



Stratégie d'investissement

13 septembre 2012


ALLOCATION D'ACTIFS 2
PERSPECTIVES ECONOMIQUES 3

Point de vue 3

Zones développées 4

MARCHÉS OBLIGATAIRES 5

 Obligations Gouvernementales, Crédit
 Investment Grade (IG) et High Yield (HY) 5

MARCHÉ DES CHANGES 6
MARCHÉS ACTIONS 7

Marchés développés 7

Marchés émergents 8

CONTACTS & AVERTISSEMENT 9
Un automne agité plutôt qu'un été indien

En promettant, plus ou moins explicitement et clairement, des actions inédites pour la rentrée, les Banquiers centraux ont réussi à assurer un mois d'août presque serein aux intervenants de marché et un beau début de septembre même si la remontée des actions (plus de 7 % entre le 26 juillet et le 12 septembre pour l'indice MSCI AC World) s'est faite dans de faibles volumes et essentiellement sur les valeurs qui avaient été délaissées auparavant.

Le 26 juillet, le Président de la Banque centrale européenne a déclaré que « la BCE sera prête à tout pour préserver l'euro. Croyez-moi, ce sera suffisant ». Cette formule a comblé les investisseurs, provoquant une détente des taux périphériques et une progression des actions. L'effet s'est prolongé en août, l'annonce en début de mois par la BCE qu'elle fournirait de plus amples détails quelques semaines plus tard sur les achats de titres entretenant les espoirs de la voir sortir son « bazooka » et suscitant de nombreuses rumeurs. Mario Draghi n'a pas déçu les attentes à l'issue du Conseil des gouverneurs du 6 septembre en proposant un cadre clair pour de possibles achats d'obligations gouvernementales par la BCE (voir détails en page 3 de ce document). Cette nouvelle possibilité élimine a priori le risque de liquidité mais ne constitue pas la solution définitive à la crise souveraine européenne qui passe, rappelons-le par une plus grande intégration budgétaire, c'est-à-dire un processus long. Les annonces de la BCE, qui s'ajoutent à la volonté exprimée fin juin par les chefs d'Etat et de gouvernement de dissocier la crise souveraine et la crise bancaire, vont toutefois dans le bon sens parce qu'elles éloignent les risques « extrêmes » sur la zone euro.

Néanmoins, tous les détails ne sont pas encore connus et des risques d'implémentation des décisions subsistent avec en premier lieu l'attitude de l'Espagne qui se trouve en position d'avoir recours à cette nouvelle aide. Par ailleurs, de nombreuses échéances de nature politique se profilent dans la zone euro. Aux Etats-Unis la campagne électorale vient de démarrer, ce qui pourrait entretenir les inquiétudes sur la question budgétaire en 2013. Plus généralement, la croissance économique mondiale marque le pas, n'offrant pas un environnement favorable aux actions.

Dans ce contexte, l'appétit pour les actifs risqués pourrait être fluctuant dans les prochains mois et les actions évolueraient alors sans tendance, dans un « trading range ». Compte tenu du positionnement toujours prudent des investisseurs, le rally pourrait se poursuivre dans un premier temps ce qui nous incite à abandonner notre légère sous-pondération sur les actions développées pour afficher désormais une position neutre. Le crédit nous paraît toujours une bonne solution pour être exposés aux actifs risqués.



ALLOCATION D'ACTIFS

Décisions d'allocation

- Neutralité sur les actions
- Sous-pondération du crédit
- Surpondération de l'or ; prudence sur les matières premières cycliques

Arbitrage actions développées

- Surexposition sur la zone euro au détriment des Etats-Unis

Arbitrage actions émergentes

- Surpondération sur le Brésil et la Corée
- Sous-pondération de l'Inde et de la Chine

Synthèse de nos recommandations

MULTI-ASSET CLASS			EQUITIES DEVELOPED COUNTRIES			EQUITIES EMERGING COUNTRIES		
	Current	Previous		Current	Previous		Current	Previous
EQUITIES			US	=	=	Brazil	+	+
Developed Equities	=	-	Canada	-	-	China	-	+
Emerging Equities	=	=	Euroland	+	=	India	-	-
FIXED INCOME			Japan	-	+	South-Korea	+	=
Government Bonds	=	=	UK	-	-	Taiwan	-	=
Corporate Bonds	+	+	Switzerland	=	=	Russia	=	=
High Yield	+	+	Australia	=	+	South Africa	-	=
COMMODITIES			BONDS COUNTRIES SOVEREIGN			Turkey	-	-
Brent Oil	-	=		Current	Previous			
Base Metals	-	=	US	=	=			
Gold	+	+	Euroland*	=	=			
Agricultural	=	=	Japan	=	=			
CASH			UK	=	=			
	=	=	Switzerland	=	=			

*Bund

Notes: The indications in the tables reflect views not weights, whereby the "+", "-" and "=" signs respectively represent positive, negative and neutral views. Two different types of views are expressed in the tables. Those in the Multi-Asset Class Module are absolute returns views, or more precisely views on excess returns versus cash. Those in the equities and bond modules are relative return views. Here we assess relative excess returns amongst different countries. These views can of course be translated into portfolio weights. Their size will heavily depend on portfolio constraints and the specific risk budgets.

Source : BNPP AM



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

POINT DE VUE

Les Banques centrales seules face au ralentissement économique

Activité économique mondiale morose

L'activité manufacturière a ralenti au cours de l'été, prolongeant ainsi le tassement déjà observé entre le premier et le deuxième trimestre qu'illustre la progression de 0,2 % seulement du PIB de l'OCDE après +0,5 % auparavant. La dégradation est généralisée : l'indice PMI mondial, passé sous 50 en juin, s'établit désormais à 48,1, (au plus bas depuis trente-huit mois). Il est trop tôt pour voir dans ces chiffres le signe avant-coureur d'une récession et ce d'autant plus que le secteur des services résiste mieux (avec un indice PMI à 52,3 en août). Cet élément semble étayer l'hypothèse d'un mini-cycle des stocks (stockage involontaire puis réduction de la production), en lien avec la baisse du commerce mondial au cours de l'été, plutôt que celle d'une fin de cycle. La rapidité du recul de l'indice ISM manufacturier aux Etats-Unis, qui a perdu 3,8 points en juin pour retomber à 49,7 et se stabiliser à ce niveau (49,6 en août), et la hausse du sous-indice des stocks (de 44 en juin à 53 en août) renforcent cette possibilité. A contrario, l'aggravation de la récession dans la zone euro (*cf. infra*) fait peser un risque sur la croissance mondiale. Dans ce contexte, les économistes privés ont eu tendance à revoir à la baisse leurs attentes de croissance pour les grands pays émergents en 2012 (alors que le mouvement avait déjà été fait pour l'essentiel pour les grands pays développés), en particulier pour la Chine où les nouvelles préoccupantes se sont accumulées. Les instances officielles ont également revu à la baisse les perspectives pour l'économie mondiale à 3,5 % pour 2012 et 3,9 % pour 2013 selon le FMI. La révision est modeste mais le diagnostic d'une accélération de la croissance en 2013 est assorti de deux conditions : « les pouvoirs publics prendront des mesures suffisantes pour que la situation financière dans la périphérie de la zone euro s'améliore progressivement et le récent assouplissement de la politique économique dans les pays émergents fera sentir ses effets », ce qui sous-entend que cet assouplissement ne soit pas stoppé voire inversé. Dans son évaluation intermédiaire des perspectives économiques mondiales, l'OCDE a enjoint les responsables européens de « prendre d'autres mesures pour renforcer la confiance dans l'union monétaire ».

Mario Draghi a répondu présent

Ce document est paru le 6 septembre, soit le jour du Conseil des gouverneurs à l'issue duquel le Président de la BCE a apporté d'importantes précisions sur le nouveau programme d'achats de titres publics. Mario Draghi a confirmé que la BCE était disposée, pour assurer la transmission de la politique monétaire, à acheter sur le marché secondaire des titres courts (entre 1 et 3 ans) des pays qui auront fait appel aux mécanismes européens de stabilisation (FESF puis MES) et respecteront les conditions associées à ces prêts (avec éventuellement une participation du FMI). Le nouveau programme d'achats (OMT – Outright Monetary Transactions) se veut plus transparent que le précédent (SMP – Securities Market Programme) et devrait être plus efficace. Les achats se font en effet en contrepartie du respect des programmes de convergence, ce qui est une façon d'associer les gouvernements, et ne sont pas limités contrairement aux moyens d'action du FESF/MES. L'OMT ne constitue pas une monétisation de la dette, que certains observateurs appelaient de leurs vœux, et la BCE tient à le faire savoir. Elle a rappelé qu'elle agit dans le cadre de son mandat de maintien de la stabilité des prix et demeure indépendante dans la conduite de la politique monétaire. Cette décision intervient après une très nette dégradation de la conjoncture économique dans la zone euro, notamment en Allemagne qui semble désormais pâtir des difficultés de ses partenaires. Même si la croissance du PIB allemand est restée solide au deuxième trimestre (+0,3 %), sa composition n'est pas très satisfaisante.

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP YoY %									Inflation YoY %										
	2011		2012				2013				2011		2012				2013			
	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M				
Developed Economies	1.7	2.2	2.5	1.9	[2.1]	2.1	3.2	1.4	[2.3]	3.1	2.0	2.2	1.8	[2.0]	2.0	3.6	0.6	[1.9]		
USA	2.4	2.0	2.2	1.8	[2.1]	2.1	2.4	1.5	[2.2]	2.9	1.9	2.4	1.6	[1.9]	2.0	2.2	1.5	[2.0]		
Canada	1.5	-0.5	0.0	-1.2	[-0.5]	0.3	1.3	-0.9	[0.5]	2.7	2.3	2.6	1.9	[2.3]	1.7	2.1	1.2	[1.7]		
Eurozone	0.8	-0.2	0.8	-0.6	[0.1]	1.4	2.0	0.3	[1.6]	4.5	2.6	3.0	2.4	[2.7]	1.9	3.3	1.4	[2.0]		
UK	2.1	1.2	1.6	0.3	[1.2]	1.3	1.7	0.8	[1.4]	0.2	-0.6	-0.1	-1.0	[-0.5]	0.6	1.5	-1.4	[0.6]		
Switzerland	-0.7	2.5	3.3	1.7	[2.5]	1.4	2.2	0.8	[1.4]	-0.3	0.1	0.5	-0.2	[0.1]	0.0	0.3	-0.6	[0.0]		
Japan	2.1	3.4	4.0	3.0	[3.3]	3.1	3.6	2.5	[3.1]	3.4	1.8	2.2	1.6	[1.9]	3.0	3.4	2.5	[3.0]		
Australia																				

Source: Consensus Forecasts as of 13/08/2012



ZONES DEVELOPPEES

La croissance américaine se maintient autour de 2 %

Récession européenne

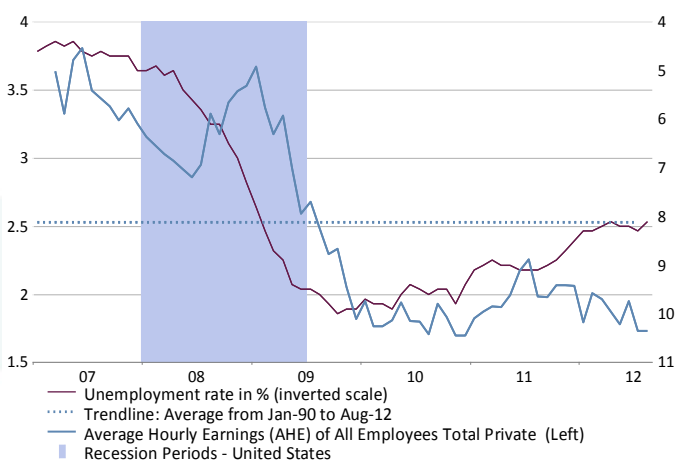
Pour l'ensemble de la zone euro, le PIB s'est contracté de 0,2 % au 2^e trimestre (après être resté stable au 1^{er}). La disparité entre les principaux pays ne cesse de s'accroître et les indicateurs avancés font craindre une poursuite de la détérioration. Les enquêtes auprès des directeurs d'achats (46,3 en août pour l'indice PMI composite) confirment une baisse de l'activité dans l'industrie et dans les services. Les resserrements budgétaires vont continuer à peser sur la demande interne (hausse de TVA en Espagne, plan d'ajustement en France). Cette conjoncture déprimée se reflète dans une distribution du crédit qui reste pour l'essentiel atone du fait d'une demande de prêts très faible. Les banques font en particulier état d'un recul de la demande d'emprunts destinés à l'investissement productif. Alors que la BCE déclarait auparavant qu'il était « trop tôt » pour voir les effets des deux opérations LTROs (Long Term Refinancing Operations) sur l'économie réelle, elle indique désormais que ces effets ne seront « perçus que lors de la reprise économique », traduisant une certaine impuissance, jusqu'à présent, des mesures non conventionnelles pour déclencher un rebond de l'économie. Il ne faudrait pas en conclure que ces mesures sont inutiles, puisqu'elles ont très certainement évité le pire, mais, comme souvent, la politique monétaire seule ne suffit pas alors que la crise souveraine interdit le recours à une politique budgétaire de soutien. En 2013, la croissance pour l'ensemble de la zone euro devrait être faible et heurtée, de grands pays comme l'Espagne et l'Italie connaissant une seconde année de récession.

QE3 : on y est !

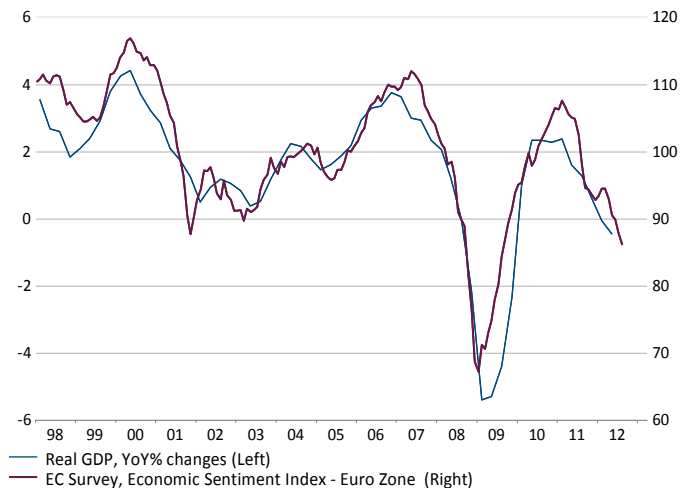
Aux Etats-Unis, la seconde estimation du PIB a montré une progression de 1,7 % seulement en rythme annualisé (après 2 % au 1^{er} trimestre), la demande interne hors stocks ressort en hausse de 1,6 %. La dynamique de la consommation privée au début du 3^e trimestre est encourageante mais un taux de chômage supérieur à 8 % et une confiance toujours fragile des ménages et des petites entreprises, que les incertitudes sur la politique budgétaire en 2013 vont encore affaiblir, interdisent d'envisager une accélération durable au-delà du rythme de 2 %. Les meilleures nouvelles en provenance du marché de l'immobilier apparaissent comme le seul point véritablement positif. La confiance revient parmi les promoteurs depuis quatre mois et l'indice qui la mesure (NAHB) a retrouvé son plus haut niveau depuis février 2007. Comme pour les transactions, ce sont surtout les taux très bas et des prix accessibles qui expliquent ce regain mais la situation n'est pas normalisée pour autant. L'immobilier ne devrait plus être un frein à la croissance. Il est sans doute encore trop tôt pour qu'il redevienne un élément moteur.

Dans ce contexte, pourtant bien meilleur qu'en Europe, la Fed a choisi d'agir le 13 septembre en annonçant un nouveau programme d'achat de titres (adossés à des crédits hypothécaires cette fois-ci) et en indiquant que les conditions économiques justifient le maintien de taux exceptionnellement bas jusqu'à la mi-2015 au moins (alors qu'elle évoquait auparavant la fin 2014). Pour l'instant, le programme d'achats doit s'achever à la fin de cette année mais la Fed a d'ores et déjà prévenu qu'il se poursuivrait si le marché du travail ne s'améliorait pas substantiellement. Un reflux massif du chômage étant hautement improbable en trois mois, QE3 est parti pour durer. La Fed a par ailleurs indiqué que des taux bas seraient nécessaires même une fois que l'économie aurait commencé à se redresser. Attention Docteur Bernanke : les perfusions soulagent mais soignent rarement.

Etats-Unis : les hausses salariales limitées par le faible emploi



Zone euro : la récession s'installe





MARCHÉS OBLIGATAIRES

OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES, CREDIT INVESTMENT GRADE (IG) ET HIGH YIELD (HY)

Une nouvelle ère pour les politiques monétaires

La Fed au secours de l'emploi...

Dans un contexte économique qui semble pour le moment se stabiliser, les données récentes aux Etats-Unis ont été mitigées même si les « surprises économiques » sont de nouveau positives après les points bas vus en juillet. En même temps, les indicateurs d'activité ne suggèrent toujours pas une expansion marquée, ce qui confirme notre scénario de croissance relativement modeste. Plus particulièrement, les chiffres sur l'emploi ne sont toujours pas enthousiasmants, en tout cas pas assez pour satisfaire la Fed qui est passée à l'acte en annonçant de nouvelles mesures de politique monétaire. Mesures qui correspondent à une nouvelle approche de la part de la Banque centrale, ciblant plus l'amélioration du marché de l'emploi que les risques de déflation ou la détresse des marchés financiers. Cette vue transparait aussi dans la volonté d'une part de maintenir la politique monétaire accommodante bien après la reprise économique (2015 est le nouvel horizon de maintien de taux bas) et, d'autre part, de lier d'éventuelles prochaines mesures aux perspectives de l'emploi. En ce qui concerne les mesures fiscales, il faudra attendre le résultat des élections et les conclusions des discussions sur les politiques budgétaires de court et long terme. Un compromis de dernière minute reste probable mais la croissance ne sera pas très élevée. L'impact combiné des perspectives économiques et des politiques monétaires accommodantes pendant longtemps ne plaide toujours pas pour une remontée sensible des rendements américains.

...et la BCE au secours des Etats

En Europe, après le sommet européen de fin juin, nous avons salué la volonté des gouvernements de casser le cercle vicieux entre banques et Etats. Les yeux étaient depuis tournés vers la BCE, qui devait de son côté dévoiler en septembre les armes qu'elle comptait ajouter à son arsenal anticrise. Les annonces de Mario Draghi à propos des achats d'obligations souveraines ont été plutôt satisfaisantes. Bien entendu, ces mesures ne sont qu'une partie de la solution, mais sont assez importantes pour contribuer dans le court terme à une réduction de l'aversion au risque sur les marchés. La balle revient maintenant dans le camp des gouvernements, et bien que les avancées récentes soient autant de pas dans la bonne direction, le risque d'exécution demeure toujours important.

Du côté des marchés du crédit, le rally récent rend la classe d'actifs moins attrayante. En revanche, nous estimons toujours que les conditions demeurent assez favorables aux Etats-Unis, où des fondamentaux solides s'accompagnent d'une croissance économique modérée mais positive. En Europe, les annonces de la BCE représentent pour l'instant un facteur plutôt positif, mais la situation reste plus délicate : les risques au niveau économique sont plus importants, et les craintes liées à la crise souveraine n'ont certainement pas disparues.

Nouvelles projections de la Réserve fédérale américaine

Variable	Central tendency ¹			
	2012	2013	2014	2015
Change in real GDP.....	1.7 to 2.0	2.5 to 3.0	3.0 to 3.8	3.0 to 3.8
June projection.....	1.9 to 2.4	2.2 to 2.8	3.0 to 3.5	n.a.
Unemployment rate.....	8.0 to 8.2	7.6 to 7.9	6.7 to 7.3	6.0 to 6.8
June projection.....	8.0 to 8.2	7.5 to 8.0	7.0 to 7.7	n.a.
PCE inflation.....	1.7 to 1.8	1.6 to 2.0	1.6 to 2.0	1.8 to 2.0
June projection.....	1.2 to 1.7	1.5 to 2.0	1.5 to 2.0	n.a.
Core PCE inflation ³	1.7 to 1.9	1.7 to 2.0	1.8 to 2.0	1.9 to 2.0
June projection.....	1.7 to 2.0	1.6 to 2.0	1.6 to 2.0	n.a.

Source : Federal Reserve Bank

La BCE formalise les achats d'obligations souveraines





MARCHÉ DES CHANGES

Rebond estival de l'euro

La parité EUR/USD sur réagit

Quand il a déclaré fin juillet que la BCE mettrait « tout en œuvre pour sauver l'euro », Mario Draghi ne s'attendait peut-être pas à une telle réaction de la parité EUR/USD passée de 1,20 environ le 25 juillet à près de 1,29 le 12 septembre. Cette hausse de 7,5 % en moins de deux mois a ramené l'euro à son plus haut niveau depuis mai. La parité est passée au-dessus de 1,30 après le nouveau programme d'assouplissement quantitatif annoncé par la Fed le 13 septembre. Les anticipations autour des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique expliquent ces mouvements alors que les données économiques n'ont eu qu'un impact limité et temporaire. Les attentes d'une annonce d'un QE3 par la Fed ont, logiquement, eu tendance à affaiblir le dollar. Les commentaires officiels de la BCE, les rumeurs autour des modalités envisagées pour de potentiels achats de titres et l'annonce officielle du nouveau programme OMT le 6 septembre ont renforcé l'euro. Les opérateurs ont surtout considéré que les « bonnes nouvelles » en provenance de la zone euro (à savoir des « risques extrêmes » réduits par l'engagement de la BCE) ne justifiaient plus un positionnement prudent sur l'euro et un repli vers le dollar. Les positions spéculatives contre l'euro ont d'ailleurs été réduites dès août mais demeuraient encore importantes dans l'absolu début septembre, ce qui a pu contribuer à la poursuite de la hausse de la devise. La meilleure tenue des actions, qui reflète les mêmes espoirs sur la zone euro, a également conduit les investisseurs à se détourner du dollar, recherché jusqu'alors pour ses qualités de devise refuge. Enfin, la menace de l'agence Moody's de dégrader la note des Etats-Unis si le Congrès ne parvient pas à adopter un programme crédible de réduction du ratio dette/PIB a également pesé sur le dollar. La récente envolée de l'euro (+2,7 % depuis fin juillet par rapport à un panier de devises) nous paraît refléter pour l'essentiel des ajustements de positions spéculatives qui l'avaient amené très bas courant juillet et ne nous conduit pas à modifier notre scénario. Nous restons convaincus que le différentiel de croissance sera, dans les prochains mois, le thème dominant du marché des changes. Il est très nettement favorable au dollar et devrait entraîner un recul de la parité EUR/USD. La politique monétaire de la Fed ne devrait pas peser sur le dollar dans la mesure où les partenaires commerciaux des Etats-Unis, en particulier dans les pays émergents, ne sont pas disposés à supporter le coût d'un éventuel ajustement de la devise américaine. Si QE3 devait réactiver la « guerre des devises » (déclenchée par QE2 en 2010), nul doute que des mesures seraient rapidement prises étant donné que l'économie mondiale ne pourra pas supporter de violentes variations des taux de change.

Le yen toujours trop fort

La Banque du Japon n'a pas modifié sa politique monétaire en août mais les attentes d'une action en septembre sont fortes après les commentaires prudents sur l'activité industrielle et les exportations. Le gouvernement japonais a revu à la baisse sa perception de l'économie pour la première fois depuis octobre dernier en raison de la décélération en Chine et aux Etats-Unis et de la crise souveraine européenne. La BoJ a explicitement indiqué qu'elle allait « continuer à assouplir la politique monétaire en augmentant de façon régulière le montant du programme d'achat d'actifs ». La parité USD/JPY ne parvient pas à s'éloigner durablement du seuil de 78 et est même passée assez nettement dessous en septembre suite à l'affaiblissement du dollar face à l'euro. Des mouvements de rapatriements de capitaux à l'approche de la fin du semestre fiscal (fin septembre) ont pu également jouer. Le niveau actuel plaide pour une action à brève échéance, ou au moins des déclarations « musclées » pour limiter l'appréciation du yen au moment où les données économiques japonaises ont tendance à se dégrader.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2011		3Q 2012		4Q 2012		1Q 2013		2Q 2013	
			10-Sep-12	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.30	1.2786	1.23	1.26	1.15	1.25	1.15	1.25	1.15	1.25
	USD / JPY	77	78.29	77	82	80	90	80	90	80	90
	USD / CAD	1.02	0.9757	0.90	1.00	0.90	1.00	0.95	1.05	0.95	1.05
	AUD / USD	1.03	1.0363	0.95	1.05	0.95	1.05	0.90	1.00	0.90	1.00
	GBP / USD	1.55	1.6010	1.46	1.66	1.41	1.60	1.41	1.60	1.41	1.60
	USD / CHF	0.94	0.9454	0.96	0.99	1.00	1.08	1.00	1.08	1.00	1.08
EUR Block	EUR / JPY	100	100.10	95	102	96	108	96	108	96	108
	EUR / GBP	0.84	0.7986	0.75	0.85	0.75	0.85	0.75	0.85	0.75	0.85
	EUR / CHF	1.21	1.2088	1.20	1.23	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30

Source: BNPP AM as of 10/9/2012



MARCHÉS ACTIONS

MARCHES DEVELOPPES

Les Banques centrales à la manœuvre : augmentation de l'exposition à neutre

Décisions majeures de la BCE et de la Fed

Le rally des marchés actions initié cet été s'est prolongé ces dernières semaines, l'indice MSCI World (exprimé en dollars) ayant enregistré un gain de 15,5 % depuis le récent point bas du 4 juin et le S&P500 s'inscrivant à son plus haut niveau depuis début 2008. En période de ralentissement économique et d'inquiétudes sur les perspectives de croissance pour 2013, cette belle performance peut surprendre, et ce sont indéniablement les décisions politiques et monétaires qui contribuent à l'enthousiasme des investisseurs. Tout d'abord, la décision de la BCE le 6 septembre dernier de lancer un programme de rachat illimité des obligations des Etats sur le marché secondaire, sous conditions qu'ils s'engagent dans les réformes budgétaires nécessaires, a allégé le risque souverain en Europe et a soulagé les investisseurs. Deuxièmement, en réponse à une croissance faible et à un taux de chômage élevé, la Fed a annoncé le 13 septembre un troisième programme d'assouplissement monétaire quantitatif (QE3) et s'est engagé à maintenir les taux directeurs aux niveaux exceptionnellement bas actuels jusqu'à mi-2015.

L'agenda économique et politique reste chargé d'ici la fin de l'année

La décision de la BCE, en réduisant le risque souverain, était selon nous une des conditions pour que le rebond du marché actions initié en juin se prolonge. Nous augmentons donc notre exposition aux actions développées de sous-pondérer à neutre. Bien que plus optimistes sur l'évolution des marchés à court terme, notre modération vient du fait que l'agenda politique et économique reste chargé d'ici la fin de l'année – tant aux Etats-Unis (élection de novembre, « falaise » fiscale) qu'en zone euro – et le marché pourrait évoluer au sein d'une fourchette de fluctuation (« *trading range* »). De plus, la hausse récente des cours des actions intègre déjà en bonne partie les anticipations d'assouplissement monétaire.

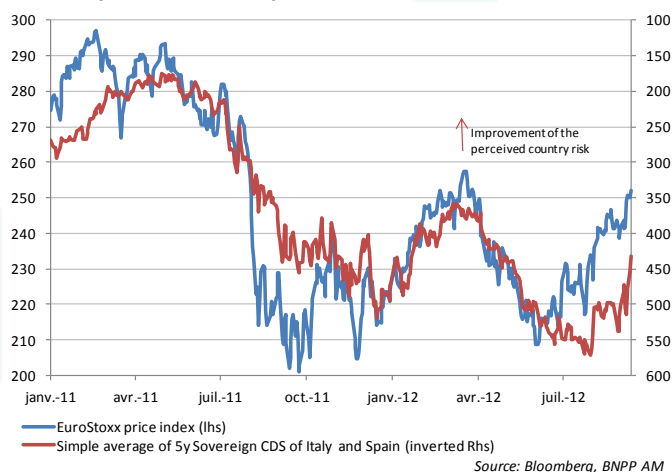
Perspectives bénéficiaires peu enthousiasmantes

En outre, la croissance économique dans les pays développés s'annonce faible pour les mois à venir, comme l'indique la poursuite du tassement des indicateurs avancés pour le mois d'août à partir de niveaux déjà relativement faibles. Dans ce contexte, les perspectives bénéficiaires pour les entreprises cotées pourraient continuer d'être revues à la baisse. Les prévisions de croissance des BPA pour le MSCI World sont de 6 % en 2012 (cinq points de moins qu'il y a six mois) et de 12 % en 2013 selon le consensus IBES. Lors de la saison de publication des résultats pour le deuxième trimestre, les entreprises américaines se sont d'ailleurs montrées plus que prudentes pour le reste de l'année lors de leurs préannonces sur résultats.

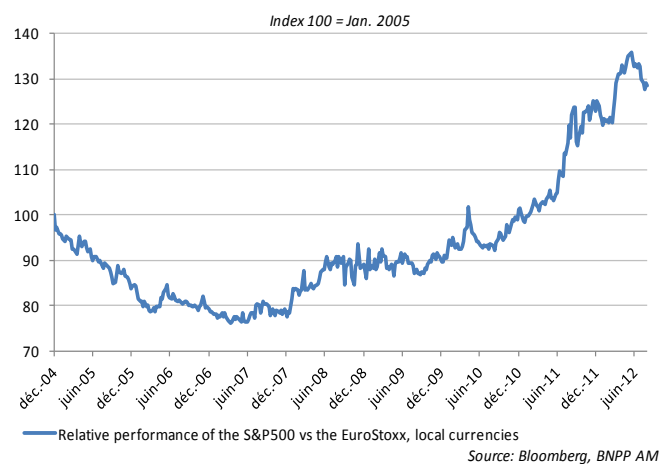
Surpondération de la zone euro au détriment des Etats-Unis

Suite à la décision de la BCE, qui devrait conduire à une amélioration des conditions de financement des entreprises, nous adoptons une surexposition aux actions de la zone euro au détriment des actions américaines. Malgré une dynamique de croissance économique plus favorable, en termes relatifs, aux Etats-Unis, le marché actions de la zone euro bénéficie d'une valorisation relative très attractive sur une base historique, offre un rendement du dividende deux fois supérieur (4 % contre 2 %) et présente une faible détention dans les portefeuilles.

Risque souverain et performance des marchés actions



Performance relative Etats-Unis / zone euro





MARCHES EMERGENTS

Maintien de la neutralité sur fond de ralentissement économique

La moindre croissance économique conduit à des révisions baissières des BPA

A l'instar des marchés développés, les actions émergentes affichent une belle hausse depuis début juin, l'indice MSCI Emerging progressant de 11,3 % (exprimé en dollars) depuis lors. Ce rebond est toutefois moins important que celui des marchés développés, conduisant à une sous-performance des marchés émergents depuis le début de l'année. A court terme, nous maintenons notre prudence principalement en raison du ralentissement économique et d'un retour des pressions inflationnistes dans certains pays (Russie, Inde) qui pourrait limiter l'action des Banques centrales pour relancer l'économie. La récente hausse des cours des matières agricoles et de l'énergie fait en effet craindre une accélération des prix. En Russie, l'inflation a déjà fortement accéléré cet été sous l'effet notamment de hausses de prix administrés en juillet, tendance qui devrait continuer, d'autres augmentations de tarifs étant prévues pour septembre.

Sans surprise, les moins bonnes perspectives économiques qu'anticipé en début d'année pèsent sur les anticipations bénéficiaires des entreprises, qui continuent donc d'être revues à la baisse. Pour 2012, la prévision de croissance des BPA pour le MSCI Emerging est de 7,6 % selon le consensus IBES du mois d'août, contre un taux de 14 % prévu en avril dernier.

Préférence pour le Brésil et la Corée

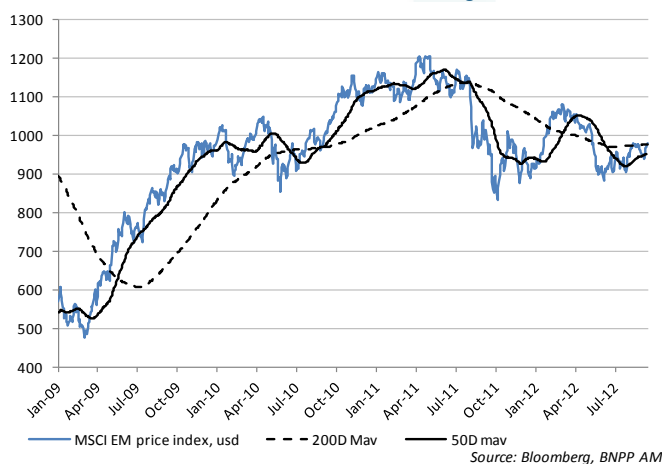
Au sein de notre univers, nous surpondérons le Brésil et la Corée du Sud et sous-pondérons la Chine, Taiwan et l'Inde. Au **Brésil**, malgré la récente accélération de l'inflation, l'ampleur du ralentissement économique conduit la banque centrale à poursuivre son cycle d'assouplissement monétaire (nouvelle baisse du taux Selic le 28 août de 8 % à 7,50 %), ce qui est favorable au secteur financier. La surpondération du marché **coréen** résulte d'une vue positive sur les secteurs technologie, automobile et constructeurs de navires.

En **Inde**, le ralentissement économique couplé à une accélération de l'inflation rendent difficile la gestion de la politique monétaire. De plus, la paralysie politique et une valorisation relative élevée nous conduisent à maintenir la sous-pondération. **Taiwan**, dont l'économie est très ouverte au commerce international, souffre d'une chute de ses exportations due au ralentissement économique mondial et de perspectives moins porteuses pour le secteur informatique relativement aux concurrents coréens et américains.

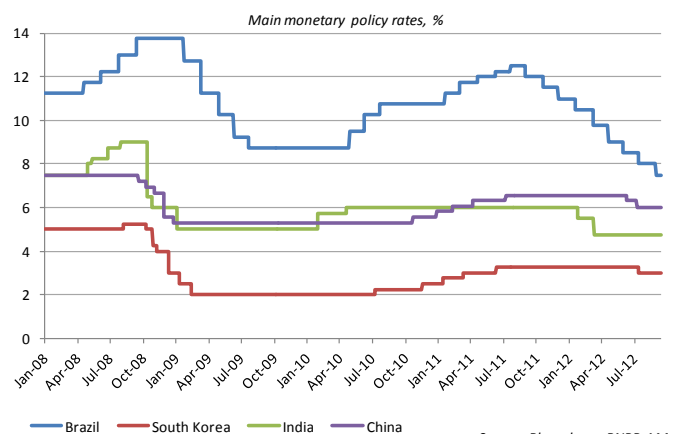
Craintes d'attentisme politique en Chine

En **Chine**, les plans de relance de l'économie –comme les projets d'investissement en infrastructure– apparaissent faibles au regard de l'ampleur du ralentissement de l'activité en cours. La Banque centrale devrait continuer son assouplissement monétaire mais la période de transition politique qui débutera en octobre semble créer un attentisme de la part des autorités politiques et monétaires et de nouvelles baisses des taux pourraient intervenir plus tard que généralement anticipé par les investisseurs.

Performance des actions émergentes



Taux directeurs au Brésil, en Chine, Corée et Inde





CONTACTS & AVERTISSEMENT

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en septembre 2012, sauf indication contraire. BNPP IP est la source au 13 septembre 2012 des données chiffrées décrites dans cette lettre, excepté en cas d'indication spécifique.

Equipe Stratégie :

Nathalie Benatia
Antonio Bertone
Sophie Fournier

Le présent document a été rédigé et est publié par BNP Paribas Asset Management (BNPP AM)*, un membre de BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**.

Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue :

1. ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit ;
2. ni un conseil d'investissement.

Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de BNPP AM au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. BNPP AM n'est nullement obligé de les tenir à jour ou de les modifier. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les Instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés. À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client.

Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les Instruments financiers de leurs objectifs d'investissement. Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des Instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt. Les différentes stratégies appliquées aux Instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir et la valeur des investissements dans les Instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial.

Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes.

* * BNPP AM est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en France (numéro d'enregistrement 96-02), constituée sous forme de société par actions simplifiées, au capital de 64 931 168 euros, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832. www.bnpparibas-am.com.

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