse des actions, élargissement des *spreads*, volatilité des devises...), elle remettrait en cause les récentes prévisions économiques. Dans ce contexte délicat, **avoir reconduit l'équilibrisme Ben Bernanke à la tête de la Fed est une bonne idée.**

### Consensus Forecasts: Growth & Inflation

28/08/2009 M= Mean; H=High; L=Low	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	M	H	L	-1M			
<b>Developed Economies</b>																							
USA	0.4	-2.6	-2.3	-3.1	[-2.6]	2.3	3.9	0.3	[2.1]	3.8	-0.5	-0.3	-0.9	[-0.6]	1.8	3.5	0.9	[1.8]					
Canada	0.5	-2.3	-1.8	-3.0	[-2.3]	2.2	2.9	1.4	[2.1]	2.4	0.5	0.8	0.2	[0.4]	1.8	2.6	1.3	[1.8]					
Euro zone	0.6	-4.3	-3.6	-4.7	[-4.4]	0.6	2.3	-0.7	[0.4]	3.3	0.3	0.5	0.0	[0.4]	1.2	1.7	0.7	[1.2]					
UK	0.7	-4.3	-3.2	-4.8	[-4.0]	0.9	2.0	-0.8	[0.8]	3.6	1.8	2.5	0.9	[1.8]	1.7	3.3	0.5	[1.8]					
Switzerland	1.6	-2.5	-1.4	-3.5	[-2.5]	0.3	1.9	-0.8	[0.3]	2.4	-0.4	0.2	-0.6	[-0.5]	0.7	1.6	-0.1	[0.6]					
Japan	-0.7	-6.1	-5.4	-7.0	[-6.2]	1.3	3.5	0.3	[1.4]	1.4	-1.2	-0.8	-1.6	[-1.2]	-0.6	0.0	-1.2	[-0.6]					
Australia	2.1	0.3	0.8	-0.4	[-0.1]	1.8	3.0	0.8	[1.5]	4.4	1.7	2.0	1.4	[1.7]	2.2	2.9	1.5	[2.2]					

Source: Consensus Forecasts as of 10/08/2009



# PERSPECTIVES ECONOMIQUES

## Zones développées

### L'économie mondiale va mieux mais reste convalescente

A l'occasion de l'évaluation intérimaire des perspectives économiques pour l'Europe, les Etats-Unis et le Japon, l'OCDE a indiqué que ses modèles de prévision à court terme laissaient « augurer une reprise plus précoce qu'on ne l'imaginait il y a quelques mois ». L'organisation souligne toutefois que « la cadence de la reprise devrait rester modeste pendant encore quelques temps ». Ce discours est tenu à l'heure actuelle par toutes les institutions nationales ou internationales qui reconnaissent l'amélioration mais restent prudentes sur la suite.

### L'industrie américaine renoue avec la croissance.

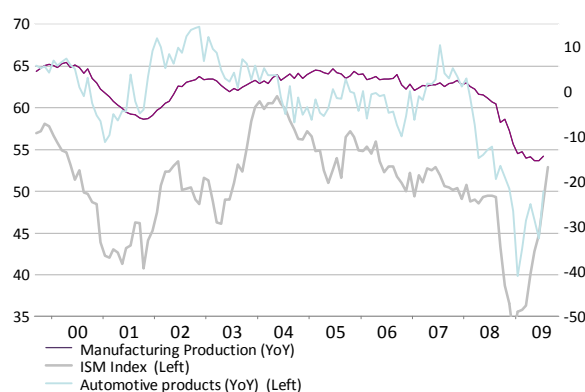
L'enquête ISM dans le secteur manufacturier publiée le 1<sup>er</sup> septembre marque le retour à l'expansion dans ce secteur avec un indice repassé au-dessus de 50 pour la première fois depuis janvier 2008. Les composantes de l'indice sont favorables, avec notamment une poursuite de la hausse des commandes et de l'emploi. Le niveau atteint en août (52,9 %) correspond historiquement à une croissance du PIB de 3,7 % en rythme annualisé. Au 2<sup>e</sup> trimestre, la PIB s'est contracté de 1 %.

**La consommation encore fragile.** Le programme de prime à la casse surnommé « Cash-for-Clunkers » (soit « du fric pour des épaves ») n'est encore que peu visible dans les ventes au détail ou les dépenses privées de juillet car les achats (690 000 véhicules pour une subvention de 3 milliards de dollars) ont eu lieu en août pour l'essentiel. Les constructeurs automobiles ont déjà indiqué que le succès de ces mesures a permis de rouvrir certaines usines et de limiter ainsi le recours au chômage technique. La production automobile a de fait nettement progressé, passant d'un point bas à moins de 4 millions de véhicules (rythme annualisé) en juin à 5,7 en juillet. Comme les programmes équivalents mis en place en Europe, l'effet sur la croissance sera temporaire mais le regain de confiance induit pourrait être plus durable. Après une contraction de 1 % (en termes réels et en rythme annualisé) au 2<sup>e</sup> trimestre, la consommation privée s'est modestement reprise en juillet (+0,2 %) et pourrait continuer à progresser.

**La Fed volontairement prudente.** En août, l'objectif des fonds fédéraux américains a été maintenu dans l'intervalle 0 % à 0,25 % en vigueur depuis décembre et la Fed a répété que « les conditions économiques vont probablement justifier le maintien de taux exceptionnellement bas pour une période prolongée ». Elle a annoncé, conjointement avec le Trésor, qu'elle prolongeait jusqu'à mi-2010 le programme de financement TALF, principalement destiné à faciliter les crédits à la consommation et à l'immobilier commercial. Les achats de titres du Trésor devraient être achevés d'ici fin octobre. L'objectif initial de 300 milliards n'a pas été augmenté et le rythme suivi jusqu'alors (270 milliards depuis mars) devrait quelque peu ralentir, ce qui permettra une transition en douceur. Les minutes de la dernière réunion ont révélé que les membres du FOMC étaient convaincus de l'importance de

« continuer à communiquer sur le fait que la Fed a les outils et la volonté de commencer à retirer les mesures accommodantes de politique monétaire quand il le faudra ». Une partie des débats a d'ailleurs été consacrée à une revue des outils permettant une transition en douceur : « reverse repurchase agreements », c'est-à-dire des mises en pension, qui pourront être étendues à d'autres contreparties que les « primary dealers » ; facilité de dépôt pour réduire les réserves excédentaires ; mesures pour renforcer le lien entre l'objectif des fonds fédéraux et le taux de rémunération des réserves,...

### Etats-Unis : reprise du secteur manufacturier



Source: Factset, BNPP AM

**Bonnes surprises dans la zone euro cet été.** Les enquêtes auprès des directeurs d'achats publiées le 21 août sont venues confirmer les résultats des diverses enquêtes nationales à savoir que l'activité a cessé de se contracter. En effet, l'indice composite PMI a atteint le seuil de 50 après un fort rebond par rapport à juillet où il s'établissait à 47. La tendance suivie par cet indice laisse espérer un retour à la croissance au 3<sup>e</sup> trimestre et ce d'autant plus que des indices présentant un plus long historique (Ifo allemand en hausse depuis cinq mois, enquête dans l'industrie en France) sont également mieux orientés. Selon l'INSEE, les perspectives de la demande (étrangère comme domestique) sont moins dégradées dans l'industrie manufacturière française. Par ailleurs, les comptes nationaux pour le 2<sup>e</sup> trimestre se sont révélés meilleurs qu'attendu et plutôt encourageants pour la suite. En France et en Allemagne en particulier, où le PIB a crû de 0,3 %, le déstockage s'est poursuivi (contribution de -0,6 % en France et de -1,9 % en Allemagne), et la consommation privée a progressé (+0,3 % et +0,7 % respectivement) sous les premiers effets des « primes à la casse » mises en place au printemps. L'investissement continue à se contracter en France mais d'une façon moins marquée (-1 % après -2,6 %) tandis qu'il a augmenté de l'autre côté du Rhin (+0,8 % après -7,7 %) sous l'effet d'une reprise de la construction due à des conditions climatiques favorables.



# PERSPECTIVES ECONOMIQUES

## Zones développées

### L'Europe sort de l'ornière

Les composantes du PIB de la zone euro (-0,1 % après -2,5 %) apportent un message semblable : légère progression de la consommation privée, poursuite du déstockage (contribution de -0,7 % après -0,8 % au 1<sup>er</sup> trimestre), contribution extérieure positive en raison d'une plus forte baisse des importations que des exportations. Par ailleurs, l'investissement des entreprises continue à baisser et les dépenses publiques soutiennent l'activité.

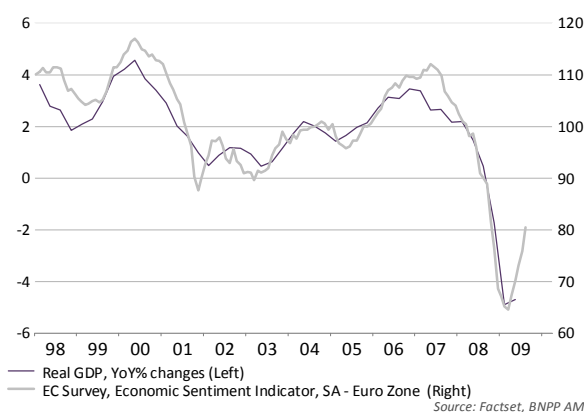
Au-delà du soutien que devrait représenter à court terme la reconstitution des stocks, deux questions se posent quant à la pérennité de la reprise déjà en cours dans les deux principales économies de la zone euro : la demande externe va-t-elle s'améliorer et la consommation pourra-t-elle se maintenir une fois passés les effets directs des mesures de relance ?

**L'amélioration de la conjoncture mondiale devrait aller de pair avec une hausse des exportations européennes**, surtout en provenance de pays spécialisés dans les biens d'équipement. Même s'il est plus élevé qu'au printemps, le niveau actuel de l'euro ne devrait pas pénaliser les exportateurs. Les dépenses des ménages peuvent être limitées par un taux de chômage élevé et les inquiétudes liées à des pertes d'emploi potentielles. A ce titre, les mesures de soutien au marché automobile ont probablement contribué à un décalage des dépenses (effets d'aubaine) plutôt qu'à des dépenses supplémentaires et certains gouvernements s'inquiètent déjà des conséquences de l'arrêt programmé de telles mesures. En relançant l'activité industrielle et en limitant le recours au chômage technique (en particulier chez les sous-traitants), ces mesures ont pu avoir également un impact psychologique sur les agents économiques. Le retour de la confiance est un élément important pour l'évolution du cycle économique. Le traitement social du chômage et un taux d'épargne élevé (15,6 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2009 contre 13,8 % un an auparavant selon Eurostat) protègent traditionnellement l'économie de la zone euro. Malgré ces éléments, le glissement annuel du PIB est tombé à -4,9 % au 1<sup>er</sup> trimestre, pour ce qui devrait être le point bas de ce cycle.

**Les prévisions de la BCE revues à la hausse mais pas changement de politique monétaire en vue.** A l'issue de la réunion du 3 septembre, la BCE n'a pas modifié son principal taux directeur qu'elle juge « approprié » et a annoncé que la prochaine opération de refinancement à 12 mois se ferait à 1 % le 30 septembre. Le BCE a choisi de ne pas utiliser pour l'instant la possibilité qu'elle s'était réservée d'augmenter l'écart avec le refi tout en adoptant un ton assez optimiste sur la situation économique. Jean-Claude Trichet a en effet indiqué que la récession était terminée en répétant toutefois que « les incertitudes restent élevées ». Les prévisions de croissance du PIB ont été revues à la hausse. En 2009, la moyenne annuelle s'établirait à -4,1 % (prévision centrale) contre -4,6 % prévu en

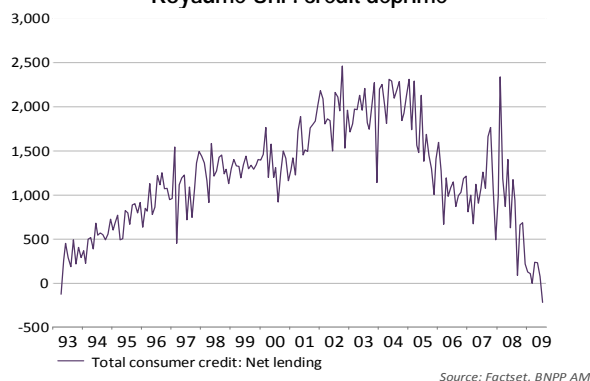
juin. Une légère hausse est à présent attendue pour 2010 (+0,2 %) alors que les économistes de la BCE prévoyaient en juin un recul de 0,3 %. Ces chiffres n'appellent pas pour autant un resserrement monétaire à brève échéance dans la mesure où les attentes sur l'inflation sont modérées (+0,4 % en 2009, +1,2 % en 2010) et où les anticipations de moyen terme sont bien ancrées.

### Zone euro : climat des affaires mieux orienté



**La Banque d'Angleterre se montre toujours très prudente.** A l'issue de sa réunion d'août qui s'est conclue sans surprise par le maintien du taux directeur à 0,5 %, la BoE a annoncé une hausse de 50 milliards de livres de ses achats de Gilts, portant le total à 175 milliards. Mervyn King a insisté sur l'ampleur de la récession et le rapport trimestriel sur l'inflation publié quelques jours plus tard a confirmé cette vision d'une « récession plus profonde qu'on l'avait d'abord estimé ». La BoE prévoit une reprise lente et une inflation modérée (moins de 1 % fin 2009 et moins de 2 % pour les deux années suivantes). Les indicateurs publiés au cours des dernières semaines justifient cette prudence. Dans le secteur manufacturier, l'indice CIPS est repassé sous 50 en août (49,7) alors qu'il avait réussi à franchir ce seuil à la hausse en juillet.

### Royaume-Uni : crédit déprimé



# PERSPECTIVES ECONOMIQUES

## Zones développées

### Le Japon en quête de réformes structurelles

L'économie britannique a néanmoins bénéficié de l'amélioration de la conjoncture mondiale comme le montrent des carnets de commandes qui continuent à se remplir, ce qui devrait amener les entreprises à reprendre la production. Après une contraction de 0,7 % au 2<sup>e</sup> trimestre, le PIB pourrait ainsi recommencer à croître au 3<sup>e</sup> trimestre mais cette progression risque d'être freinée par un crédit aux ménages et aux entreprises toujours très déprimé.

**Le secteur immobilier donne des signes de stabilisation** en ce qui concerne les prix et le nombre de prêts accordés. Ces derniers sont en hausse depuis juin et ont atteint en juillet leur plus haut niveau depuis avril 2008. Cette stabilisation apparaît comme un important facteur de soutien de la demande interne qui restera pénalisée par ailleurs par un taux de chômage au plus haut depuis 1996 et une progression limitée des salaires.

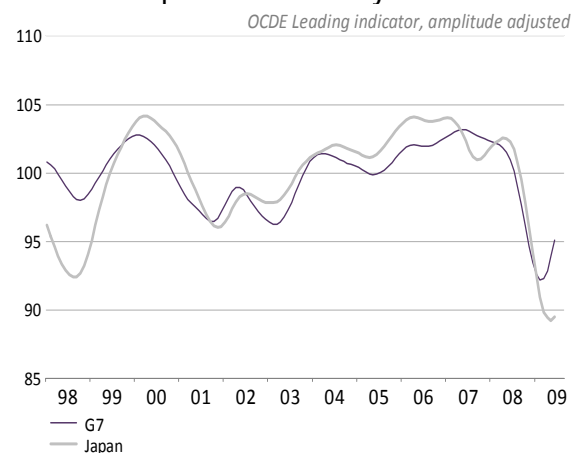
**L'économie suisse profite de la demande mondiale.** La conjoncture suisse est désormais mieux orientée, la forte exposition de son économie à l'international, qui l'avait pénalisée au début de la récession, commence à jouer positivement grâce à la reprise mondiale de l'activité industrielle. Le baromètre conjoncturel KOF de l'activité suisse se redresse depuis quatre mois et n'est plus que très légèrement négatif (-0,04 en août), ce qui indique selon l'institut que « le processus de contraction du PIB pourrait se terminer au début 2010 ». Les données du PIB du 2<sup>e</sup> trimestre (en baisse de 0,3 % seulement, largement moins que les attentes) sont déjà encourageantes avec un redressement de la consommation privée (+0,6 %) et de l'investissement (+1,1 %).

Compte tenu de la relative stabilité de la parité EUR/CHF autour de 1,52 en août, la devise ne devrait pas être un élément décisif lors de la prochaine réunion de politique monétaire de la BNS le 17 septembre. Elle devrait conserver la marge de fluctuation du Libor à 0 % - 0,75 % dans la mesure où le taux se situe début septembre à 0,30 %, proche de l'objectif de la BNS qui est de l'amener progressivement dans la zone inférieure de la marge de fluctuation, soit autour de 0,25%.

**Rebond industriel bien engagé au Japon.** Les comptes nationaux du 2<sup>e</sup> trimestre ont révélé un rebond du PIB (+0,9 % après quatre trimestres de contraction) qui laisse néanmoins le glissement annuel à -6,4 % après un point bas à -8,7 % au 1<sup>e</sup> trimestre. La progression est liée essentiellement au commerce extérieur (rebond des exports et tassement des importations pour une contribution extérieure de +1,3 %) et à une reprise de la consommation (+0,8 % après -1,2 %) résultant des mesures de relance fiscale de court terme *a priori* non reconductibles. De fait, même si le Premier ministre sortant a salué cette croissance trimestrielle permise par « les mesures prises par le gouvernement », l'OCDE considère que le Japon est dans un positionnement cyclique un peu moins favorable (« possible

creux ») que les autres grandes économies pour lesquelles ont été diagnostiqués un « creux » ou même une « reprise ».

### Le Japon en retard sur le cycle mondial



**L'économie japonaise souffre d'importantes surcapacités de production**, qui apparaissent clairement dans des enquêtes auprès des entreprises comme le Tankan et pèsent sur l'investissement productif, et de sureffectifs importants malgré un taux de chômage au plus haut (5,7 % en juillet). Les commandes de biens d'équipement ont progressé en mai et juin, ce qui pourrait se traduire par une légère amélioration des dépenses d'investissement. Les enquêtes conjoncturelles japonaises commencent à marquer le pas (Economy Watchers) alors que les indices des autres grands pays industrialisés flirtent désormais avec les seuils correspondant à une expansion de l'activité (PMI composite à 50 % dans la zone euro, ISM manufacturier à 52,9 aux Etats-Unis en août).

**Les résultats des élections générales ont été conformes aux attentes**, le Parti libéral-démocrate (PLD) emmené par Taro Aso a perdu la majorité à la Chambre basse au profit du Parti démocrate du Japon (PDJ). Le leader de cette formation, Yukio Hatoyama devrait devenir Premier ministre et s'attaquer aux disparités sociales en mettant en œuvre des mesures (à court et à long terme) destinées à soutenir la demande interne et entreprendre une réforme ambitieuse de moralisation de la vie publique.

**La Banque du Japon ne change rien.** Depuis décembre dernier, la BoJ maintient son taux directeur à 0,10 % même si elle considère désormais que « la situation économique a cessé de s'aggraver ». Elle doit pourtant faire face au retour de la déflation (-2,2 % en glissement annuel pour l'indice des prix en juillet ; -0,9 % pour l'indice sous-jacent) et ne durcira vraisemblablement pas sa politique monétaire avant longtemps.



# PERSPECTIVES ECONOMIQUES

## Zones développées

### Thème spécial : point sur le marché immobilier américain

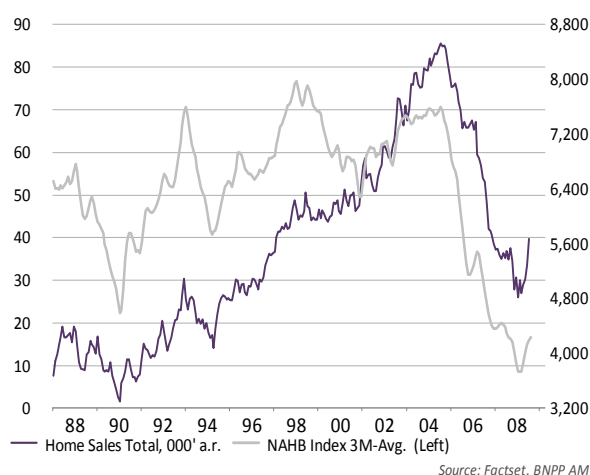
**Sursaut de l'immobilier résidentiel.** Les derniers indicateurs sont venus confirmer l'impression qui se dessinait depuis quelques mois : le marché immobilier a passé son point bas et entame doucement sa reprise. Les graphiques parlent d'eux-mêmes et malgré la hausse des ventes depuis quatre mois (+9,6 % dans le neuf et +7,2 % dans l'ancien en juillet) et celle des mises en chantiers, les niveaux atteints sont bien sûr beaucoup plus bas que ceux observés lors de la bulle. Le total des ventes représente ainsi 5,6 millions d'unités (rythme annualisé) en juillet contre 7,5 millions entre 2002 et 2005 et les ventes liées aux saisies ont représenté 31 % des ventes dans l'ancien (source : National Association of Realtors). La confiance des promoteurs a retrouvé son plus haut niveau en un an mais, à 18 en août, l'indice demeure largement inférieur à sa moyenne de long terme (52 environ).

**Un accompagnement par les pouvoirs publics.** Les mesures d'aide aux primo-accédants (crédit d'impôts de 8 000 dollars en vigueur jusqu'à fin novembre) expliquent une bonne partie du regain d'activité ces derniers mois ; les perspectives pour les six mois à venir sont bien orientées en ligne avec l'amélioration de la conjoncture. Les conditions financières se sont améliorées : au premier semestre, le taux d'accessibilité à la propriété (qui prend en compte le niveau des taux hypothécaire et celui du prix des maisons ramenés au revenu médian) a atteint son plus haut (dix-huit ans d'historique pour les données du NAHB). La politique monétaire va contribuer au maintien de taux bas (le taux dit « conventionnel » à 30 ans oscille autour de 5 % depuis le début de l'année) et la remontée des prix de l'immobilier sera lente, ce qui devrait maintenir l'attrait d'un achat pour les ménages surtout si le crédit d'impôts est prolongé d'un an et étendu à tous comme le souhaitent les constructeurs qui oeuvrent en ce sens auprès du Congrès.

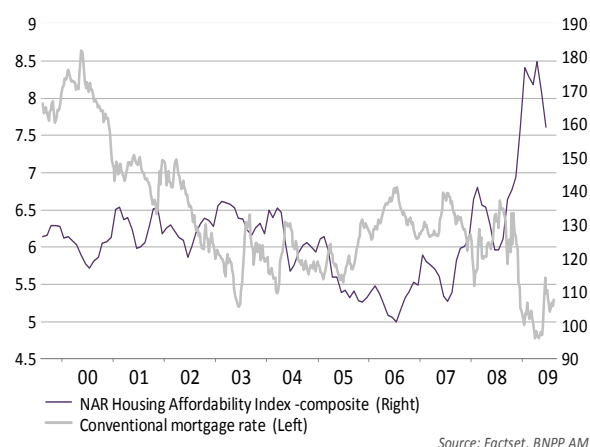
**Des problèmes subsistent toutefois.** Tout d'abord les stocks sont élevés : plus de 4 millions à fin juillet soit 9,4 mois de transactions au rythme actuel contre 5 à 6 mois en temps normal et près d'un an au début de l'année. Les prix continuent à baisser par rapport à l'année précédente, même si là aussi une stabilisation se dessine. L'indice des prix dans les vingt plus grandes villes s'inscrit à -15,4% en juin contre un point bas à -19 % en janvier. Enfin, les difficultés du marché du travail peuvent retarder la reprise de l'immobilier en faisant basculer certains ménages dans le surendettement avec le chômage et en retardant les décisions d'achat de ceux qui craignent de perdre leur emploi.

Enfin, le **marché de l'immobilier commercial** souffre de la conjoncture économique et, même si les effets seront bien moins dévastateurs que sur l'immobilier résidentiel, des défauts de remboursement pourraient survenir et fragiliser le bilan des petites banques américaines, grosses détentrices de ce type de prêts CRE (Commercial Real Estate).

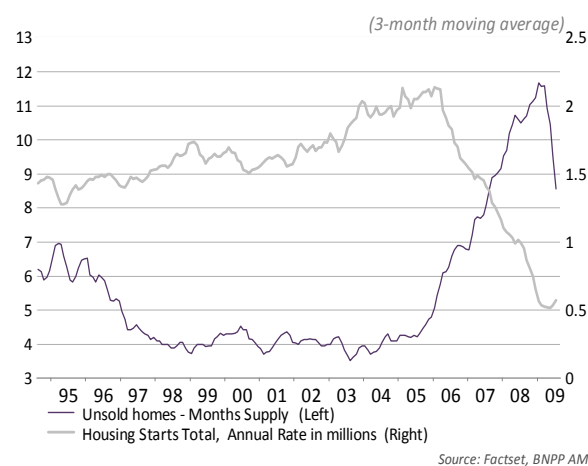
### Etats-Unis : les transactions immobilières reprennent



### Etats-Unis : plus grande accessibilité à la propriété



### Etats-Unis : des stocks toujours élevés



# PERSPECTIVES ECONOMIQUES

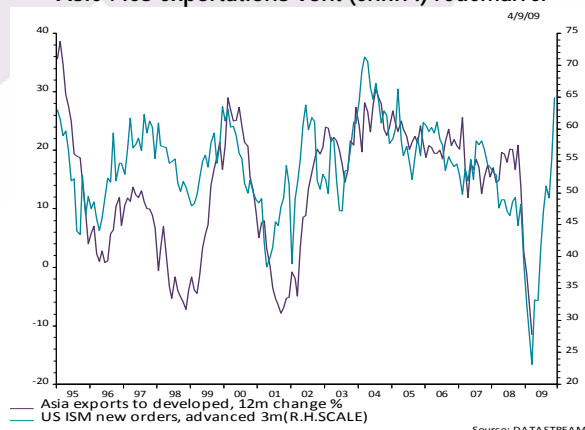
## Zones émergentes

### Economies émergentes toujours dynamiques

L'activité reste toujours dynamique dans les économies émergentes. La production industrielle a bien rebondi, et est même revenue aux niveaux d'avant la crise financière dans le cas de la Corée. La reprise a été principalement alimentée par les composantes domestiques grâce aux plans de relance fiscaux et monétaires. Les indicateurs de confiance des entreprises montrent une poursuite de la reprise, avec une contribution progressive des exportations vers les pays développés. C'est particulièrement le cas de la Chine où les interventions musclées du gouvernement ont permis un retour rapide de la croissance.

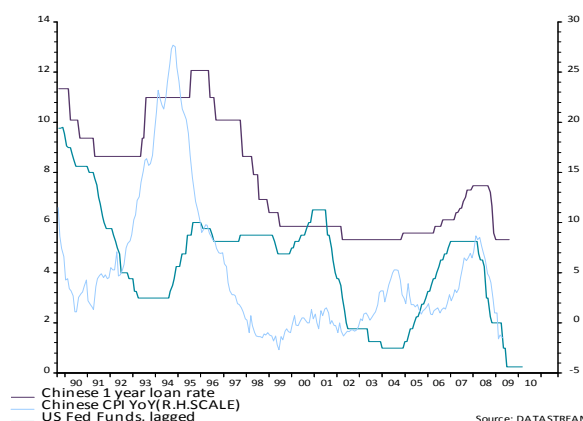
Cependant, le flot de liquidité devrait ralentir—sans se tarir—dans les prochains mois, ce qui affectera la poursuite du cycle de croissance. **A quelques exceptions près, les baisses de taux sont terminées** et le spectre d'une normalisation devient inévitable. C'est déjà le cas d'Israël, et la Corée sera probablement le prochain candidat.

### Asie : les exportations vont (enfin !) redémarrer



L'apparition de poches spéculatives et la chute soudaine du montant des nouveaux prêts ont fait craindre à un resserrement imminent de la politique monétaire **chinoise**. **Nous pensons que le regain de vigilance des autorités relative aux nouvelles conditions de crédits reflète plus une volonté de préserver la qualité des prêts que de casser l'élan de croissance économique.** De plus, une meilleure visibilité sur la reprise ne justifie plus le maintien des mesures exceptionnelles. Rappelons que les prêts ont bondi de plus de 30 % sur une année, alors qu'historiquement 1 ppt de croissance nominale du PIB requiert 1,2 ppt de croissance des prêts. Finalement, un relèvement des taux est prématuré considérant la faiblesse de l'inflation et des taux de la Fed.

### Chine : pas de hausse imminente des taux



Bien évidemment, la transition d'une croissance rapide stimulée par les dépenses publiques à une évolution plus équilibrée relayée par le secteur privé est source d'incertitudes. Ces doutes se traduisent par une volatilité élevée comme le rappelle si bien le crash sur les actions chinoises A en août.

**La vigueur de l'économie chinoise ne sera pas affectée à moyen terme.** Même si les crédits deviennent plus restreints, les huit trillions de yuans de prêts accordés depuis le début de l'année permettent de financer suffisamment de projets de longue durée, dont la réalisation va se répercuter positivement dans les statistiques au cours des prochains trimestres. De plus, les vannes de la liquidité restent grandement ouvertes pour les projets stratégiques tels les transports et l'énergie.

La consommation privée est solidement orientée grâce à de meilleures perspectives de hausses des salaires, de l'emploi et de la confiance. Cela est bien reflété par le rebond des prix immobiliers et la forte progression des ventes au détail et de véhicules. Le total d'unités vendues devrait dépasser 12 millions d'automobiles en 2009, ce qui place la Chine au premier rang devant les Etats-Unis. L'activité des entreprises sera soutenue grâce notamment à des financements plus favorables. Finalement, **l'amélioration de la conjoncture internationale va accélérer les exportations**, comme le confirment la reprise des tarifs des cargos au départ de Shanghai, et les nouvelles commandes à l'exportation.



# PERSPECTIVES ECONOMIQUES

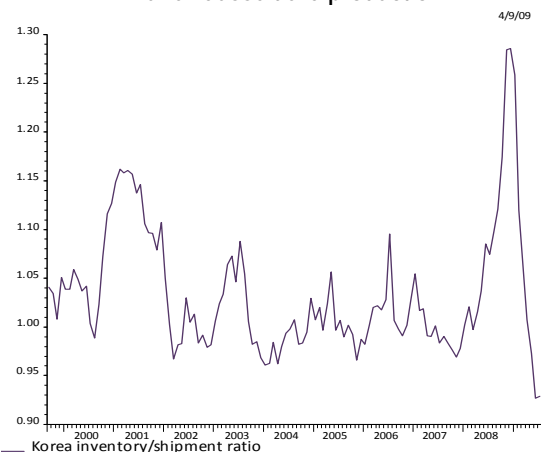
## Zones émergentes

La reprise de l'économie **coréenne** est parmi les plus fortes au sein des pays émergents, à la grande surprise des observateurs. La production industrielle croît pour le septième mois consécutif, tandis que la confiance des entreprises et celle des ménages sont à leurs plus hauts depuis, respectivement, 22 mois et 7 ans. **Le momentum de croissance économique devrait s'accroître au cours des prochains mois** à la faveur de l'environnement externe, notamment de la Chine, qui absorbe le quart des exportations coréennes, et de la reconstitution des stocks.

L'économie **taiwanaise** a touché son point bas en juin, et les indicateurs précurseurs anticipent une reprise de l'activité au cours des prochains mois. C'est le cas de l'industrie des semi-conducteurs où le ratio des nouvelles commandes par rapport aux livraisons laisse espérer une phase d'expansion. Un important rebond du PIB est attendu en 2010, tiré par l'investissement productif et la production industrielle.

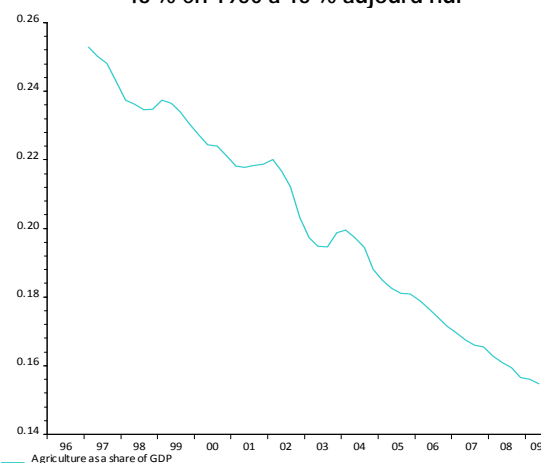
Les derniers chiffres économiques confirment que le point bas de l'activité en **Inde** est déjà passé. En effet, le PIB du 2<sup>e</sup> trimestre 2009 s'est établi à 6,1 % et semble sur les rails pour atteindre un objectif de croissance de 7 % à 8 %. L'économie indienne, principalement menée par l'activité interne, n'a que peu souffert de la baisse de 19 % des exportations comme en témoigne le rebond de 7,8 % de la production industrielle au mois de juin. Les efforts importants des autorités en matière de politique fiscale et monétaire ont porté leurs fruits et ont permis de maintenir le niveau des investissements et de la consommation privée. **Face à cette nette amélioration de la conjoncture et au retour à venir de l'inflation, la RBI devrait commencer à resserrer sa politique monétaire au premier trimestre 2010.** Par ailleurs, le faible niveau des moussons cette année dessine une ombre sur le tableau économique et menace la production agricole. L'impact climatique sur l'activité domestique semble toutefois être surestimé dans la mesure où la contribution du secteur primaire dans la formation du PIB ne cesse de diminuer.

**Corée : la reconstitution des stocks devrait conduire à une hausse de la production**



Source: DATASTREAM

**Inde : la part de l'agriculture dans le PIB a diminué de 48 % en 1950 à 15 % aujourd'hui**



— Agriculture as a share of GDP



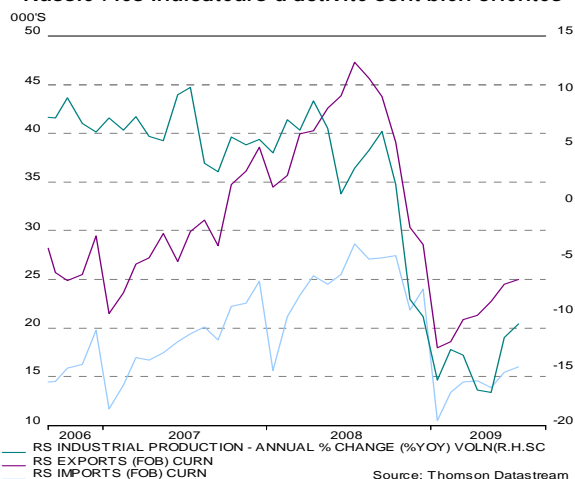
# PERSPECTIVES ECONOMIQUES

## Zones émergentes

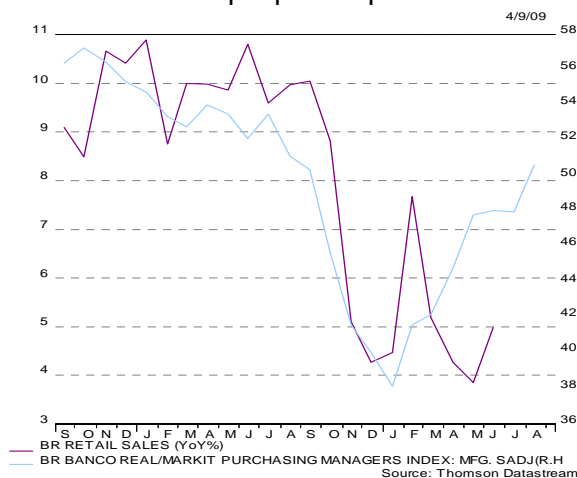
Les performances économiques **russe**s restent médiocres avec une contraction du PIB qui devrait atteindre 10 % pour le premier semestre et une inflation à deux chiffres. Cependant, les perspectives devraient s'améliorer grâce à la remontée des prix du pétrole et à l'embellie de l'environnement économique international. En effet, le déclin de l'activité industrielle ralentit : la production est passée d'une contraction de 16,8 % en avril à 10,85 % en juillet. Les dernières enquêtes sur l'activité confirment cette tendance. Le PMI manufacturier s'établit au mois d'août à 49,6 et le PMI des services a, quant à lui, déjà affiché un solide gain pour atteindre 52,2. Par ailleurs, l'inflation au mois d'août demeure inchangée (11,6 % en glissement annuel) par rapport au mois passé, ce qui laisse les mains libres à la Banque centrale pour poursuivre sa politique monétaire expansive.

Les perspectives économiques **brésiliennes** continuent de s'améliorer. La production industrielle poursuit sa trajectoire vers la reprise en affichant au mois de juillet une hausse de 2 % par rapport au mois précédent mais demeure en territoire négatif en comparaison annuelle. Essentiellement mené par la production et les nouvelles commandes, le PMI du secteur manufacturier est passé en zone d'expansion en août pour la première fois depuis septembre 2008. Le taux de chômage décline continuellement depuis quatre mois pour atteindre 8 % en juillet, ce qui constitue un fort soutien pour la confiance des ménages. En outre, la Banque centrale a confirmé les anticipations du marché par une décision à l'unanimité conduisant à un **arrêt de la politique monétaire expansionniste après une baisse de 500 pb** depuis janvier.

Russie : les indicateurs d'activité sont bien orientés



Brésil : bonnes perspectives pour l'économie



# MARCHES OBLIGATAIRES

## Obligations Gouvernementales

### Des hauts et des bas

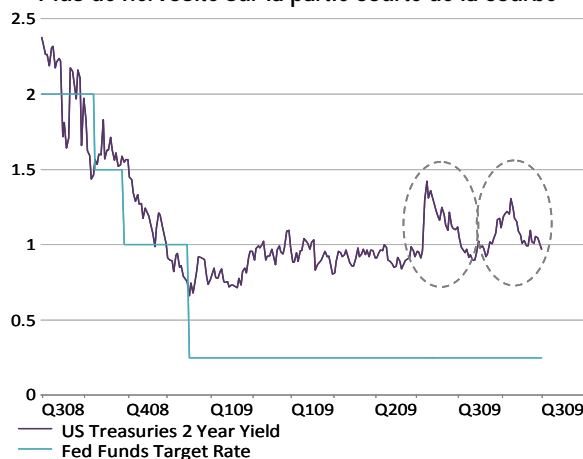
Nous avons été témoins au cours des derniers mois d'une stabilisation puis d'une amélioration des indicateurs économiques, ce qui a ouvert le débat sur les différentes formes de la reprise économique. Cette amélioration a été bénéfique pour les actifs risqués, au détriment des valeurs refuge, typiquement les obligations gouvernementales, les marchés écartant ainsi un scénario catastrophe. Depuis, des hausses et des baisses des rendements se sont alternées. En effet, une certaine perplexité persiste auprès des investisseurs, car si l'amélioration économique à partir de points très bas a été très rapide, la poursuite du mouvement ne se fera pas au même rythme.

Les perspectives économiques restent assez modestes. Le faible emploi et la sous-utilisation importante des capacités sont parmi les facteurs qui suggèrent une croissance et une inflation molles pour encore plusieurs trimestres, ce qui évidemment constitue à terme un frein non négligeable à la hausse des taux. De surcroît, à plus court terme, le momentum reste encore défavorable aux investissements obligataires : les surprises économiques sont orientées à la hausse, et les indicateurs avancés approchent ou même dépassent le seuil considéré « expansionniste ». **Tout cela laisse les taux sans direction avec beaucoup de hauts et bas, ce qui rend difficile une allocation tactique, mais offre des opportunités pour des opérations à court terme.**

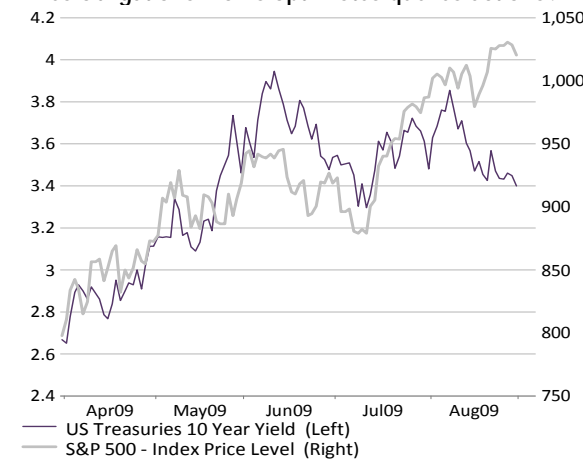
Un dernier élément qui jouera un rôle essentiel pour les évolutions du marché obligataire est constitué par les politiques monétaires, et notamment le passage d'une situation d'assouplissement vers un retrait maîtrisé de la liquidité. Pour l'instant, le message des banquiers centraux vise plus à rassurer les intervenants quant au fait que les conditions monétaires actuelles seront maintenues aussi longtemps que nécessaire. Ils semblent en effet plus préoccupés, notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, par le risque de ne pas faire assez que d'en faire trop. Cela devrait en principe calmer un peu les esprits sur la partie courte de la courbe, mais dans les faits, au moins aux Etats-Unis, on a commencé à voir de plus en plus de nervosité, et il est probable que ce comportement va persister.

Nous maintenons ainsi une position de **neutralité** sur les taux gouvernementaux.

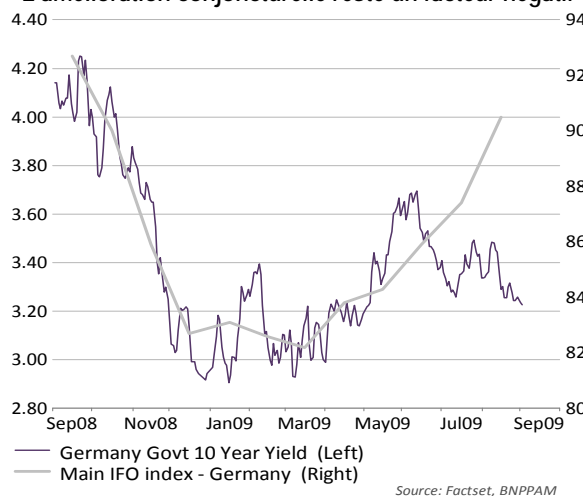
### Plus de nervosité sur la partie courte de la courbe



### Les obligations moins optimistes que les actions?



### L'amélioration conjoncturelle reste un facteur négatif



# MARCHES OBLIGATAIRES

## Crédit IG et HY

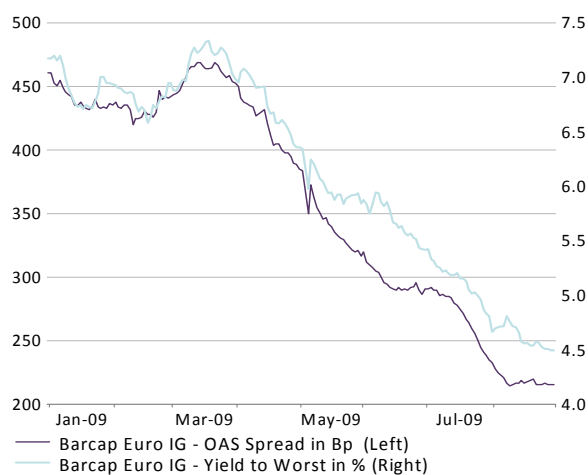
### Soufflons un peu

Cela fait six mois maintenant depuis le point bas touché par les marchés actions. Au cours de cette même période, le crédit a enregistré de très bonnes performances, avec un resserrement des *spreads* très rapide à partir de niveaux historiquement élevés. Un scénario de dépression étant écarté, la baisse des craintes autour du système financier, l'amélioration conjoncturelle et une saison de bénéfices des entreprises meilleure qu'attendu, ont attiré vers le crédit les capitaux d'investisseurs plus ouverts à assumer des risques. Cela a poussé de plus en plus de sociétés à venir sur le marché pour émettre du papier à des conditions toujours plus avantageuses.

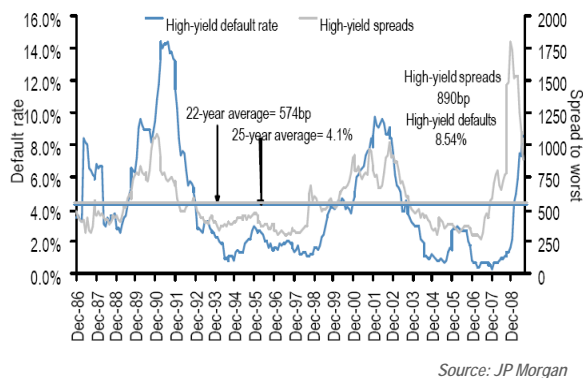
Aujourd'hui, le momentum demeure favorable au crédit **Investment Grade**, mais les gains potentiels à tirer de ce marché deviennent moins « faciles », et dépendront de la forme et de la vitesse de la reprise économique. Etant donné que ladite reprise sera très lente, et non sans risques, un chemin pas si dégagé que ça pourrait se présenter à ce marché. Toutefois, nous trouvons que **les valorisations restent encore attractives**, tandis que les flux dans les fonds soutiennent encore le marché, même s'il ne faut pas oublier que les investisseurs semblent être déjà bien positionnés en terme d'allocation, avec des expositions longues historiquement élevées. Nous maintenons ainsi notre **surpondération** à cette classe d'actifs.

Le momentum économique et les éléments techniques sont un facteur positif pour les obligations **High Yield** aussi. Cela malgré un mois d'août pas trop enthousiasmant, avec une forte baisse dans l'activité sur le marché primaire, des émissions moins bien accueillies sur le secondaire, et des flux dans les fonds plutôt mitigés. Toutefois, ce qui nous rend assez sceptiques sur ce marché, est plutôt à trouver du côté des fondamentaux et des valorisations. Une amélioration conjoncturelle à partir de points très bas n'étant pas équivalente à une situation de forte croissance, **les problèmes auxquels les entreprises, notamment les plus faibles, devront faire face ne disparaissent pas si rapidement** dans un scénario de faible croissance économique et bénéficiaire et de besoins de refinancement importants. Nous renouvelons ainsi notre prudence dans ce marché avec une **légère sous-pondération**.

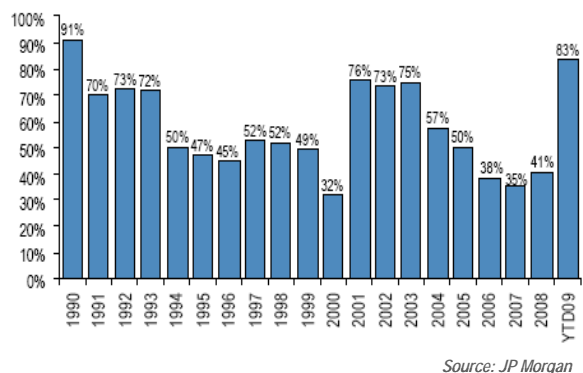
### IG : ralentissement de la compression des spreads



### HY : taux de défauts en hausse, spreads en baisse



### HY : les nouvelles émissions servent principalement à refinancer la dette en échéance



# MARCHE DES CHANGES

## Un automne difficile pour le dollar

Le marché des changes est en voie de normalisation. Après une phase d'appréciation du dollar contre notre univers de devises dans la première partie de l'année, la devise américaine tend à présent à s'affaiblir. En ce qui concerne notre stratégie d'investissement, il nous paraît opportun de continuer à jouer la corrélation entre « normalisation financière », sentiment pour le risque et dollar au second semestre 2009. **Après cette phase, les variables économiques et les fondamentaux retrouveront un rôle moteur pour le marché des changes.**

**Le dollar pourrait continuer à souffrir.** La volatilité implicite à un mois sur la parité EUR/USD s'est encore quelque peu réduite le mois dernier. Les variations de la parité ont été limitées et, à l'exception d'un passage au-dessus de 1,44 dollar début août, l'euro a évolué autour de 1,42 dollar. L'aversion au risque, les pertes d'emplois non agricoles aux Etats-Unis et le scénario sur l'inflation sont les variables à suivre absolument afin de comprendre l'évolution future du dollar. Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, **nous continuons à jouer la forte corrélation entre l'appétit pour le risque et l'euro-dollar jusqu'à la fin de 2009.** En effet, la normalisation des conditions financières pourrait entraîner un regain de propension au risque, ce qui se traduirait par une appréciation de l'euro contre le dollar. En faveur de l'euro jouent aussi les indicateurs récemment publiés qui témoignent d'une situation économique meilleure qu'attendu, notamment en Allemagne, et ont contribué au passage de la parité EUR/USD au-dessus de 1,45 début septembre.

**Quel avenir pour le yen après les élections?** La parité USD/JPY évolue dans un intervalle assez large autour de 96 depuis la mi-juin. Elle s'est inscrite à près de 98 le 7 août, suite à un violent aller-retour du dollar à l'occasion de la publication du rapport sur l'emploi américain. Par la suite,

le yen a eu tendance à se renforcer sous l'effet de la « tax break holiday » de nature à favoriser le rapatriement des dividendes réalisés à l'étranger. Le programme économique présenté par le Parti démocrate du Japon, vainqueur des élections du 30 août, est très axé sur la demande interne et le soutien aux PME, ce qui a amené certains intervenants à conclure que le prochain gouvernement japonais s'opposerait moins à une appréciation du yen. Quoi qu'il en soit, l'économie japonaise reste encore très faible avec un taux de chômage record et des perspectives et des anticipations sur l'inflation encore assez négatives. En outre, au premier semestre 2010, l'attractivité du yen comme devise de référence pour les opérations de portage devrait devenir plus importante que celle du dollar, ce qui pourrait affaiblir quelque peu le yen. **Nous attendons une légère dépréciation du yen par rapport au niveau actuel.**

**Autres devises du G7.** Le dollar australien et le dollar canadien ont continué à bénéficier de la hausse de l'appétit pour le risque et du dynamisme des deux économies. Toutefois, la forte appréciation des devises des pays exportateurs de matières premières pourrait devenir un problème dans le contexte actuel. A ce titre, l'appréciation du CAD commence à être jugée par la Banque centrale comme un facteur de risque car la persistance d'une devise forte pourrait se révéler nuisible pour la compétitivité de l'industrie canadienne qui exporte principalement vers les Etats-Unis.

Selon notre modèle de « fair value », la **livre sterling** est encore sous-évaluée du fait de son récent affaiblissement lié à l'augmentation des mesures de « quantitative easing » par la BoE. De ce fait, **la livre sterling pourrait se commencer à se renforcer dans les prochains mois** sous l'effet de la normalisation financière déjà évoquée, le caractère de devise pro-cyclique du GBP, recommençant à jouer une fois achevé le programme de QE.

## FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2008	04-Sep-09	3Q 2009		4Q 2009		1Q 2010		2Q 2010	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1,39	1,42	1,40	1,45	1,43	1,48	1,40	1,45	1,40	1,45
	USD / JPY	91	93	93	98	95	100	100	105	100	105
	USD / CAD	1,23	1,09	1,08	1,13	1,08	1,13	1,10	1,15	1,10	1,15
	AUD / USD	0,70	0,85	0,83	0,88	0,85	0,90	0,85	0,90	0,85	0,90
	GBP / USD	1,44	1,63	1,64	1,74	1,71	1,82	1,68	1,78	1,68	1,78
	USD / CHF	1,06	1,07	1,05	1,09	1,05	1,09	1,09	1,12	1,09	1,12
EUR Block	EUR / JPY	126	132	133	140	138	146	143	150	143	150
	EUR / GBP	0,97	0,87	0,82	0,87	0,80	0,85	0,80	0,85	0,80	0,85
	EUR / CHF	1,48	1,52	1,50	1,55	1,53	1,58	1,55	1,60	1,55	1,60

Source: BNPP AM as of 4/9/2009



# MARCHES ACTIONS

## Marchés développés

### Accroissement du biais positif pour les prochains mois

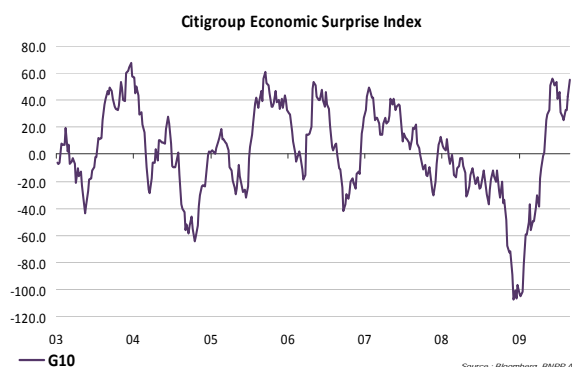
L'euphorie récente pourrait peser à court terme. Néanmoins en dépit des nombreux risques qui pèsent encore sur l'économie et les marchés, nous pensons que les fondamentaux demeurent, pour le moment, encore favorables aux actions alors que l'embellie conjoncturelle devrait se poursuivre encore plusieurs mois. A plus long terme, les craintes de rechute de l'économie et/ou les anticipations liées au *timing* et à la nature des stratégies de sortie de politiques monétaires et fiscales très accommodantes devraient à nouveau peser sur les marchés.

**Contexte macro-économique favorable.** Les publications macro-économiques (chiffres d'activité et enquêtes) et les révisions d'anticipations bénéficiaires, en hausse et très largement supérieures aux attentes, devraient continuer à soutenir le marché encore quelques mois. Le rebond des indicateurs d'activité PMI (ISM aux Etats-Unis) se poursuit depuis le point bas atteint en tout début d'année. Ceux-ci sont en train de repasser au-dessus du seuil de 50 qui définit la limite entre expansion et contraction économique. **L'orientation actuelle des composantes commandes et stocks laisse présager une poursuite de cette amélioration cyclique au cours des prochains mois.** Historiquement, deux tiers des hausses boursières liées au rebond de ces indicateurs avancés se concentrent entre le point bas de l'ISM et le seuil de 50. Ainsi, si le *rally* a été très prononcé depuis le creux de début mars, il existe néanmoins encore un potentiel de hausse des actions en rapport avec cette amélioration cyclique de l'économie.

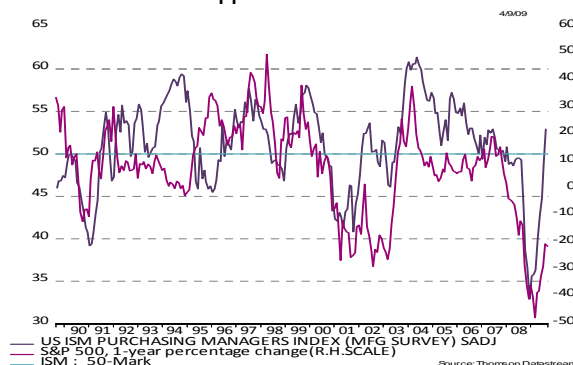
**Résultats des entreprises.** La saison de publication de résultats des entreprises du deuxième trimestre a été riche en surprises positives (même si elles résultaient en partie d'anticipations qui avaient été préalablement fortement revues à la baisse ainsi que de réductions massives des coûts). La conjonction de cet élément avec un momentum de chiffres macro-économiques en très nette amélioration a conduit à **de nombreuses révisions à la hausse des anticipations de progression bénéficiaires.** Si une grande partie de ces révisions a déjà été opérée, ce mouvement devrait toutefois se poursuivre de concert avec l'amélioration cyclique de l'économie mondiale, et donc soutenir les actions.

Un point bas semble d'ailleurs être en passe d'être atteint pour les résultats des entreprises. Toutefois, au-delà d'un effet de base très favorable, les croissances bénéficiaires resteront fortement contraintes en 2010 en raison de pressions élevées sur les marges du fait d'un *pricing power* toujours limité ainsi que de la poursuite du désendettement des entreprises et des particuliers, alors même que le chômage restera élevé et que les stimuli fiscaux se réduiront progressivement, ce qui continuera de peser sur les ventes.

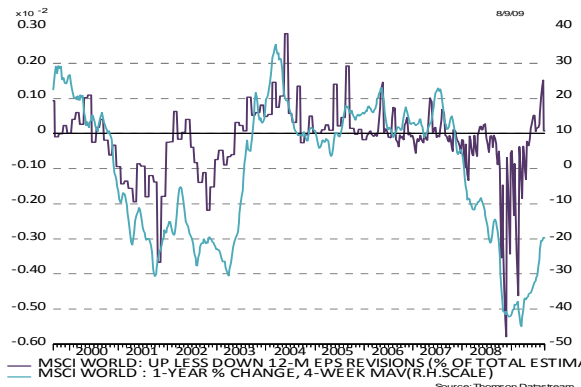
### Pays du G10 : les chiffres macro-économiques surprennent très positivement



### La hausse des indices PMI implique un potentiel de hausse supplémentaire des marchés



### Le « breadth » de révisions bénéficiaires s'est très fortement amélioré au cours des derniers mois



# MARCHES ACTIONS

## Marchés développés

**Des niveaux de valorisation désormais très proches du neutre.** Après le très fort rebond boursier entamé depuis le mois de mars, les niveaux de valorisation des marchés ne constituent plus un facteur de soutien massif pour les marchés. Si les ratios PER basés sur les résultats réalisés ou anticipés pour les douze prochains mois se situent encore légèrement sous leurs niveaux moyens, les ratios ajustés des cycles, comme ceux développés par Shiller ou Graham & Dodd, font état d'une valorisation en ligne avec ses standards historiques de long terme.

Si ces niveaux de valorisation demeurent neutres à marginalement favorables pour les marchés actions, **une forte expansion des multiples nous paraît toutefois limitée dans un contexte d'aversion au risque toujours élevée** et de craintes toujours vives de déflation à court terme et de forte inflation à plus long terme.

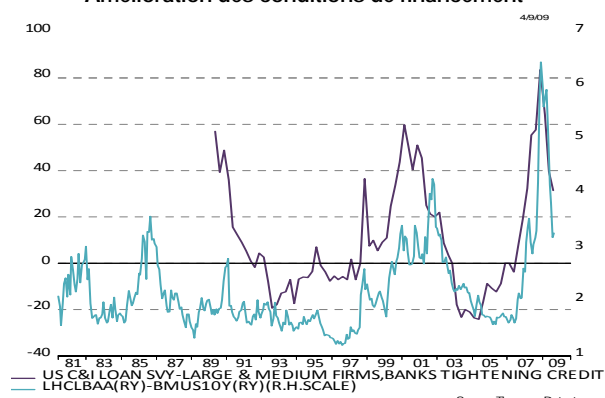
**La crise du financement continue de se résorber** sous l'effet des mesures de soutien gouvernementales et de l'action décisive des Banques centrales. Ainsi, les taux courts, les *spreads* de crédit et les taux du marché interbancaire se trouvent maintenant tous à des niveaux prévalant avant la faillite de Lehman. Ces taux bas et des pentes très fortes des courbes de taux constituent un soutien très important pour les marges et les résultats des banques, ce qui a contribué à assouplir les conditions d'octroi de crédit – même si la demande demeure encore faible – et soutenir l'économie.

**En dépit de cette amélioration, des risques subsistent sur les actifs risqués des banques** en raison de la persistance de taux de défaut élevés des ménages sur les crédits à la consommation et hypothécaires (hausse du chômage) et de la poursuite de la dégradation de l'immobilier commercial. La probabilité de voir les banques procéder à des provisions supplémentaires pour faire face à ces actifs risqués reste donc élevée, d'autant plus que malgré les provisions déjà passés le taux de couverture reste faible, alors même que la pression politique et réglementaire restera très forte pour que les établissements financiers augmentent leurs ratios de solvabilité. Cette épée de Damoclès qui pèse sur les banques implique également un risque pour le financement de l'économie par le secteur privé. Pour le moment, les Banques centrales demeurent extrêmement accommodantes mais le *timing* et la nature des stratégies de sortie de ces politiques monétaires « de crise » constitueront un des facteurs les plus importants qui pourrait effrayer le marché. L'évolution des taux à deux ans, très dépendants des anticipations sur les taux directeurs, constituera donc un élément à surveiller tout particulièrement au cours des prochains mois.

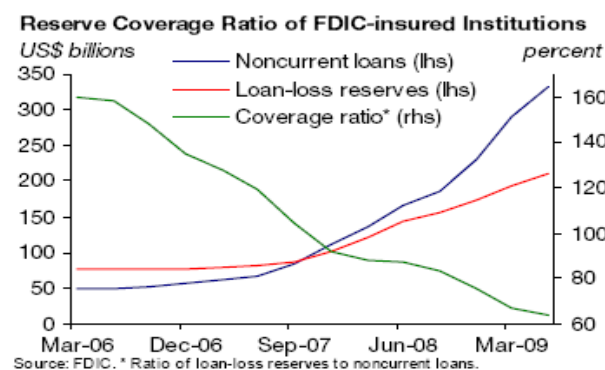
PER prospectif à 12 mois légèrement sous le neutre



Amélioration des conditions de financement



**Etats-Unis : les prêts en « risque » continuent d'augmenter plus rapidement que les provisions pour les couvrir**



# MARCHES ACTIONS

## Marchés développés

**Facteurs techniques.** La baisse récente et marquée de l'aversion au risque, qui a conduit à une situation quasi euphorique, ainsi qu'une saisonnalité défavorable – historiquement le mois de septembre est difficile pour les actions – pourraient peser sur la progression des marchés au cours des prochaines semaines.

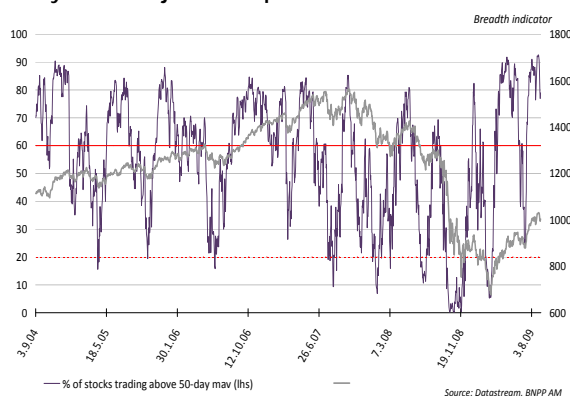
La très faible exposition des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance-vie, fonds de pension...) aux actions constitue toutefois un facteur de soutien très important en cas de baisse. Une remontée massive de l'exposition structurelle aux actions de ces institutions ne peut toutefois pas encore être envisagée pour le moment, l'aversion au risque demeurant encore élevée en termes historiques. Par ailleurs, la proportion de liquidités par rapport à la capitalisation du marché action demeure très élevée en termes historiques, en dépit de la baisse récente de ce ratio. De nombreux investisseurs ont raté le *rally* et disposent ainsi de « réserves » très élevées pour acheter des actions, éventuellement sur un repli temporaire, alors que la rémunération du cash et des emprunts d'Etat reste faible.

Les indicateurs de tendance à long terme délivrent quant à eux un message clairement haussier. Ainsi, l'indicateur Coppock, très pertinent pour indiquer des retournements à la hausse de tendances de long terme, poursuit son rebond entamé à la fin du printemps. La moyenne mobile à 200 jours s'est quant à elle retournée à la hausse à la fin du mois de juillet et n'a cessé de progresser depuis.

### Conclusion

Les publications macroéconomiques (chiffres d'activité et enquêtes) et les révisions d'anticipations bénéficiaires, en hausse et largement supérieures aux attentes, devraient continuer à soutenir le marché encore quelques mois. Au-delà, les risques de rechute de l'économie mondiale – liés notamment à la baisse des stimuli fiscaux – et/ou des anticipations de durcissement des politiques monétaires, constitueront les principaux risques à surveiller pour cette classe d'actifs.

Le % très élevé des titres du S&P 500 au-dessus de leur moyenne à 50 jours indique une situation de sur-achat



Le niveau de *cash* par rapport à la capitalisation boursière demeure impressionnant.



Les indicateurs de tendance à long terme restent orientés à la hausse



# MARCHES ACTIONS

## Marchés développés

### Le rebond cyclique devrait favoriser les marchés européens et japonais

#### Préférence pour l'Europe continentale et le Japon

Dans le contexte de rebond économique, et en particulier du commerce mondial, nous choisissons de privilégier des marchés particulièrement sensibles au cycle global des exportations. Aussi passons-nous à une surexposition sur les marchés de l'Europe continentale, en particulier la zone euro, et augmentons-nous la surpondération du Japon. Ces marchés traditionnellement en compétition sur les marchés d'exportation ne devraient pas être trop pénalisés par la vigueur de leurs devises, la parité euro/yen étant demeurée relativement stable depuis 6 mois.

La **zone euro** bénéficie par ailleurs de **niveaux de valorisation relative particulièrement attractifs** et d'un momentum de performance relative toujours bien orienté. Ces éléments favorables devraient largement compenser des révisions de bénéfices qui restent plus modérées que celles de la moyenne des pays développés. Le **marché japonais** bénéficie quant à lui d'un **momentum de révisions de bénéfices très favorable** et de niveaux de valorisations toujours porteurs en termes relatifs.

#### Nous restons neutres sur les Etats-Unis et le devenons pour le marché australien

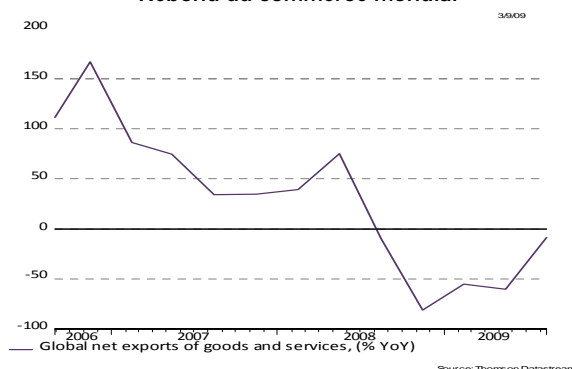
La baisse généralisée de l'aversion au risque est un facteur négatif pour le **marché américain** en termes relatifs. Néanmoins, les niveaux de valorisation relatifs redeviennent neutres, après avoir été très chers, et le momentum de révisions bénéficiaires semble avoir arrêté de se dégrader par rapport aux autres grands marchés développés. Le **marché australien** subit la consolidation des marchés de matières premières et souffre de niveaux de valorisation et d'anticipations de bénéfices beaucoup moins attractifs que ceux des autres marchés développés, alors même que la RBA pourrait remonter ses taux bien avant les autres grandes Banques centrales. La forte exposition de ce marché à la reprise asiatique ainsi qu'un momentum relatif des prix toujours très bien orienté justifient toutefois une exposition neutre pour le moment.

#### Prudence sur le marché canadien, et britannique dans une moindre mesure

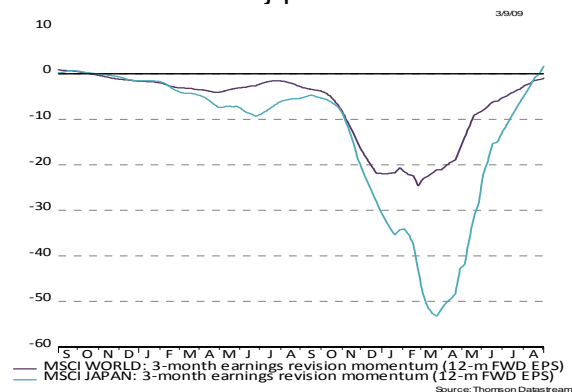
Le **marché canadien**, qui se traite actuellement à des niveaux de valorisation relative défavorables, subit également la consolidation des cours des matières premières et un niveau très élevé de sa devise par rapport au dollar US. Les anticipations de croissance bénéficiaire sont ainsi clairement moins bien orientées que celles des autres marchés développés.

Enfin, le momentum relatif des prix demeure défavorable pour le moment. Enfin, le **marché britannique** dont les niveaux de valorisations sont neutres en termes relatifs subit également la **consolidation des cours des matières premières auxquels il est très exposé**, ce qui pèse sur ses anticipations de progressions bénéficiaires. Par ailleurs sa très faible exposition cyclique constitue un handicap dans la période de rebond conjoncturel actuel.

Rebond du commerce mondial



Révisions bénéficiaires japonaises très bien orientées



Valorisation relative élevée pour le marché canadien



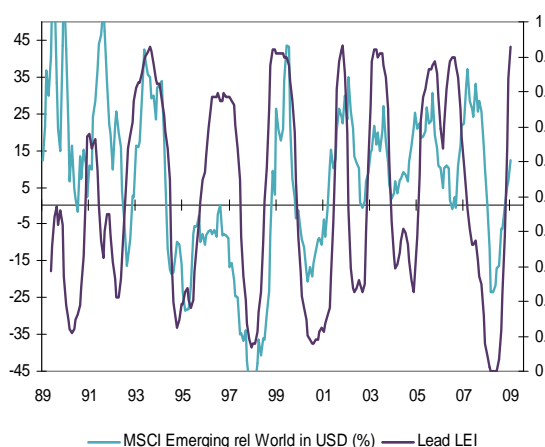
# MARCHES ACTIONS

## Marchés émergents

### Vers une pause dans la surperformance des marchés émergents

Les marchés émergents restent toujours positivement orientés, soutenus par les bonnes perspectives économiques tant structurelles que cycliques. La valorisation est revenue à sa tendance historique, mais n'est pas encore pénalisante. **A court terme, et après un gain de 85 % depuis les bas niveaux de mars 2009, la vigueur de la tendance haussière devrait se ramollir.** Une meilleure visibilité de la conjoncture des pays industrialisés, et la réduction de la prime de risque qui l'accompagne, encouragent les investisseurs à s'intéresser davantage aux marchés développés, ce qui va réduire temporairement l'attrait relatif des bourses émergentes.

Notre modèle des indicateurs précurseurs de l'OCDE (graphique ci-dessous), qui est revenu à ses niveaux extrêmes, suggère aussi une pause dans la surperformance des marchés émergents.

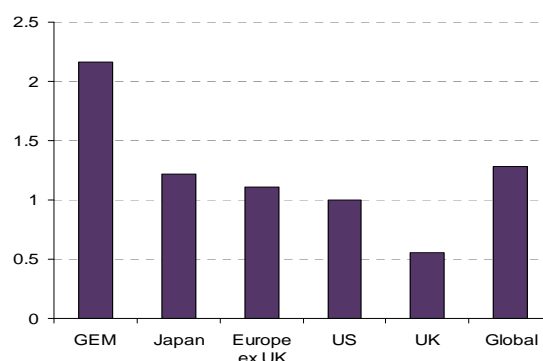


L'évolution relative des taux courts émergents par rapport aux taux directeurs des pays développés est également devenue défavorable.

Les indicateurs de sentiment, comme l'appétit au risque des investisseurs, ont atteint des niveaux excessifs bien supérieurs à ceux des marchés développés.

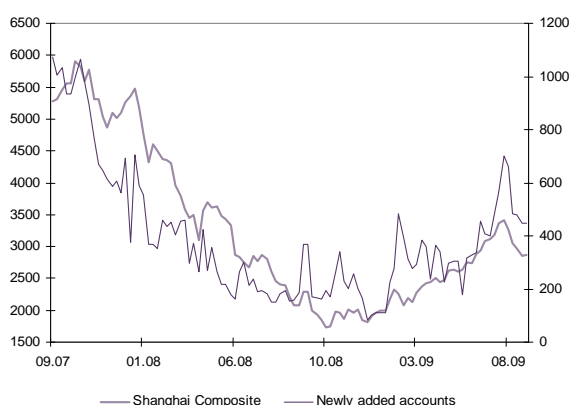
Le ratio des révisions de bénéfices a largement atteint ses records historiques, ce qui fragilise les marchés face à la moindre déception. Finalement, les Chinois ont probablement fini de reconstituer les stocks de matières premières, ce qui va affecter négativement l'évolution des prix, et impacter les bourses sensibles aux matières premières comme le Brésil ou la Russie.

### Appétit pour le risque : les émergents encore trop aimés et achetés (indicateur du Crédit Suisse)



La bulle spéculative sur les actions domestiques **chinoises** (actions A) s'est finalement dégonflée. La violence de la correction a été amplifiée par l'importance des petits spéculateurs dans les bourses de Shanghai et de Shenzhen (plus de 70 % des volumes), alors que les valeurs cotées à Hong Kong ont bien résisté. Cela suggère que **la volatilité sur les actions domestiques résulte plus d'une liquidation des positions spéculatives que d'une réelle détérioration des fondamentaux des entreprises.**

### Euphorie en Chine : la bulle s'est (légèrement) dégonflée



Mais cela ne signifie pas nécessairement un retour à la tendance de base, avec les performances élevées du premier semestre. En effet, la politique monétaire est dans une phase de transition visant à supprimer les surplus de liquidité qui ont permis le **rally** du premier semestre. En l'absence de la liquidité généreuse et efficace des autorités monétaires, les bourses chinoises devraient s'appuyer davantage sur les fondamentaux des entreprises et la croissance des bénéfices.

# MARCHES ACTIONS

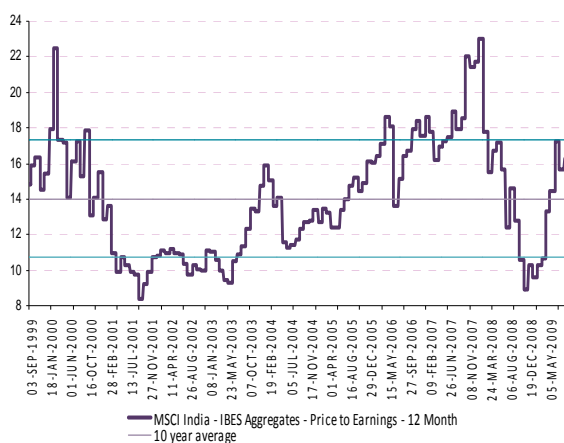
## Marchés émergents

Dans ce contexte, les analystes n'anticipent "qu'une" croissance de 20 % des BPA pour 2010, soutenue par l'amélioration des marges, les effets de levier grâce à des taux d'intérêt faibles et la dépréciation du yuan. **Cela nous motive à réduire notre pari positif sur le marché chinois.**

**Nous relevons l'exposition sur la Corée** compte tenu des bonnes perspectives de croissance économique et du niveau élevé de la confiance des entreprises et des ménages. Les révisions de bénéfices restent très fortes, même si une grande partie est déjà dans les prix. Finalement, le potentiel d'appréciation de la devise offre un atout supplémentaire.

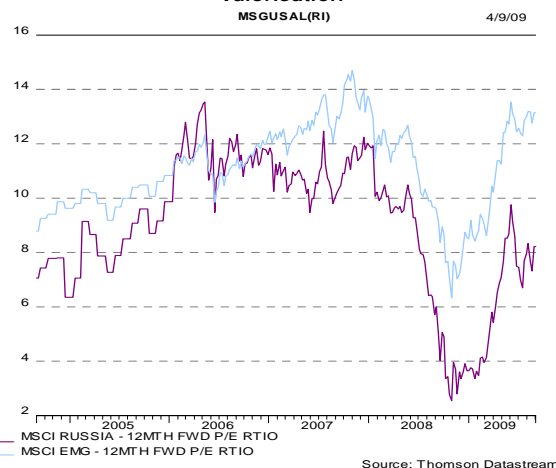
Après avoir évolué dans un intervalle de 15 000 à 16 000 points depuis mi-juillet, le **Sensex** a finalement cassé la ligne de résistance au début du mois de septembre, atteignant son plus haut depuis quinze mois et s'orientant désormais en direction du niveau des 18 000. Cet optimisme est justifié par un flux de bonnes nouvelles économiques offrant des perspectives encore meilleures pour la demande domestique et pour les bénéfices des entreprises. Les flux nets de fonds étrangers vers l'Inde continuent de soutenir le marché et cette tendance devrait se poursuivre compte tenu de l'attrait économique de l'Inde et de sa sous-pondération dans le portefeuille des gérants de fonds. Cependant, des risques à la baisse existent. De même que pour le prix du marché, les multiples de valorisation ont doublé depuis mars, rendant une correction à court terme tout à fait envisageable. De plus, l'évolution des moussons a des effets non négligeables sur les marchés. Enfin, la Banque centrale indienne sera probablement l'une des premières à rompre sa politique monétaire accommodante, ce qui ne devrait pas être favorable au marché action. **En conclusion, nous recommandons la neutralité pour le marché indien.**

Inde : pression sur les valorisations



L'indice action **russe**, RTS, a bondi de 80 % cette année, ce qui constitue l'une des meilleures performances au sein des émergents. En effet, la consolidation du rouble face au dollar et la croissance des prix des matières premières ont permis une belle reprise pour les actions russes. Ces dernières offrent également un bon potentiel grâce la valorisation des bénéfices 2010 qui est échangée avec une décote de 40 % par rapport à ses pairs sur le marché des émergents. On remarque que cette décote est au moins trois fois supérieure à n'importe quel niveau observé durant les huit dernières années. Cependant, étant donné que la conjoncture économique russe est nettement en retard en comparaison avec les autres pays en développement, **nous préférons rester prudent sur ce marché et adopter la neutralité.**

La Russie offre une décote intéressante sur sa valorisation



L'économie **brésilienne** a relativement bien résisté à la morosité mondiale. Les taux d'intérêt au plus bas historique et le rebond du prix des matières premières ont largement contribué à la performance de 54 % du marché action depuis le début de l'année. Cependant, aujourd'hui, il apparaît clairement que la Banque centrale ne poursuivra pas son assouplissement monétaire et les entreprises brésiliennes pourraient pâtir à court terme des réformes gouvernementales concernant les exploitations pétrolières. Ainsi, **nous maintenons notre position neutre sur le Bovespa.**



# STRATEGIES ALTERNATIVES

## Matières premières

### Positionnement attentiste sur les matières premières

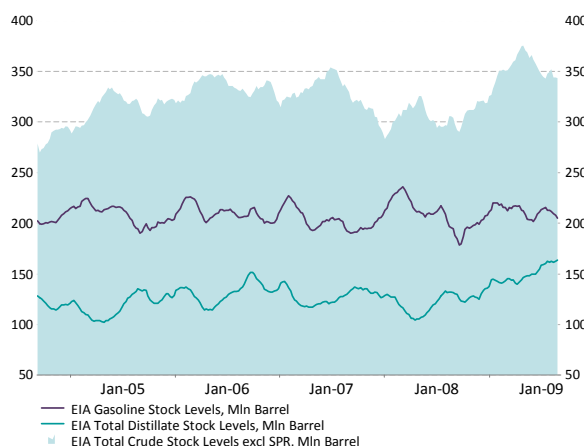
Tandis que des données macroéconomiques meilleures qu'attendu ont permis cet été aux marchés action de rebondir de manière spectaculaire, **les prix du pétrole** sont restés contenus avec notamment une résistance assez forte à la hausse sur les niveaux de 75\$. Cela s'explique par des fondamentaux qui demeurent en demi-teinte. En effet, les stocks de brut et de produits pétroliers restent à des niveaux élevés, toujours une indication que la demande est faible. De plus, on a pu observer que l'offre pétrolière était assez réactive aux niveaux des cours du pétrole. Ainsi, les membres de l'OPEP ont doucement augmenté leur production passant d'un plus bas de 28,1 mb/jour en février à un niveau de 28,7mb/jour cet été. Si l'on peut penser que les producteurs s'efforceront à tout prix d'éviter une forte baisse des cours, le potentiel à la hausse semble également limité à l'heure actuelle. Avec une saison des ouragans qui démarre calmement et des cours du gaz naturel très faibles, nous préférons rester **neutres en attendant un meilleur point d'entrée avant un possible mouvement vers les 80\$ en fin d'année.**

Après avoir évolué sans véritable tendance pendant plusieurs mois, **l'or** a rebondi fortement depuis le début du mois, retournant sur le niveau des 1000\$. Si le mouvement actuel pourrait être de courte durée, **les fondamentaux du marché physique devraient s'améliorer** en cette période de l'année et pourraient ainsi fournir des bases solides pour un mouvement plus important dans les mois qui viennent. **Nous restons surpondérés.**

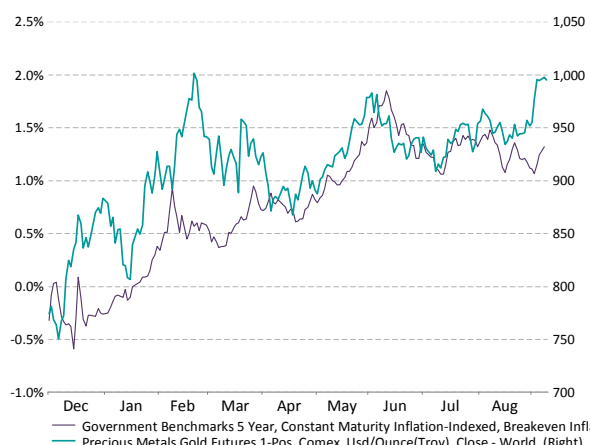
Nous continuons de rester **méfiant vis-à-vis des métaux de base**. En effet, si la demande pour les métaux industriels devrait être à présent soutenue par le restockage du secteur manufacturier et les dépenses d'infrastructures provenant des plans de relance, **la réduction du volume des importations chinoises de métaux pourrait limiter le potentiel à court terme**, notamment pour les métaux dont les niveaux de stock sont importants.

Nous conservons notre **exposition positive aux matières premières agricoles**. Des facteurs domestiques liés au marché US des céréales ont fortement pesé sur les cours pendant cet été. Après le retard sur les dates de plantation, une météo favorable a contribué à ce sentiment négatif. Mais, en raison de ce retard, les conditions météo devront rester bonnes jusqu'en octobre, et les risques de dommages liés au gel sont d'autant plus grands. Avec un dollar faible qui soutient les exportations et une demande liée à la production d'éthanol qui devrait à nouveau être révisée à la hausse, les niveaux de cours actuels semblent offrir un bon potentiel de hausse.

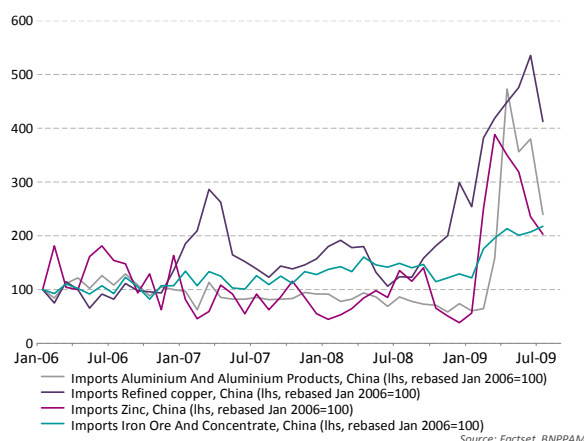
Pétrole : des niveaux de stock toujours élevés



Or : les cours retournent tester les 1000\$



Métaux de base : les importations chinoises en recul



Source: Factset, BNPPAM

# AVERTISSEMENT

*Le présent document est émis par BNP Paribas Asset Management (BNPP AM)\*, membre de BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)\*\*, à titre d'information uniquement. Il ne constitue pas une offre de vente ni une sollicitation d'achat, et ne doit pas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit, ni être considéré comme un conseil d'investissement.*

*L'information et les opinions contenues dans ce document sont basées, entre autres, sur des sources publiques sur lesquelles BNPP AM pense de bonne foi pouvoir se fonder, étant toutefois précisé que BNPP AM ne peut garantir l'exactitude et le caractère exhaustif de cette information. Les opinions exprimées dans ce document constituent le jugement de BNPP AM au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Elles ne doivent pas être considérées comme faisant autorité ni se substituer au jugement personnel du destinataire, et ne sauraient constituer la seule base d'évaluation des stratégies ou des instruments évoqués dans ce document. Les performances passées ne constituent pas un engagement sur les performances futures. Nulle société du groupe BNP Paribas ne saurait être tenue responsable pour toute perte, directe ou indirecte résultant de l'utilisation de tout ou partie de l'information contenue dans le document. Toute société du groupe BNP Paribas peut, dans les limites légales, avoir agi soit sur la base ou utilisé les informations contenues dans le présent document, soit dans les recherches ou analyses sur lesquelles le document est basé avant sa publication. Ce document est réservé à l'usage de ses destinataires et ne peut être transmis ou utilisé par un tiers sans l'accord écrit de BNPP AM. De plus toute traduction, adaptation, reproduction partielle ou totale de ce document, par quelque procédé et quelque pays que ce soit, est interdite sans l'accord écrit de BNPP AM.*

*\* BNPP AM est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en France (numéro d'enregistrement 96-02), constituée sous forme de société par actions/parts simplifiée, au capital de 62 845 552 euros, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832. [www.bnppparibas-am.com](http://www.bnppparibas-am.com).*

*\*\* « BNP Paribas Investment Partners » est la marque globale des services de gestion d'actifs du groupe BNP Paribas. Les entités de gestion d'actifs faisant partie de BNP Paribas Investment Partners et éventuellement citées dans le présent document le sont uniquement à titre d'information, et n'exercent pas nécessairement d'activités dans votre pays. Pour tout complément d'information, veuillez contacter l'entité Partenaire locale.*

