



Stratégie d'investissement

12 juillet 2012



ALLOCATION D'ACTIFS 2

PERSPECTIVES ECONOMIQUES 3

Point de vue 3

Zones développées 4

MARCHÉS OBLIGATAIRES 5

Obligations Gouvernementales, Crédit
Investment Grade et High Yield 5

MARCHÉ DES CHANGES 6

MARCHÉS ACTIONS 7

Marchés développés 7

Marchés émergents 8

CONTACTS & AVERTISSEMENT 9

Un nouveau petit pas en avant pour la zone euro

La déclaration du sommet des chefs d'Etat européens publiée le 29 juin au matin après une nuit de tractations a été saluée essentiellement parce que les rencontres qui avaient précédé avaient laissé l'impression que chacun campait sur ses positions. Les avancées sont en réalité assez modestes, en particulier sur le volet de l'intégration budgétaire, l'émission « d'Eurobonds » n'ayant pas, comme cela été prévisible, été évoquée. Une nouvelle fois, les autorités européennes ont surtout gagné du temps mais, cette fois-ci, d'une façon plutôt astucieuse sur la crise bancaire.

Le premier point du communiqué précise qu'il est « **impératif de briser le cercle vicieux qui existe entre les banques et les Etats** ». Cette déclaration intervient alors que les craintes autour des banques espagnoles avaient pesé sur les marchés au cours des semaines précédentes avant qu'un accord de recapitalisation ne soit trouvé et que l'Espagne ne l'accepte. Le MES (Mécanisme européen de stabilité) pourra recapitaliser directement les banques, évitant ainsi un alourdissement du déficit budgétaire et de la dette des pays concernés. L'autre élément important a été d'afficher la « **ferme détermination à faire ce qui est nécessaire pour assurer la stabilité financière de la zone euro** » en permettant au MES d'acheter sur le marché secondaire des obligations souveraines, ce qui relâchera la pression sur Espagne et Italie. Ces conclusions viennent s'ajouter aux décisions prises quelques jours auparavant sur le « pacte de croissance » qui sont d'une ampleur limitée alors précisément que la récession se confirme dans la zone euro.

Les décisions prises par les dirigeants européens fin juin constituent autant de pas supplémentaires vers une plus grande intégration (notamment bancaire) mais il s'agit de petits pas. En particulier, la question de la solvabilité de certains états n'a pas été abordée de front. Plus simplement, les conclusions du sommet doivent encore être mises en œuvre, ce qui peut donner lieu à des ajustements de nature à inquiéter les investisseurs.

Dans ce contexte, et alors que les données économiques ne nous paraissent pas devoir s'améliorer au cours de l'été – reflétant toujours une croissance limitée aux Etats-Unis et une récession dans la zone euro – il nous paraît prématuré de renforcer notre exposition aux actions. Pour autant, la volonté de dissocier la crise souveraine et la crise bancaire est une avancée indéniable qui pourrait permettre une accalmie plus durable une fois les modalités précisées. Les attentes d'assouplissements supplémentaires des politiques monétaires sont également de nature à relancer l'appétit pour le risque mais celui-ci restera timide comme l'illustre la réaction à la baisse des taux de la BCE le 5 juillet. Dans l'immédiat, **il nous paraît plus judicieux de commencer par renforcer le crédit tout en maintenant notre approche prudente sur les actions** (avec toujours une préférence pour les actifs émergents).



ALLOCATION D'ACTIFS

Décisions d'allocation

- Nous maintenons notre recommandation prudente sur les actions développées et conservons notre préférence sur les actions émergentes
- Neutralité sur les emprunts d'Etat
- Renforcement du crédit

Arbitrage actions développées

- Nous prenons des bénéfices sur notre pari long US/court zone euro et revenons à la neutralité sur ces deux zones.

Arbitrage actions émergentes

- Préférence maintenue sur la Chine et le Brésil
- Prudence sur l'Inde et la Turquie

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	-	-			
Emerging Equities	=	=	Euroland	=	-	China	+	+
FIXED INCOME			Japan	+	+	India	-	-
Government Bonds	=	=	UK	-	+	South-Korea	=	=
Corporate Bonds	+	=	Switzerland	=	=	Taiwan	=	=
High Yield	+	=	Australia	+	+	Russia	=	=
COMMODITIES								
Brent Oil	=	=	BONDS COUNTRIES SOVEREIGN			South Africa	=	=
Base Metals	=	=		Current	Previous	Turkey	-	-
Gold	+	+	US	=	=			
Agricultural	=	=	Euroland	=	=			
CASH	=	=	Japan	=	=			
			UK	=	=			
			Switzerland	=	=			

Les signes « + », « - » et « = » représentent nos vues sur les marchés. Elles sont absolues dans le module « multi-asset class » et relatives entre les différents pays pour les trois autres modules.

Source : BNPP AM



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

POINT DE VUE

La Fed tempore

« Opération Twist » prolongée

Alors que des attentes pour un nouveau geste fort de politique monétaire étaient présentes, Ben Bernanke s'est contenté de prolonger « l'opération Twist » (OT) à l'issue de la réunion des 19 et 20 juin. La Fed va continuer à vendre des titres courts (moins de 3 ans) pour acheter des plus longs (de 6 à 30 ans) au rythme mensuel de 45 milliards de dollars, soit un total de 270 milliards environ d'ici la fin de l'année après 400 milliards au titre de OT1 (annoncé en septembre 2011). L'économie est décrite en « expansion modérée », mais le ton du communiqué est apparu plus prudent, la Fed traduisant son inquiétude face au ralentissement de la croissance de l'emploi et à un taux de chômage toujours élevé qui ne reculera que lentement. Elle a d'ailleurs abaissé ses prévisions de croissance pour 2012 (1,9 % à 2,4 % en glissement annuel en fin d'année) et 2013 (2,2 % à 2,8 %). Les perspectives en matière d'inflation (1,7 % en mai en glissement annuel) n'apparaissent en aucune manière comme un frein à un éventuel assouplissement supplémentaire qui est d'ailleurs évoqué dans le communiqué. En effet, l'opération en cours, étant donné qu'elle n'entraîne pas d'augmentation de la taille du bilan, ne constitue pas à proprement parler un « assouplissement quantitatif » mais plutôt un assouplissement du crédit. L'effet sur les taux longs d'OT1 a été évalué à 20 pb de détente supplémentaire et OT2 devrait avoir un impact moindre.

Des données économiques toujours décevantes

L'indice de « surprises économiques » qui matérialise l'écart entre les attentes des économistes de marché et les données effectivement publiées a continué à baisser en juin mais moins violemment qu'auparavant malgré le recul brutal de l'indice ISM manufacturier, retombé sous 50 en juin pour la première fois depuis juillet 2009. Le tassement de l'activité est probablement moins marqué que ce qu'implique l'enquête (49,7 contre 53,5 en mai). Rappelons aussi que le seuil de 50 sépare expansion et contraction dans l'industrie et qu'une récession de l'ensemble de l'économie n'est observée, selon l'institut, qu'à partir d'un indice ISM manufacturier inférieur à 42,6. Par ailleurs, la baisse est largement expliquée par la composante « nouvelles commandes », qui reflète aussi la demande extérieure. La meilleure résistance de l'indice ISM dans les services (52,1 contre 53,7 en mai) tend à prouver que la demande interne est moins affectée. Elle n'est pas pour autant très dynamique principalement parce que l'emploi ne progresse que faiblement. Au-delà des déceptions qui ont marqué les trois dernières publications mensuelles, le rythme moyen de créations d'emploi dans le secteur privé ressort à 150 000 depuis le début de l'année après 175 000 en 2011, c'est-à-dire largement moins que dans les reprises, y compris celles dites « sans emploi ». Dans ce contexte, la confiance des ménages reste fragile, leurs revenus limités et la consommation modérée.

Un nouvel assouplissement quantitatif est possible

Ces déceptions et les incertitudes liées au débat budgétaire qui devra se tenir d'ici la fin de l'année commencent à conduire bon nombre d'économistes à revoir à la baisse les estimations de croissance pour 2012 et 2013. Le consensus en la matière reste encore relativement optimiste (avec 2,2 % en 2012 et 2,4 % en 2013) mais pourrait continuer à être révisé et dégrader encore davantage le climat économique. Dans ce cadre, les anticipations d'un nouvel assouplissement quantitatif ne vont pas refluer et Ben Bernanke pourra préciser ses intentions à l'occasion de son audition en juillet devant le Congrès sur le thème de la politique monétaire ou fin août lors du colloque de Jackson Hole. La Fed n'entend manifester pas brûler ses dernières cartouches trop tôt mais des mesures supplémentaires restent possibles.

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		
M= Mean; H= High; L=Low																		
Developed Economies																		
USA	1.7	2.2	2.9	1.9	[2.3]	2.4	3.5	1.7	[2.5]	3.1	2.2	2.8	1.7	[2.3]	2.0	4.2	1.2	[2.1]
Canada	2.5	2.1	2.6	1.9	[2.1]	2.2	2.8	1.5	[2.3]	2.9	2.1	2.4	1.8	[2.1]	2.0	2.3	1.5	[2.0]
Eurozone	1.5	-0.4	0.0	-1.2	[-0.4]	0.7	1.5	-0.7	[0.8]	2.7	2.3	2.6	1.9	[2.4]	1.7	2.0	1.3	[1.8]
UK	0.7	0.3	1.4	-0.2	[0.4]	1.8	2.7	0.5	[1.8]	4.5	2.9	3.2	2.1	[2.9]	2.1	3.6	1.4	[2.1]
Switzerland	2.1	1.0	1.8	0.0	[0.6]	1.4	1.9	0.5	[1.5]	0.2	-0.5	0.2	-1.1	[-0.3]	0.6	1.5	-1.5	[0.7]
Japan	-0.7	2.5	3.1	1.0	[2.0]	1.3	2.2	0.5	[1.5]	-0.3	0.1	0.5	-0.4	[-0.1]	0.0	0.5	-0.7	[0.0]
Australia	2.0	3.2	3.8	2.7	[3.0]	3.2	3.7	2.3	[3.4]	3.4	1.9	2.7	1.6	[2.0]	2.9	3.2	2.5	[3.0]

Source: Consensus Forecasts as of 11/06/2012



ZONES DEVELOPPEES

La BCE reconnaît les difficultés conjoncturelles de la zone euro

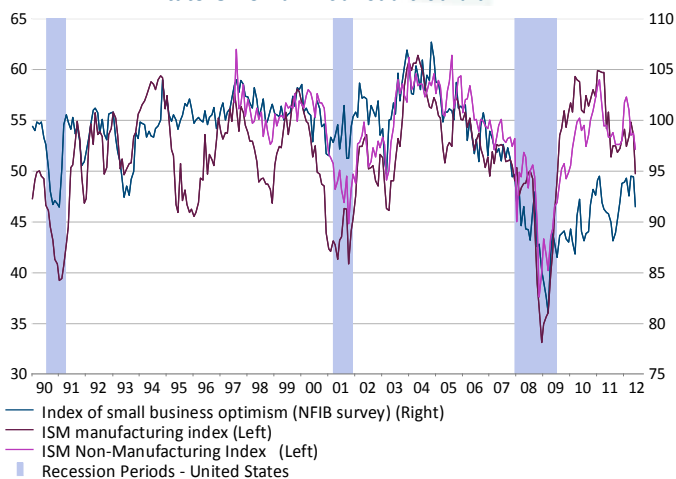
Une baisse des taux justifiée par la dégradation conjoncturelle

Mario Draghi l'avait déjà laissé entendre en juin et ses commentaires ont été sans ambiguïté lors du Conseil des gouverneurs du 5 juillet : la situation économique de la zone euro inquiète la BCE. Il y a en effet de quoi ! Toutes les enquêtes d'activité se sont nettement dégradées en mai et tout juste stabilisées en juin. Le niveau de l'indice PMI composite (enquête auprès des directeurs d'achats dans l'industrie et les services) de juin (46,4 après 46 en mai au plus bas depuis trois ans) correspond à une contraction du PIB de 0,6 % au 2^e trimestre. L'enquête conduite par la Commission européenne, qui mesure la confiance des ménages et des entreprises, n'est pas mieux orientée : le « sentiment économique » pour l'ensemble de la zone euro s'est inscrit à 89,9 en juin, au plus bas depuis octobre 2009. De surcroît, un certain tassement de l'activité en Allemagne est désormais visible avec un indice qui se rapproche de sa moyenne de long terme (100,5 contre 100) alors qu'il s'établissait à 105,9 au 1^{er} trimestre. La composante « anticipations » de l'indice IFO a également baissé en juin, en particulier dans le secteur manufacturier. Même si le pays restera le moteur de croissance de la zone euro, l'évolution de la conjoncture allemande a pu être un élément décisif dans l'analyse de la BCE. Par ailleurs, le léger rebond de la confiance en Espagne et en Italie en juin ne s'explique que difficilement par les circonstances économiques si bien que l'indice total risque de continuer à se dégrader en juillet suite notamment à la reprise des tensions sur les taux « périphériques ». La BCE a pris acte de cette situation défavorable en abaissant ses taux directeurs de 25 pb (amenant le taux refi au niveau inédit de 0,75 %) et précise que son scénario de reprise progressive, s'il est maintenu, est soumis à divers aléas : tensions sur certains taux et leurs impacts sur les conditions de crédit, processus de désendettement des secteurs financier et non financier, chômage élevé.

Pas d'amélioration à court terme

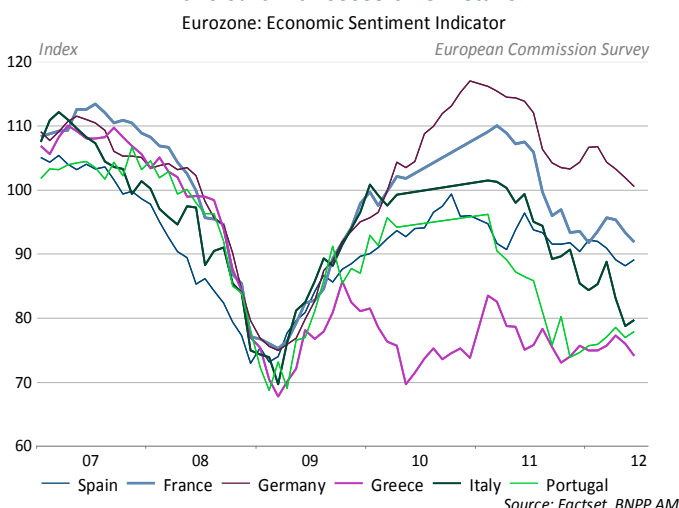
Les prochains mois devraient être marqués par de nouvelles révisions à la baisse des perspectives de croissance alors que les programmes d'ajustements budgétaires se poursuivent voire s'intensifient. Le consensus des économistes privés affiche une contraction du PIB de 0,4 % en moyenne pour 2012 et une hausse de 0,7 % en 2013. Pour les experts de la BCE et des Banques centrales nationales la croissance annuelle moyenne devrait s'établir entre -0,5 % et 0,3 % en 2012 et entre 0,0 % et 2,0 % en 2013 selon les chiffres publiés en juin. La teneur du discours de Mario Draghi début juillet et les données défavorables enregistrées depuis devraient conduire à des révisions à l'occasion de la prochaine publication en septembre. Les perspectives en matière d'inflation à moyen terme n'interdisent pas a priori une baisse supplémentaire des taux directeurs, puisque l'inflation (2,4 % en juin) devrait s'établir entre 1,0 % et 2,2 % en 2013 selon la BCE une fois que ce seront estompés les effets des prix élevés des matières premières. La décision de baisse des taux en juillet a été unanime et a permis de bien dissocier une nouvelle fois les outils classiques de politique monétaire et les mesures non conventionnelles qui, selon Mario Draghi, n'ont pas donné lieu à discussion durant le Conseil même si la BCE reste disposée à fournir toute la liquidité nécessaire aux banques solvables. Le 22 juin, elle a annoncé des mesures destinées à faciliter les opérations de refinancement en abaissant le seuil de notation et modifiant les critères d'éligibilité comme collatéral de certains titres adossés à des actifs (crédits automobiles, crédit-bail, crédit à la consommation et créances hypothécaires commerciales et résidentielles,...) afin de faciliter l'accès du secteur bancaire aux opérations de l'Eurosystème.

Etats-Unis : un nouveau trou d'air ?



Source: Factset, BNPP AM

Zone euro : la récession s'installe



Source: Factset, BNPP AM



MARCHÉS OBLIGATAIRES

OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES, CREDIT INVESTMENT GRADE ET HIGH YIELD

Europe : un autre pas en avant, mais le chemin est long

Baisse de l'ISM : un cas isolé ?

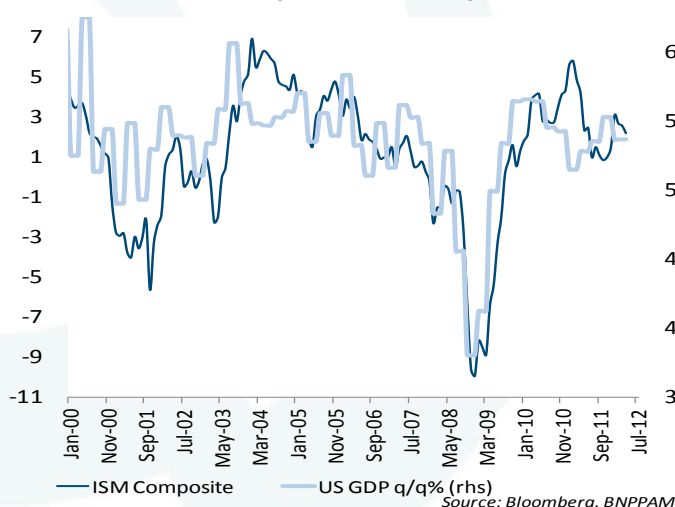
Le momentum économique aux Etats-Unis semble encore confirmer un certain essoufflement. Ceci ne devrait pas se transformer en un ralentissement marqué, mais quand le niveau de croissance attendu est en soi assez faible, la question devient légitime. En tout cas, nous pouvons imaginer que, le cas échéant, nous verrons une Fed plus active dans l'implémentation de nouvelles mesures. Les prochains chiffres, notamment sur les indicateurs ISM, nous aideront à mieux comprendre si la faiblesse du mois de juin était un épisode isolé, dû principalement à l'aggravation de la situation en Europe. La baisse du sous-indice ISM « nouvelles commandes » était en effet très prononcée, ce qui nous laisse sceptiques avant d'en tirer des conclusions trop négatives. A cela s'ajoute une inflation qui avance à un rythme encore plus modéré, alors que l'inflation sous-jacente (« core ») semble vouloir se stabiliser, avec les prix à la production qui confirment cette tendance. Dans ce contexte, les rendements des *Treasuries* ne devraient pas remonter de manière significative malgré leur cherté.

La BCE baisse le taux directeur et le taux sur les dépôts

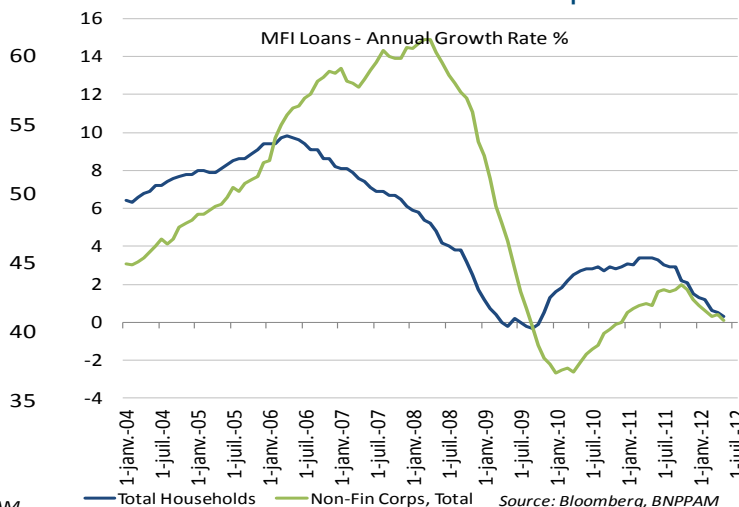
En Europe la situation reste toujours délicate. Sur le front économique les risques sur la croissance demeurent à la baisse. En ce qui concerne la crise souveraine, le dernier sommet a apporté une autre pièce à la construction de l'Europe, mais le chemin est encore long et des décisions importantes doivent encore être prises. De son côté, la BCE a finalement baissé le taux directeur à 0.75 %, en ramenant aussi le taux sur les dépôts à zéro. Cette action suit logiquement la dégradation de l'environnement économique alors que côté inflation la situation n'est pas inquiétante. Concernant les mesures extraordinaires, elles n'étaient pas vraiment à l'ordre du jour, alors que M. Draghi affirme son opposition à une licence bancaire pour le Mécanisme Européen de Stabilité (ESM).

Quant aux marchés du crédit, nous estimons toujours que les conditions demeurent plus favorables aux Etats-Unis, où des fondamentaux solides s'accompagnent d'une croissance économique modérée mais positive. En Europe la situation reste plus délicate : les risques au niveau économique sont plus importants, mais les craintes liées à la crise souveraine, certainement pas disparues, pourraient être un peu soulagées suite au dernier sommet européen, qui affirme la volonté de casser le cercle vicieux entre banques et Etats. Des banques qui restent toujours dépendantes du financement auprès de la BCE, alors que les émissions nettes de dette senior restent négatives. Au même temps, l'octroi de crédit demeure faible, même si des différences importantes existent entre les pays.

Activité économique à surveiller de près aux US



Croissance du crédit faible en Europe





MARCHÉ DES CHANGES

Baisse des taux directeurs et doutes sur la croissance pèsent sur l'euro

Valse hésitation en juin

Après s'être inscrite ponctuellement sous 1,23 début juin, la parité **EUR/USD** est revenue au-dessus de 1,26 en milieu de mois alors que les positions spéculatives contre l'euro avaient atteint un record quelques jours auparavant. Au cours de la seconde quinzaine, l'euro s'est à nouveau orienté à la baisse en raison des anticipations de détente des taux de la BCE sur fond de conjoncture dégradée et de déclarations de plusieurs officiels. Notons que l'annonce par la Fed le 20 juin de la poursuite de son « opération Twist » n'a pas pesé sur le dollar étant donné qu'il ne s'agit pas d'une mesure d'expansion du bilan et que certains observateurs envisageaient le passage à une nouvelle phase d'assouplissement quantitatif. Par ailleurs, en s'efforçant de tempérer les attentes à l'approche du sommet européen des 28 et 29 juin, les dirigeants ont pesé sur l'euro qui est revenu vers 1,24 dollar le 28. Les conclusions de cette rencontre, en particulier l'aspect bancaire du problème et la possibilité offerte au FESF/MES d'acheter directement des obligations gouvernementales pour « stabiliser les marchés », ont relancé l'appétit pour l'euro et entraîné le passage rapide de la parité au-dessus de 1,26. Ce mouvement a été éphémère : le dollar a profité des statistiques dégradées aux Etats-Unis, qui relancent les craintes sur la croissance mondiale et donc diminuent l'appétit pour le risque, tandis que l'euro était affecté par la baisse des taux directeurs de la BCE (pourtant anticipée) et surtout par le diagnostic négatif sur la croissance. La parité EUR/USD est rapidement revenue vers 1,22 et pourrait continuer à baisser dans les prochains mois dans la mesure où le différentiel de croissance paraît être le thème qui domine le marché des changes à l'heure actuelle. Par ailleurs, même si un QE3 est envisageable aux Etats-Unis, les attentes d'une baisse des taux directeurs de la BCE devraient continuer à affaiblir l'euro. Nous maintenons notre objectif de 1,20 pour la parité EUR/USD sachant qu'un passage sous ce niveau reste possible.

La BCE amplifie la baisse de l'euro début juillet

La Banque du Japon risque de perdre patience

Malgré le fugitif regain d'appétit pour le risque qui semble s'être manifesté fin juin, les devises traditionnellement considérées comme des refuges ont continué à être recherchées au cours des dernières semaines. Si la Banque Nationale Suisse peut évoquer les difficultés économiques pour justifier ses interventions destinées à défendre le seuil de 1,20 pour la parité **EUR/CHF**, la Banque du Japon a les coudées moins franches en la matière. Elle a opté pour le statu quo de politique monétaire en juin en raison de l'amélioration de la demande interne. Pour autant, les autorités japonaises n'ont certainement pas renoncé à limiter la hausse du yen. Le niveau observé début juillet (moins de 80 yens pour un dollar) pénalise l'industrie exportatrice et l'écart vis-à-vis de la parité de pouvoir d'achat (105 selon les calculs de l'OCDE) est désormais proche des seuils qui avaient pu être observés avant de grandes interventions sur le marché des changes. Elles pourraient être déclenchées si la parité USD/JPY passait brutalement sous 80 au cours des prochaines semaines.

Sur un mois glissant au 10 juillet, les plus fortes hausses, vis-à-vis du dollar comme de l'euro, ont été enregistrées par les devises qui évoluent traditionnellement avec les cours des matières premières (dollars néozélandais et australiens), en correction du recul observé en mai suite à la baisse des cours du pétrole (-17 % pour le WTI). L'AUD a de surcroît été soutenu par des commentaires plutôt optimistes de la RBA sur la situation économique après la baisse de 25 pb des taux directeurs début juin. Dans les prochains mois, le dollar canadien devrait profiter des perspectives de durcissement de la politique monétaire.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2011	06-Jul-12	3Q 2012		4Q 2012		1Q 2013		2Q 2013	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.30	1.2307	1.15	1.25	1.15	1.25	1.15	1.25	1.15	1.25
	USD / JPY	77	79.53	77	87	80	90	80	90	80	90
	USD / CAD	1.02	1.0189	0.90	1.00	0.90	1.00	0.95	1.05	0.95	1.05
	AUD / USD	1.03	1.0217	0.95	1.05	0.95	1.05	0.90	1.00	0.90	1.00
	GBP / USD	1.55	1.5508	1.41	1.60	1.41	1.60	1.41	1.60	1.41	1.60
	USD / CHF	0.94	0.9759	1.00	1.03	1.00	1.08	1.00	1.08	1.00	1.08
EUR Block	EUR / JPY	100	97.88	92	104	96	108	96	108	96	108
	EUR / GBP	0.84	0.7936	0.75	0.85	0.75	0.85	0.75	0.85	0.75	0.85
	EUR / CHF	1.21	1.2010	1.20	1.23	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30

Source: BNPP AM as of 6/7/2012



MARCHÉS ACTIONS

MARCHES DEVELOPPES

Il est encore trop tôt pour remonter l'exposition au marché

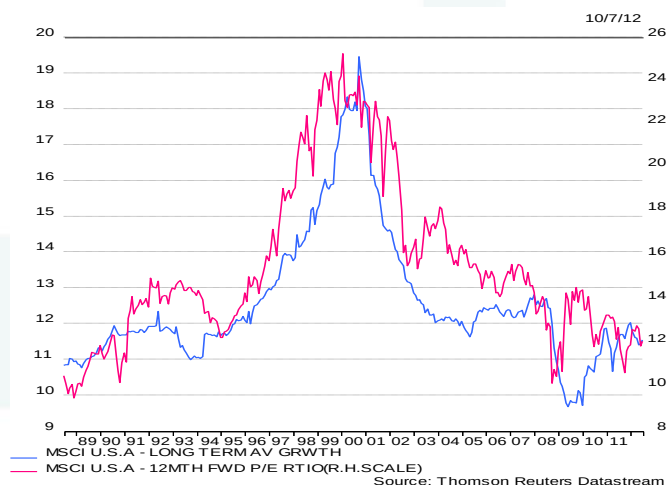
Le ralentissement cyclique s'accroît...

...ce qui devrait continuer à peser sur les révisions bénéficiaires.

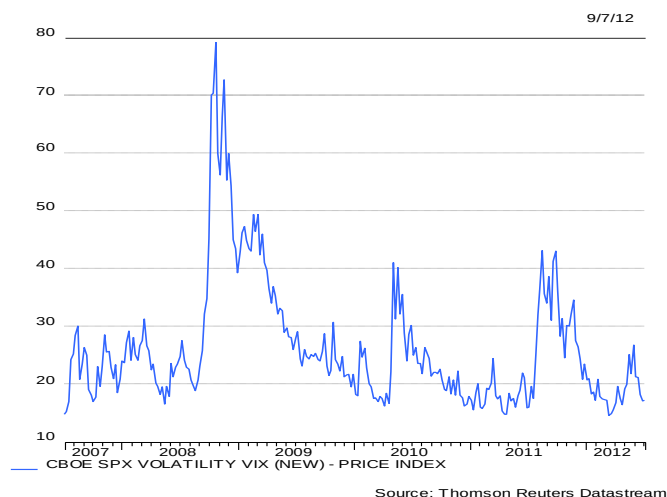
En dépit de la correction amorcée au mois de mai nous préférons maintenir notre exposition prudente à court terme alors que la poursuite de la dégradation du cycle macro-économique s'amplifie au niveau mondial. L'économie américaine, qui avait très bien résisté jusqu'à la fin du printemps, donne des signes de faiblesse. Elle démontre ainsi qu'elle n'est pas immunisée contre le ralentissement global en cours, en particulier celui qui affecte la zone euro. L'activité au sein de cette dernière poursuit son ralentissement à partir de niveaux déjà très faibles. Au delà de ces considérations cycliques, les inquiétudes fondamentales persistent. Le nécessaire désendettement des Etats va se poursuivre et même gagner en intensité, ce qui pèsera inévitablement sur la croissance économique pour une période encore importante. Par ailleurs si quelques avancées semblent avoir été réalisées sur le front de la gouvernance de la zone euro, les risques liés à la gestion de la dette ainsi qu'aux déséquilibres au sein de la zone euro demeurent conséquents. Les politiques monétaires des grandes Banques centrales demeureront donc extrêmement accommodantes dans ce contexte et des mesures d'assouplissement supplémentaires restent possibles. Cet activisme des instituts monétaires a permis d'atténuer l'impact financier du stress souverain, mais n'a pas encore provoqué un redémarrage généralisé du cycle de crédit ni de l'activité.

Dans cet environnement de risque souverain toujours élevé et de faible croissance économique, les niveaux de valorisation ont une importance secondaire. De plus, les niveaux de valorisation, dans leur ensemble, ne nous semblent même pas extrêmement bas, en particulier au regard des perspectives de croissances bénéficiaires qui demeurent contraintes par des progressions des ventes qui devraient rester relativement faibles. Les commentaires et prévisions des sociétés lors de la publication des résultats du second trimestre devraient d'ailleurs faire preuve de moins d'optimisme qu'au cours des précédents trimestres. Ceci devrait peser sur les perspectives bénéficiaires consensuelles qui demeurent relativement élevées —12% à douze mois pour le MSCI World — au vu du contexte général et reposent en grande partie sur une poursuite de la hausse des taux de marges. Or celles-ci se situent à des niveaux historiquement très élevés, et sont sensibles aux chiffres d'affaires via le levier opérationnel. Des ajustements à la baisse supplémentaires sur les anticipations de croissance bénéficiaires sont donc très probables, et pas encore forcément totalement intégrés dans les cours. Les indicateurs de sentiment se situent d'ailleurs dans des zones neutres indiquant que les investisseurs sont encore loin d'une capitulation. De plus, l'indicateur VIX se situe à un niveau extrêmement bas, révélant une certaine complaisance à l'égard des risques de marché. En conclusion, il nous semble encore trop tôt pour augmenter à nouveau notre exposition aux actions.

Valorisations contraintes par les perspectives bénéficiaires



VIX : à nouveau extrêmement bas





MARCHES EMERGENTS

Stabilisation des marchés après avoir touché la zone de panique

Marchés stressés = bas de niveau touché

Nous avons émis un message de prudence en avril car les indicateurs de sentiment et la très forte corrélation entre les différentes classes d'actifs suggéraient une confiance surfaite des investisseurs, un contexte fragile qui peut tourner rapidement en phase de correction. Le catalyseur de la baisse a été initié par la détérioration de la crise de la dette souveraine européenne. Après une correction de plus de 16%, et une importante sous-performance de 7% par rapport aux marchés développés, les bourses émergentes semblent avoir touché le plancher. En effet, les indicateurs de stress ont touché un niveau extrême en début juin, ce qui est favorable sur la base de l'analyse contrariée.

Perspectives économiques fortement dégradées

Nous maintenons la neutralité sur les bourses émergentes aux cours actuels, même si les indicateurs techniques militent pour moins de pessimisme sur les marchés. En effet, les perspectives économiques se sont fortement dégradées au cours des deux derniers mois, les indicateurs avancés se sont retournés et la confiance des entreprises est en retrait, ce qui commence à impacter les bénéfices. La détérioration de la demande finale est devenue la première des priorités, devant les coûts salariaux. Dans ce contexte, les bénéfices continueront à être révisés à la baisse, ce qui n'est pas favorable aux marchés.

Marchés soutenus par l'assouplissement monétaire

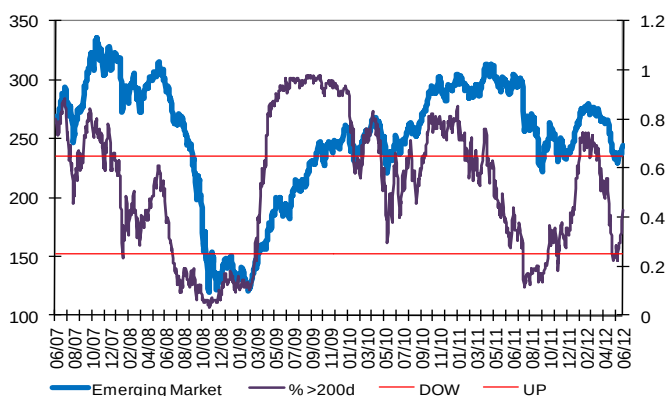
Aux cours actuels, le risque baissier est limité. Le multiple de valorisation des indices émergents est revenu à 1.5 écart-type en dessous de la moyenne historique, soit proche des niveaux de crise. De plus, le risque inflation a fortement diminué, rendant les multiples de valorisation encore plus attractifs. La forte détérioration des perspectives économiques a encouragé les grandes économies émergentes, à l'exception notable de l'Inde, à se préparer pour un assouplissement de leur politique monétaire. La plus récente intervention a été la baisse surprise de 25pb par la banque centrale de Corée.

Valorisation déprimée en Chine

Même si nous privilégions la prudence à court terme pour des considérations cycliques et de diminution de l'appétence au risque des investisseurs, notre vue sur le potentiel structurel des émergents n'a pas changé. En effet, les indicateurs confirment une bonne résistance des économies émergentes malgré les chocs externes, tandis que les fondamentaux économiques tels que le taux d'endettement ou l'équilibre budgétaire ne cessent de s'améliorer, ce qui offre aux autorités la capacité d'assouplir davantage leur politique monétaire, ou de relancer des plans de relance en cas de besoin.

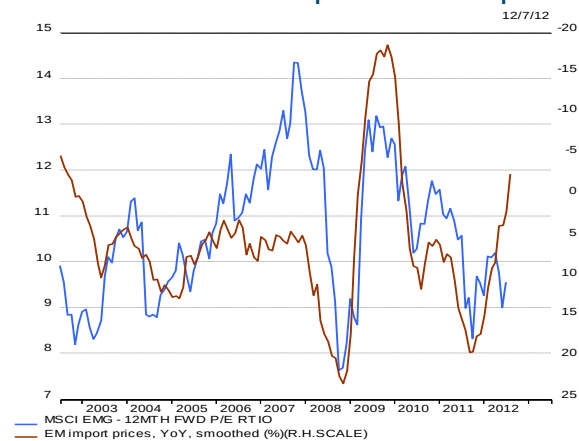
Nous continuons à recommander une certaine prudence sur les marchés BRIC, même s'ils ont très fortement sous-performé l'univers émergent depuis fin février. La baisse du cours du pétrole est favorable aux pays importateurs, et à ceux exposés à un important déficit de la balance courante comme la Turquie et l'Inde. L'Asie devrait continuer à surperformer les autres régions grâce à un potentiel supérieur dans l'assouplissement de la politique monétaire. Dans ce contexte, nous maintenons notre préférence sur le marché chinois, dont la valorisation est extrêmement déprimée, et devrait être bien soutenu par les efforts de relance du gouvernement.

Sentiment entré dans zone de panique



Source: Datastream, BNPP AM

Baisse de l'inflation = expansion des multiples



Source: Thomson Reuters Datastream

Source: Bloomberg, BNPP AM



CONTACTS & AVERTISSEMENT

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en juillet 2012, sauf indication contraire. BNPP IP est la source au 12 juillet 2012 des données chiffrées décrites dans cette lettre, excepté en cas d'indication spécifique.

Equipe Stratégie :

Nathalie Benatia
 Antonio Bertone
 Guillaume Hollier-Larousse
 Dong-Sinh Ngo
 Dominique Schulthess

Investment Specialist :

Joost van Leenders

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/parts 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.