



Stratégie d'investissement

12 octobre 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 développés	8
Marchés émergents	9
CONTACTS & AVERTISSEMENT	10

Le rally boursier pourrait se poursuivre à court terme

Les marchés actions ont progressé de 12 % entre le 25 juillet et le 14 septembre (indice MSCI AC World exprimé en dollars), c'est-à-dire entre la veille de l'engagement de Mario Draghi à « tout faire » pour sauver l'euro et l'annonce effective de la troisième phase d'assouplissement quantitatif (QE3) par Ben Bernanke. Depuis, une petite consolidation est intervenue, relevant sans doute à la fois de prises de bénéfices et de la vérification du vieil adage « vendez la nouvelle ». La baisse est limitée (-2,9 % au 12 octobre), montrant que, si l'appétit pour le risque reste modéré, les investisseurs paraissent désormais convaincus que les Banques centrales assureront la liquidité en vue de limiter les tensions sur les conditions de refinancement. Même si l'efficacité sur l'activité des politiques monétaires mises en place doit encore être démontrée, tout nouveau choc sur les marchés financiers devrait être évité. Selon nous, ce thème de la liquidité, bien que déjà salué par les investisseurs, devrait continuer à jouer à court terme. Les Banques centrales soulignent par ailleurs que leurs actions, qui assurent des taux durablement bas, sont de nature à soutenir l'investissement et donc l'emploi et à renforcer ainsi la confiance des agents économiques.

Notre point de vue sur la conjoncture n'est pas modifié et le FMI vient de fournir, à l'occasion de la publication de perspectives mondiales revues à la baisse, un bon résumé de la situation : « *l'incertitude pèse lourdement sur les perspectives, notamment parce que les politiques économiques menées dans les principaux pays avancés n'ont pas rétabli la confiance dans les perspectives à moyen terme. La faiblesse de la croissance et l'incertitude dans les pays avancés touchent les pays émergents par la voie du commerce et de la finance* ». A court terme toutefois, le rebond des enquêtes auprès des directeurs d'achats (PMI, ISM) en septembre semble valider notre hypothèse d'un trou d'air industriel au cours de l'été plutôt que d'une entrée en récession de l'économie mondiale. Dans ce cas, il est possible que les prochaines données économiques ressortent plutôt au-dessus des attentes, dans un phénomène de rattrapage, donnant ainsi l'impression d'une accélération de l'activité. A plus long terme, les politiques budgétaires apparaissent comme des freins l'année prochaine, en particulier dans la zone euro mais aussi aux Etats-Unis, même en faisant l'hypothèse d'un accord *in fine* entre Républicains et Démocrates à propos de la « faiblesse fiscale », ne serait-ce qu'en raison des incertitudes associés.

Dans ce contexte, nous avons décidé de renforcer la part des actions développées dans un mouvement essentiellement tactique et limité. La préférence à court terme apparaît désormais en faveur des marchés développés et au détriment des zones émergentes. Sur le crédit, nous réduisons la part sur l'Europe mais restons positifs sur les US si bien que c'est toujours une surexposition qui est jouée sur cette classe d'actifs. La position positive sur l'or est conservée.



ALLOCATION D'ACTIFS

Décisions d'allocation

- Surpondération sur les actions développées
- Surpondération du crédit, principalement sur le marché US
- Surpondération de l'or ; prudence sur les matières premières cycliques

Arbitrage actions développées

- Surexposition sur la zone euro et les Etats-Unis

Arbitrage actions émergentes

- Surpondération sur le Brésil, la Corée et la Russie
- 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						Turkey	-	-
Brent Oil	-	-	BONDS COUNTRIES SOVEREIGN					
Base Metals	-	-		Current	Previous			
Gold	+	+	US	=	=			
Agricultural	=	=	Euroland*	=	=			
CASH			Japan	=	=			
	=	=	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

Fin du « trou d'air » industriel

L'activité est proche de son point bas...

Le commerce mondial a nettement ralenti au cours de l'été, les difficultés de la zone euro (tant sur le plan financier que conjoncturel) expliquant en partie ce mouvement. Les moindres tensions sur les marchés financiers depuis les commentaires de Mario Draghi fin juillet ont éloigné un risque financier majeur mais la situation conjoncturelle européenne reste difficile et la demande ne devrait pas rebondir fortement. Les premières enquêtes disponibles pour septembre valident l'hypothèse que le ralentissement du secteur manufacturier constaté à l'échelle mondiale cet été reflète un mini-cycle (baisse de la demande, stockage involontaire, diminution de la production) et ne marque pas le début d'une récession. S'il est probable que la croissance du 3^e trimestre sera moins forte qu'au 2^e (où elle avait déjà nettement ralenti, la hausse du PIB de l'OCDE passant de +0,5 % au 1^{er} trimestre à 0,2 %), l'économie mondiale a sans doute atteint un point bas au cours de l'été.

...mais le rebond sera modeste

L'enquête ISM aux **Etats-Unis** illustre cette évolution en lien avec le mini-cycle des stocks. L'indice dans le secteur des services a résisté au cours de l'été et s'affiche à 55,1 en septembre, au plus haut depuis avril. Dans le secteur manufacturier, le rebond de l'indice ISM à 51,5 (après trois mois à moins de 50) est encourageant mais le niveau de croissance associé reste modeste. L'amélioration des indicateurs avancés de l'investissement productif est également favorable même si l'accélération devrait être limitée d'après les commentaires des chefs d'entreprise. Ces derniers hésitent à s'engager dans des plans massifs d'investissement ou d'embauche et cette prudence se retrouve dans les réponses apportées par les petits entrepreneurs. La confiance des PME (mesurée par l'enquête NFIB – National Federation of Independent Business) a légèrement baissé en septembre pour s'inscrire à nouveau sous 93, un niveau traditionnellement associé aux phases récessives (*cf. graphique page suivante*). Par rapport au mois précédent, l'amélioration des composantes reflétant la situation générale est démentie par une nette baisse des intentions d'embauche et des projets d'investissement. A ce propos, les entrepreneurs déclarent qu'ils vont se limiter aux investissements indispensables de renouvellement des équipements sans engager des dépenses d'expansion de l'activité. Les PME sont particulièrement sensibles à l'incertitude liée aux élections et au débat budgétaire qui devrait se dérouler dans la foulée. Ainsi, alors que les entreprises de construction représentent une large part (20 %) de l'échantillon sondé par le NFIB, l'amélioration du secteur de l'immobilier n'est pas suffisante pour relancer l'optimisme. Pourtant, dans le neuf comme dans l'ancien, les prix médians ont retrouvé le niveau qui prévalait en 2008, qui reste bien loin du pic de 2006 mais qui correspond à un assainissement du marché. Dans l'ancien, les ventes de biens saisis ou en passe de l'être ne représentent plus que 22 % des transactions contre près d'un tiers un an auparavant.

Les incertitudes restent nombreuses

Comme les PME, les ménages sont sensibles au manque de visibilité de la politique économique des prochains mois, et sans doute encore plus en cette période électorale. En septembre, la hausse de l'indice de confiance des consommateurs mesurée par le Conference Board a été spectaculaire (+9 points) mais le niveau atteint (70,3) reste bien inférieur à celui qui prévalait avant la récession. La progression des marchés boursiers et la remontée des prix de l'immobilier ont pu rassurer les ménages. Notons que même s'ils se déclarent plus confiants sur les perspectives économiques de court terme et l'emploi, les consommateurs n'envisagent pas pour autant de gros achats dans les prochains mois. Cet élément limitera le rebond de l'activité dans un contexte où le chômage reste élevé.

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	1.8	2.2	2.4	2.1	[2.2]	2.1	2.8	1.4	[2.1]	3.1	2.0	2.3	1.8	[2.0]	2.0	2.7	1.4	[2.0]		
Canada	2.4	2.0	2.2	1.8	[2.0]	2.0	2.4	1.5	[2.1]	2.9	1.8	2.4	1.6	[1.9]	1.9	2.2	1.5	[2.0]		
Eurozone	1.5	-0.5	-0.3	-0.7	[-0.5]	0.2	0.8	-1.0	[0.3]	2.7	2.4	2.6	2.1	[2.3]	1.8	2.6	1.2	[1.7]		
UK	0.8	-0.3	0.4	-0.6	[-0.2]	1.3	2.1	0.3	[1.4]	4.5	2.7	2.9	2.5	[2.6]	2.1	3.3	1.5	[1.9]		
Switzerland	1.9	1.0	1.9	0.3	[1.2]	1.3	1.7	0.8	[1.3]	0.2	-0.5	-0.1	-0.9	[-0.6]	0.5	1.5	-1.3	[0.6]		
Japan	-0.7	2.4	3.3	1.7	[2.5]	1.3	2.6	0.8	[1.4]	-0.3	0.1	0.3	-0.2	[0.1]	0.0	0.3	-0.4	[0.0]		
Australia	2.1	3.5	3.9	3.2	[3.4]	2.9	3.6	2.0	[3.1]	3.4	1.8	2.2	1.7	[1.8]	3.0	3.4	2.7	[3.0]		

Source: Consensus Forecasts as of 10/09/2012



ZONES DEVELOPPEES

Zone euro : perspectives très moroses pour la fin de l'année

Un nouveau défi pour la politique monétaire américaine

Face à ces incertitudes budgétaires, Ben Bernanke s'est engagé dans la défense de sa politique monétaire. Il affirme que son action ne conduira pas à une hausse de l'inflation (un point de vue que nous partageons) et que des taux durablement bas inciteront les agents économiques à investir, embaucher et consommer assurant ainsi la transition vers une économie plus forte. Pour qu'un tel cercle vertueux se mette en place, la communication, que la Fed considère désormais comme un outil à part entière de politique monétaire, sera l'élément déterminant. A présent que le QE3 est en place, et pour longtemps, la nouvelle tâche du Président de la Fed est de convaincre de son efficacité.

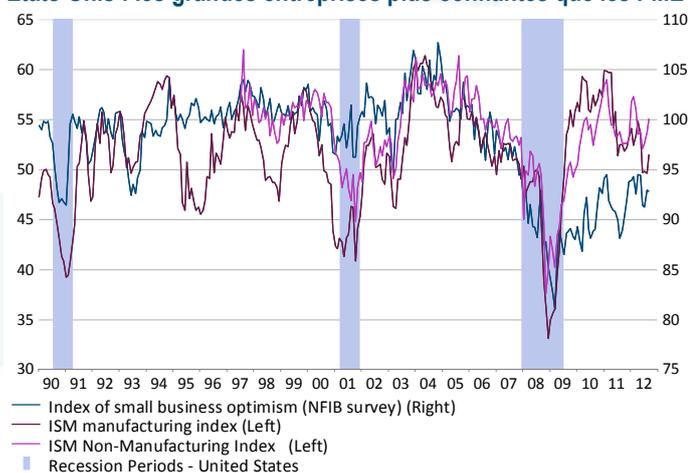
Contraction du PIB dans la zone euro

Selon trois instituts européens (INSEE français, ISTAT italien, IFO allemand), le PIB devrait poursuivre son repli aux troisième et quatrième trimestres (-0,2 % puis -0,1 %), la demande intérieure étant toujours pénalisée par de fortes incertitudes économiques et par l'impact de la consolidation budgétaire. Au premier trimestre 2013, l'activité se stabiliserait. Les enquêtes PMI laissent espérer que le point bas de l'activité a été atteint mais le rebond devrait rester très limité et fragile. Les enquêtes de conjoncture menées par la Commission européenne montrent que la faiblesse est généralisée à l'ensemble des secteurs et que la France et l'Allemagne subissent les conséquences des difficultés de leurs partenaires. Le consensus pour 2013, qui s'établissait en juin à 0,7 %, prévoit désormais une progression du PIB de 0,2 % seulement (enquête de septembre), du fait notamment des ajustements budgétaires annoncés depuis.

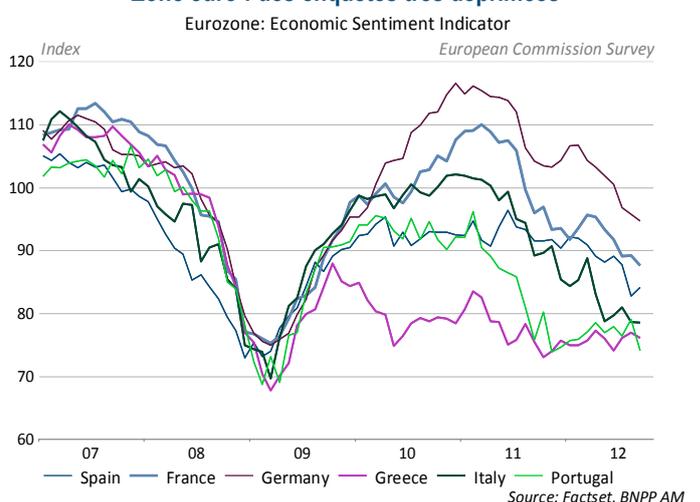
La BCE est prête à déployer son arsenal non conventionnel

A l'occasion du Conseil des Gouverneurs du 4 octobre, la BCE, qui affiche toujours des perspectives de croissance plus solides en moyenne pour l'an prochain (entre -0,4 % et 1,4 %), a souligné « une incertitude toujours élevée pesant sur la confiance et le climat des affaires » et rappelé que les décisions sur les opérations monétaires sur titres (OMT) ont contribué à alléger les tensions sur certains marchés financiers. Si Ben Bernanke s'efforce de convaincre le secteur privé, Mario Draghi s'adresse directement aux gouvernements : « l'efficacité des OMT est liée à l'adoption en due forme et en temps voulu par les États membres des mesures macroéconomiques, structurelles, budgétaires et financières visant à rétablir et à maintenir les fondamentaux macroéconomiques ». La BCE est prête à tout mettre en œuvre pour limiter les tensions financières qui font peser des risques sur l'économie mais ne signera pas un chèque en blanc aux États. Dans ce cadre, il est vraisemblable que les autorités monétaires s'assureront tout d'abord que la transmission de leur politique est assurée par ces nouvelles mesures non conventionnelles avant d'aller plus loin dans l'assouplissement traditionnel. Les taux directeurs n'ont pas été modifiés depuis juillet et les dernières déclarations officielles laissent envisager qu'ils ne le seront pas à brève échéance. Benoît Coeuré, membre du directoire, a ainsi clairement indiqué que « l'opinion du Conseil c'est qu'une baisse supplémentaire des taux n'était pas nécessaire. En particulier, mais pas uniquement, à la lumière de l'évolution de l'inflation ». En septembre, l'inflation s'est établie à 2,7 %. Même si elle devrait s'infléchir en 2013 du fait de la faible croissance attendue, un tel niveau doit probablement inquiéter certains membres du Conseil. Par ailleurs, l'évolution toujours dégradée de la distribution du crédit (-0,8 % pour les prêts aux entreprises, -2,4 % pour le crédit à la consommation et +0,8 % pour les prêts hypothécaires) montre que la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle est encore loin d'être assurée.

Etats-Unis : les grandes entreprises plus confiantes que les PME



Zone euro : des enquêtes très déprimées





MARCHÉS OBLIGATAIRES

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

Taux toujours bas aux US, marchés du Crédit encore soutenus mais avec un potentiel limité

Stabilisation économique qui semble se confirmer aux US

Les taux continueront de rester bas

Conditions économiques encore favorables au Crédit US, mais potentiel limité

Encore une fois, les chiffres récents suggèrent que **le contexte économique américain** est en train de se stabiliser, comme le montrent les indicateurs d'activité ou les surprises économiques. Des nouvelles positives nous parviennent du secteur immobilier alors, qu'au sein du marché du travail nous n'assistons pas encore à des créations d'emploi trop élevées, malgré une accélération dans la baisse du taux de chômage. Cela ne change toutefois pas les piliers de la politique monétaire actuelle, à savoir le maintien de conditions accommodantes bien après la reprise économique (2015 est le nouvel horizon de maintien de taux bas décidé par la Fed), en liant d'éventuelles mesures supplémentaires aux perspectives de l'emploi. En ce qui concerne les mesures fiscales, là aussi la situation n'a pas évolué de manière sensible, et il faudra encore attendre le résultat des élections et les conclusions des discussions sur les politiques budgétaires de court et long terme, avec un compromis de dernière minute toujours probable. S'il est donc difficile d'estimer l'impact de telles mesures fiscales sur la croissance américaine en 2013, le consensus semble s'aligner sur un niveau qui devrait fluctuer autour de 2 %. Bien que plus élevé que dans 'autres pays développés, ce rythme de croissance n'est pour autant pas très élevé en absolu. Ces perspectives de croissance, en l'absence de risques inflationnistes et en parallèle avec les interventions de la Fed, devraient maintenir les taux bas, tant sur la partie courte que sur la partie plus longue de la courbe (10 ans). Les opérations dites « quantitatives » interviennent en effet aujourd'hui à partir d'anticipations d'inflation bien plus élevées que celles vues lors des précédentes interventions (QE1 et QE2), suggérant que toute baisse des taux réels devrait exercer aujourd'hui des pressions baissières sur les taux nominaux.

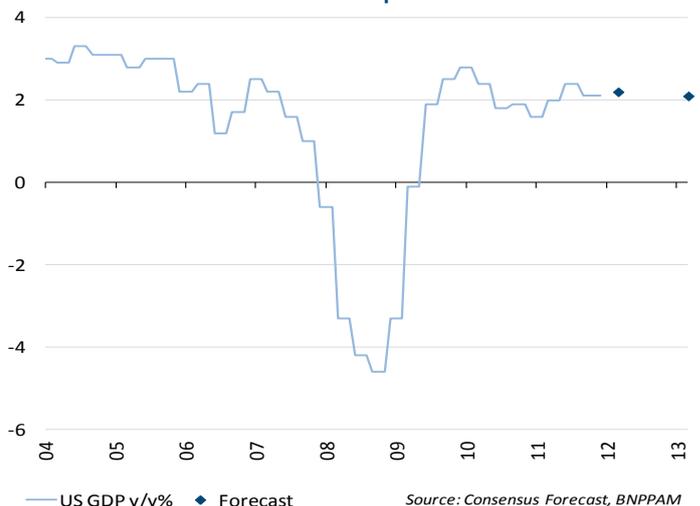
En ce qui concerne les obligations d'émetteurs privés, nous maintenons notre **légère exposition au crédit** américain, où un tel contexte économique reste plutôt favorable aux marchés, même si le rally récent limite le potentiel d'appréciation, alors que certains ratios commencent à se dégrader.

En Europe, au-delà des chiffres économiques toujours peu encourageants, l'attention reste toujours tournée vers l'Espagne et la demande d'aide qu'elle pourrait présenter afin de pouvoir bénéficier du programme d'achat de titres (OMT) de la BCE, alors qu'un autre sommet Européen important aura lieu en octobre. Les annonces de la part des gouvernements seront importantes dans la mesure où la Banque centrale est aujourd'hui plutôt en position d'attente après les mesures annoncées en septembre.

Toujours pas de « bear market » en vue sur les obligations d'Etat



Prévisions de croissance aux US plutôt favorables au crédit





MARCHÉ DES CHANGES

Les Banquiers centraux font aussi bouger les devises

Quel sera le prochain « thème » joué sur les changes ?

Les politiques monétaires ont été les principaux déclencheurs des mouvements observés depuis septembre sur le marché des changes, en particulier sur la parité EUR/USD. L'annonce faite par Mario Draghi le 6 sur les modalités des achats de titres publics a permis le franchissement à la hausse d'une résistance importante qui s'appuyait sur le point haut de juin (1,2748). La parité EUR/USD s'est ainsi rapidement dirigée vers 1,30, passant au-dessus de ce niveau au lendemain de l'annonce d'une nouvelle phase d'assouplissement quantitatif (QE3) par Ben Bernanke le 13 septembre. Après avoir retrouvé le 17 son plus haut niveau depuis début mai à 1,3172, la parité est repartie à la baisse pour revenir à 1,28 début octobre. Elle a par la suite évolué sans tendance entre 1,28 et 1,30. Comme au cours de l'été, lorsque les Banques centrales avaient largement évoqué leurs intentions en matière de politique monétaire, les investisseurs jouent la disparition des risques extrêmes sur la zone euro (positif pour la devise) et considèrent plutôt que les injections de liquidités par la Fed sont de nature à affaiblir le dollar. Notons toutefois que le point haut de l'euro face au dollar en septembre correspond au point haut des grands indices actions, ce qui signifie que le thème du dollar comme « devise refuge » n'a pas été abandonné. La rapidité des mouvements suggère des ajustements de positions spéculatives au cours des dernières semaines. Les positions nettes contre l'euro, qui étaient encore très négatives en juillet et août, se sont en effet réduites. Cette normalisation devrait enlever un soutien mécanique de court terme à la devise européenne. Au-delà de ces facteurs de court terme, nous restons convaincus que le thème du différentiel de croissance reviendra au premier rang des préoccupations des intervenants sur le marché des changes dans les prochains mois. Ce différentiel est bien sûr largement favorable au dollar vis-à-vis de l'euro et, dans ce contexte, un statu quo sur les taux directeurs de la BCE ne devrait pas avoir d'impact durable sur la parité. Par ailleurs, en termes effectifs, le dollar est plutôt bas à l'heure actuelle. Après avoir perdu 3,5 % depuis fin juillet face à un panier de devises, il se situe à peine 5 % au-dessus de son point bas touché à l'été 2011. Il n'est pas certain que les partenaires commerciaux des Etats-Unis tolèrent encore longtemps cette situation.

Nouvel assouplissement monétaire au Japon et en Australie

Dans ce cadre, et alors que la parité USD/JPY n'est pas parvenue à passer durablement au-dessus de 78 en septembre, la Banque du Japon a annoncé une nouvelle augmentation de son programme d'achats de titres destiné à soutenir l'activité et à contrer l'appréciation du yen. La dernière enquête conjoncturelle de la BoJ (Tankan) a révélé une dégradation du climat économique, les exportations apparaissant pénalisées par le niveau de la devise. Le yen était revenu vers 77 pour un dollar courant septembre, au plus bas depuis sept mois (77,13 le 13) après l'annonce de la Fed sur le QE3. Ce mouvement avait conduit le ministre japonais des Finances à évoquer une possible intervention sur le marché des changes. La baisse surprise des taux en Australie début octobre, même si elle a été justifiée essentiellement par le ralentissement en Asie, est peut-être une première bataille du nouvel épisode de la « guerre des devises » alors que la parité AUD/USD est repassée au-dessus de 1 depuis juin.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2011	10-Oct-12	4Q 2012		1Q 2013		2Q 2013		3Q 2013	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.30	1.2896	1.23	1.26	1.15	1.25	1.15	1.25	1.15	1.25
	USD / JPY	77	78.19	77	82	80	90	80	90	80	90
	USD / CAD	1.02	0.9782	0.90	1.00	0.90	1.00	0.95	1.05	0.95	1.05
	AUD / USD	1.03	1.0203	0.95	1.05	0.95	1.05	0.90	1.00	0.90	1.00
	GBP / USD	1.55	1.5999	1.46	1.66	1.41	1.60	1.41	1.60	1.41	1.60
	USD / CHF	0.94	0.9388	0.96	0.99	1.00	1.08	1.00	1.08	1.00	1.08
EUR Block	EUR / JPY	100	100.83	95	102	96	108	96	108	96	108
	EUR / GBP	0.84	0.8061	0.75	0.85	0.75	0.85	0.75	0.85	0.75	0.85
	EUR / CHF	1.21	1.2106	1.20	1.23	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30

Source: BNPP AM as of 10/10/2012



MARCHÉS ACTIONS

MARCHES DEVELOPPES

Adoption d'une position tactique positive

Valorisation toujours attractive après la récente expansion des multiples

Les surprises économiques positives soutiennent le marché actions, du moins à court-terme

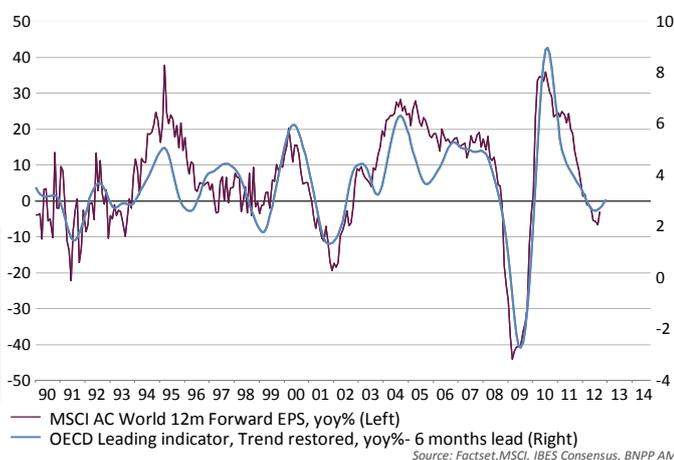
Les actions des Banques centrales en septembre -la Fed et la BCE en particulier s'engageant à fournir d'abondantes liquidités (QE3 aux Etats-Unis et OMT en zone euro)- ont non seulement permis de réduire l'aversion au risque et de diminuer le risque souverain en Europe mais aussi au rally des marchés actions débuté en juin dernier de se prolonger grâce à une expansion des multiples de valorisation. Après la hausse de plus de 10 % de ces quatre derniers mois, la valorisation des marchés actions demeure attractive : le P/E prospectif à 12 mois du MSCI World s'inscrit à 12,4x fin septembre soit une décote de 25 % par rapport à sa moyenne de longue période. A partir du niveau actuel, la hausse des multiples de valorisation devrait se poursuivre mais son potentiel d'augmentation apparaît plus limité et pourrait s'essouffler plus rapidement que lors des précédents programmes d'assouplissement quantitatif de la Fed. Relativement aux autres classes d'actifs, les actions sont également attractives et les dividendes offrent un rendement intéressant (3,1 % pour le MSCI World) mais le risque d'un durcissement de la fiscalité des dividendes (Etats-Unis par exemple) pourrait cependant peser dans la décision des investisseurs.

Les récentes statistiques économiques ont dans l'ensemble été supérieures aux attentes et suggèrent que l'activité a très probablement atteint un point bas au cours du troisième trimestre, comme l'indiquent le rebond de l'indice PMI global en septembre et les indicateurs avancés de l'OCDE. L'amélioration est principalement observée aux Etats-Unis où l'indice ISM manufacturier s'est inscrit à 51,5 en septembre contre 49,7 en moyenne pendant l'été, la confiance des consommateurs a rebondi et le marché immobilier montre des signes de redressement. Par conséquent, les révisions des perspectives bénéficiaires devraient commencer à se stabiliser puis devenir positives dans les mois qui viennent à mesure que la reprise se confirme pour 2013. Le solde net des révisions des BPA prospectifs à 12 mois pour le MSCI World s'est redressé en septembre pour le deuxième mois consécutif. La reprise économique pourrait cependant s'avérer modeste du fait du désendettement nécessaire du secteur public dans les années qui viennent. Par ailleurs, le taux de marge est très élevé et il pourrait être de plus en plus difficile pour les entreprises de continuer à accroître significativement leurs marges alors que le processus de réduction des coûts est déjà bien avancé.

Les actions décisives des Banques centrales, les données rassurantes sur le cycle économique à court terme et la valorisation attractive nous conduisent à adopter une position tactique positive sur les marchés actions développés. L'évolution des indices boursiers pourrait toutefois s'avérer chahutée en raison des incertitudes politiques toujours importantes qui devraient continuer d'alimenter la nervosité des investisseurs.

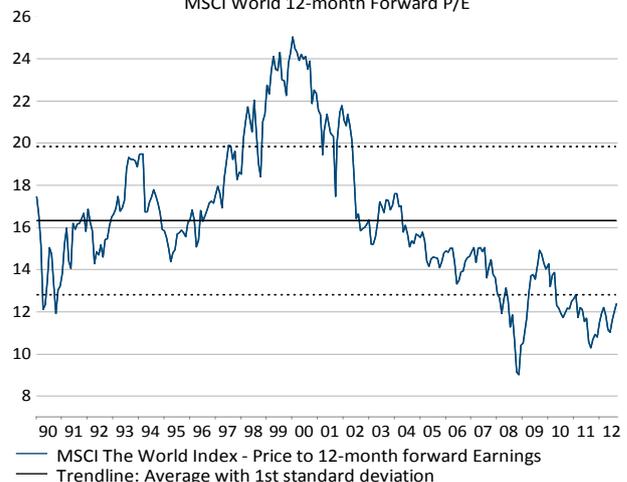
Cycle des bénéfices : redressement en vue

Earnings Cycle of the MSCI World



Valorisation attractive

MSCI World 12-month Forward P/E





MARCHES DEVELOPPES

Préférence pour les Etats-Unis et la zone euro

Malgré les incertitudes liées à l'issue des élections et à la politique fiscale (« fiscal cliff »), nous adoptons ce mois-ci une **vue plus constructive sur les Etats-Unis, passant de neutre à surpondérer**. Les perspectives de reprise économique pour l'an prochain sont certes modestes mais plus favorables comparativement aux autres pays développés. Surtout, de nombreux indicateurs publiés ces dernières semaines soulignent que l'économie a probablement atteint un point bas et devrait s'améliorer au cours des prochains mois : l'ISM manufacturier a progressé en septembre pour s'inscrire à 51,5 contre 49,7 en moyenne cet été, la confiance des consommateurs a rebondi et le marché de l'immobilier se redresse progressivement. Dans ce contexte, le momentum des révisions de bénéfices des entreprises du S&P 500 devrait se retourner à la hausse dans les mois à venir. Cette conjonction de surprises économiques positives et d'amélioration des perspectives bénéficiaires est favorable au marché actions américain, qui reste également porté par l'extraordinaire assouplissement quantitatif de la Fed et par un momentum de performances relatives positif.

Nous maintenons notre **surexposition à la zone euro** adoptée le mois dernier suite à la décision de la BCE de lancer un programme de rachat illimité d'obligations d'Etats (OMT), diminuant ainsi le risque souverain en zone euro. Les incertitudes politiques demeurent toutefois toujours élevées et les perspectives économiques négatives mais les actions européennes pourraient bénéficier, comparativement aux autres marchés, d'une valorisation relative très attractive et d'un rendement du dividende élevé.

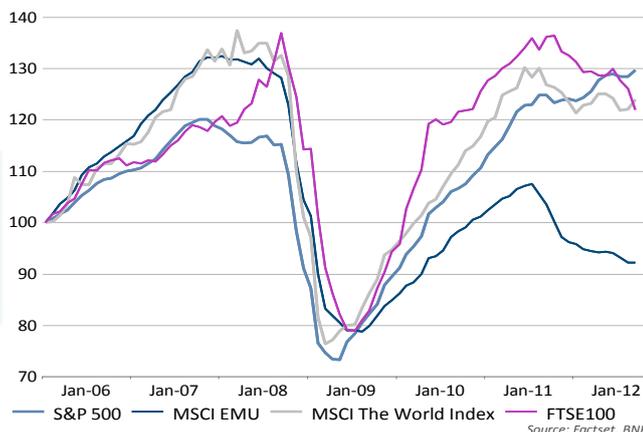
Le **marché suisse** offre également de belles perspectives et nous passons de **neutre à surpondérer**. La valorisation relative est élevée mais ce marché défensif bénéficie d'une surprenante résistance de l'activité économique malgré le ralentissement européen, d'un redressement important des révisions des bénéfices et d'un momentum de performances relatives mieux orienté.

En revanche, **nous restons sous-exposé au Royaume-Uni, Japon et Canada**. Le **marché britannique**, malgré une décote de valorisation relative très attrayante, devrait continuer d'être pénalisé par les incertitudes concernant les futures actions d'assouplissement monétaire de la BoE et par les prévisions de croissance bénéficiaires fortement revues à la baisse. Au **Japon**, les perspectives économiques défavorables, les bénéfices révisés à la baisse et le momentum des performances relatives négativement orienté nous conduisent à rester prudent sur ce marché.

La **neutralité sur l'Australie** est maintenue du fait d'une valorisation relative chère et du ralentissement de l'activité (notamment des exportations de matières premières) en lien avec l'économie chinoise.

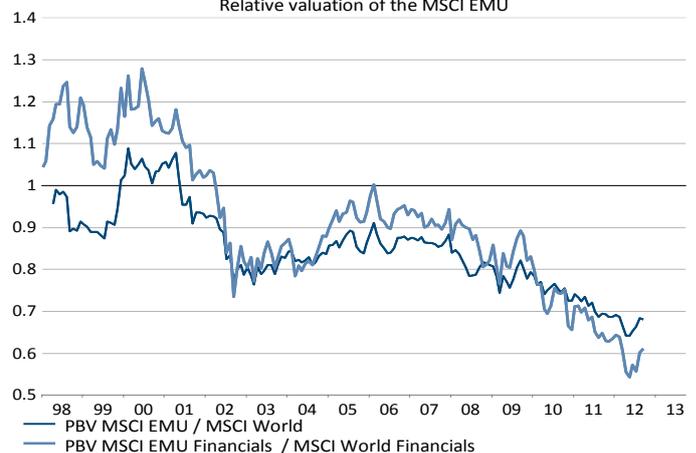
Perspectives bénéficiaires supérieures pour le S&P 500

12M Forward EPS of the S&P 500 and MSCI World



Valorisation relative du MSCI EMU historiquement attractive

Relative valuation of the MSCI EMU





MARCHES EMERGENTS

Neutralité maintenue

La baisse de l'aversion au risque est favorable aux actions émergentes ...

... mais les fondamentaux sont peu porteurs

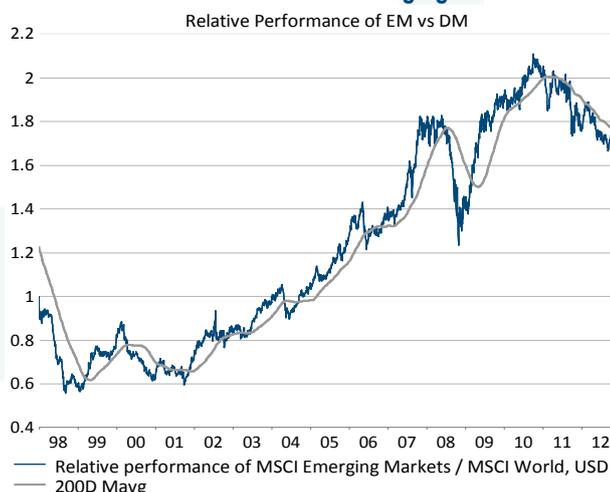
Les nouvelles mesures d'assouplissement monétaire, et plus précisément les décisions prises en septembre par la Fed et la BCE, en créant des conditions de financement favorables et en réduisant considérablement le risque souverain en zone euro, sont très favorables aux classes d'actifs les plus risquées, dont les actions émergentes. L'indice MSCI Emerging a d'ailleurs rebondi de 5,1 % (exprimé en USD) depuis début septembre, surperformant le MSCI World de 3 points.

Nous préférons toutefois rester prudents en maintenant notre exposition à neutre du fait du ralentissement économique dans les régions émergentes et de craintes du retour des pressions inflationnistes dans certains pays. La hausse des cours des matières premières agricoles et de l'énergie devrait se répercuter progressivement dans les prix à la consommation dans les mois qui viennent alors que certains pays ont aussi augmenté des prix administrés (Russie). Dans ce contexte, les Banques centrales pourraient être amenées à ralentir et/ou repousser l'assouplissement monétaire au moment où le ralentissement économique nécessiterait un soutien plus important de la politique monétaire et/ou budgétaire. Les récentes statistiques publiées continuent de décevoir comme l'indique le solde négatif des indicateurs de surprises économiques. En Chine, la réponse des autorités face au ralentissement en cours est estimée insuffisante par de nombreux observateurs. La période actuelle de transition politique à la tête du Parti Communiste semble en effet créer de l'attente et inciter à repousser les décisions, notamment d'assouplissement monétaire, situation qui suscite des inquiétudes sur la croissance future.

Le ralentissement de l'activité globale se traduit par des bénéfices revus régulièrement à la baisse. Les prévisions de BPA du MSCI Emerging pour 2012 et 2013 ont été abaissées de 7,25 % et 6,4 % respectivement au cours des six derniers mois, portant le taux de croissance attendu à 5,6 % cette année et 12,5 % l'an prochain.

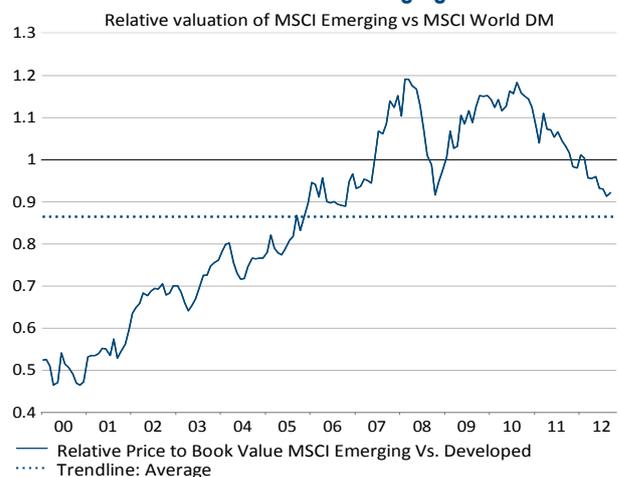
La valorisation des marchés émergents reste attractive malgré la hausse récente, le P/E prospectif à 12 mois du MSCI Emerging s'inscrivant à 10,3x en septembre contre une moyenne de longue période à 12x. Relativement aux marchés développés, les multiples de valorisation sont redevenus plus attractifs (P/E à 12 mois et P/BV relatifs inférieurs à 1) mais ils présentent encore une prime de 7 à 10 % selon le critère de valorisation par rapport à leur moyenne de long terme.

Performance relative MSCI Emerging / MSCI World



Source: Factset, BNPP AM

Valorisation relative MSCI Emerging / MSCI World



Source: Factset, MSCI, BNPP AM



CONTACTS & AVERTISSEMENT

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en octobre 2012, sauf indication contraire. BNPP IP est la source au 12 octobre 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.