



# Stratégie d'investissement

## 14 novembre 2011



<b>ALLOCATION D'ACTIFS</b> .....	<b>2</b>
<b>PERSPECTIVES ECONOMIQUES</b> .....	<b>3</b>
Point de vue .....	3
Zones développées .....	4
Zones émergentes .....	5
<b>MARCHÉS OBLIGATAIRES</b> .....	<b>6</b>
Obligations Gouvernementales .....	6
Crédit IG et HY .....	7
Dettes émergentes .....	8
<b>MARCHÉ DES CHANGES</b> .....	<b>9</b>
<b>MARCHÉS ACTIONS</b> .....	<b>10</b>
Marchés développés .....	10
Marchés émergents .....	12
<b>STRATÉGIES ALTERNATIVES</b> .....	<b>14</b>
Matières Premières .....	14
<b>CONTACT &amp; AVERTISSEMENT</b> .....	<b>15</b>

### La crise en zone euro ne quitte pas la scène

Malgré le sommet du 26 octobre et l'annonce de mesures destinées à juguler la crise, la zone euro continue d'inquiéter et d'occuper le premier rang des préoccupations des marchés. Nous ne pensons pas que les conditions préalables à la fin de cette crise soient encore réunies. Selon nous, la situation ne pourra se stabiliser que lorsque les cas d'insolvabilité auront été identifiés et traités par l'UEM (ce qui inclut la Grèce, mais aussi, au minimum, le Portugal). Or, à cette date, ces pays semblent tombés dans un cercle vicieux entre récession, déficits et politique d'austérité : compte tenu de la forte récession en cours, l'austérité ne réduit pas les déficits. Il faudra donc que la zone euro les aide à relancer leur économie et/ou à restructurer à nouveau la dette dans le futur, et ce malgré les annonces de fin octobre sur la Grèce. Un deuxième stabilisateur devrait venir de la mise en place d'un acheteur de la dette publique en dernier ressort pour aider les pays techniquement solvables mais confrontés à un problème de liquidité. La BCE se refusant à jouer ce rôle (au-delà d'achats temporaires) et certains pays la soutenant dans ce choix, il faudra que le nouvel EFSF se mette en place dans les semaines à venir, pour redonner de la visibilité aux pays tels que l'Italie qui ont connu un envol de leurs coûts de financement. Enfin, nous pensons qu'à plus long terme il importe que l'Europe trace une voie vers une intégration économique plus étroite, pour mettre en place des systèmes de transferts entre pays qui rendent acceptables pour tous le fait de partager la même monnaie. On mesure aisément la difficulté politique de l'entreprise... A moyen et long terme, ces transformations nous apparaissent possibles et permettent d'envisager une stabilisation de la zone, mais le chemin promet de rester difficile.

### Attention au risque de « pro-cyclicité »

Au-delà des aspects financiers de cette crise, notre prudence se justifie par la nature pro-cyclique de la politique économique européenne. Alors qu'une récession commence, la zone euro fait le pari d'une austérité accrue pour conforter la crédibilité budgétaire. Les mesures de réduction des déficits sont ainsi accélérées (Italie, France...) et les banques poussées à réduire la taille de leur bilan (avec le risque de restriction du crédit qui accompagne ce mouvement). Ce choix reste osé (il y a très peu d'exemples historiques de politique pro-cyclique en début de récession) et devrait peser sensiblement sur la conjoncture en 2012. Certes, la politique monétaire devient plus accommodante avec la dernière baisse des taux de la BCE et ce biais devrait se confirmer.

Le tableau est plus nuancé hors de la zone euro : l'économie américaine se stabilise sur un taux de croissance faible mais positif, et les émergents devraient maintenir leurs taux de croissance. Compte tenu de la nature des risques soulevés par la crise de l'UEM alors que la croissance mondiale manque d'une dynamique forte, nous pensons toutefois que l'environnement pourrait rester difficile. Les marchés actions et l'euro ont relativement bien résisté à la dégradation de l'obligataire « périphérique » jusqu'à présent. Les tensions financières pourraient cependant les pénaliser plus fortement, et nous n'excluons pas de nouveaux plus bas dans les mois à venir si des sujets comme la solvabilité de l'Italie et ses implications financières continuent de préoccuper les investisseurs. Nos préconisations restent donc similaires à celles d'octobre, avec entre autres une sous-pondération des actions développées et la recherche d'alternatives.



## ALLOCATION D'ACTIFS

### Décisions d'allocation

- Recommandations négative sur les actions développées, et neutre sur les actions émergentes, pour lesquelles nous conservons une préférence.
- Quasi-neutralité sur les emprunts d'Etat et le crédit. Nous attendons une fenêtre pour revenir sur la dette émergente en monnaie locale.

### Arbitrage actions développées

- Nous préconisons une surexposition relative principalement au Japon et au Royaume-Uni et revenons à la neutralité sur les Etats-Unis.
- Maintien d'une position négative sur les actions de la zone euro.
- Neutralité sur la Suisse, sous-pondération du Canada et de l'Australie.

### Arbitrage actions émergentes

- Préférence inchangée pour la Chine, dans une moindre mesure la Russie.
- Neutralité sur l'Inde, la Corée et l'Afrique du Sud.
- Sous-pondération de la Turquie, de Taiwan et du Brésil (en réduction pour ce dernier).

## Synthèse de nos recommandations

### ASSET ALLOCATION MODEL PORTFOLIO

November 2011

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

	Alpha	Current weight	Previous weight
<b>EQUITIES</b>			
Developed Equities	-0.10	-0.6%	-0.5%
Emerging Equities	0.07	0.2%	0.3%
<b>FIXED INCOME</b>			
Government Bonds	0.08	2.5%	3.1%
Investment Grade	-0.03	-0.9%	0.5%
High Yield	-0.08	-1.2%	1.3%
Emerging Debt	0.04	0.4%	-0.8%
Emerging Debt Local	0.04	0.5%	0.4%
<b>COMMODITIES</b>			
Brent Oil	-0.04	-0.1%	-0.3%
Base Metals	0.05	0.4%	0.9%
Gold	0.45	2.3%	2.2%
Agricultural	-0.03	-0.2%	-0.5%
Cash Euro		-3.3%	-6.8%
<b>Module Total</b>		<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>

#### PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	2.00%
Real Ex-ante Volatility	1.08%

#### EQUITY DEVELOPED COUNTRIES <sup>1</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
<b>US</b>	<b>0.01</b>	<b>0.2%</b>	1.0%
Canada	-0.08	-2.0%	-2.9%
Euroland	-0.10	-2.8%	-2.5%
Japan	0.10	1.8%	2.3%
UK	0.11	4.0%	3.2%
Switzerland	0.05	1.6%	0.5%
Australia	-0.09	-2.8%	-1.5%
<b>Module Total</b>	<b>0.00</b>	<b>0.0%</b>	0.0%

#### BOND COUNTRIES SOVEREIGN <sup>1</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
<b>US</b>	<b>-0.25</b>	<b>-16.0%</b>	0.0%
Euroland	0.13	8.3%	0.0%
Japan	0.00	0.0%	0.0%
UK	0.13	7.6%	0.0%
Switzerland	0.00	0.0%	0.0%
<b>Module Total</b>	<b>0.00</b>	<b>0.0%</b>	0.0%

#### EQUITY EMERGING COUNTRIES <sup>2</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
<b>Brazil</b>	<b>-0.07</b>	<b>-0.5%</b>	-1.1%
China	0.27	1.8%	3.6%
India	0.06	0.4%	0.4%
South-Korea	0.00	0.0%	0.3%
Taiwan	-0.26	-1.7%	-3.2%
Russia	0.23	1.1%	1.7%
South Africa	-0.01	-0.1%	0.1%
Turkey	-0.23	-1.0%	-1.8%
<b>Module Total</b>	<b>0.00</b>	<b>0.0%</b>	0.0%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

Source : BNPP AM



## PERSPECTIVES ECONOMIQUES

### POINT DE VUE

#### Une croissance américaine modeste soutenue par la politique économique

##### Rebond de la croissance au troisième trimestre

Aux **Etats-Unis**, la croissance du PIB s'est accélérée au 3<sup>e</sup> trimestre par rapport à un premier semestre très décevant (0,4 % au 1<sup>e</sup> trimestre et 1,3 % au 2<sup>e</sup>) qui avait, on s'en souvient, fait naître des craintes de retour de la récession. Comme nous l'envisagions, à 2,5 % en rythme annualisé la croissance se révèle satisfaisante même si elle reste modérée. De surcroît, les composantes de la demande interne sont encourageantes à court terme, la contribution négative des stocks (-1,1 pp) permettant d'envisager une correction de ce facteur au prochain trimestre. Par ailleurs, même après une belle progression trimestrielle (+17,4 % en rythme annualisé), la part de l'investissement productif dans le PIB (environ 10 %) est encore bien loin du niveau qui devrait être observé plus de deux ans après la fin de la récession. Dans les prochains trimestres, l'obsolescence des biens d'équipement devrait se traduire par une progression plus sensible des dépenses d'investissement comme le montrent les commandes à l'industrie. Par ailleurs, les indices calculés à partir des enquêtes auprès des directeurs d'achats (ISM) se maintiennent au-dessus de 50, traduisant une expansion de l'activité dans le secteur manufacturier comme dans les services.

##### Le secteur manufacturier résiste au tassement de l'activité mondiale

Depuis deux trimestres, **l'investissement résidentiel** ne pèse plus sur la croissance en raison de la stabilisation du marché immobilier. Il est encore bien trop tôt pour parler d'amélioration étant donné que le tiers des ventes dans l'ancien est constitué de biens saisis, ce qui pèse sur les prix et exerce une concurrence « déloyale » sur le marché du neuf. Par ailleurs, une part des transactions est réalisée en cash par des investisseurs visant le marché locatif tandis que, de l'avis des promoteurs, les ménages n'obtiennent pas facilement de prêts et peuvent être amenés, pour cette raison, à renoncer à leur projet. Les banques interrogées par la Fed ne déclarent pourtant pas avoir durci leurs conditions d'octroi sur ce type de crédit. Après un 2<sup>e</sup> trimestre marqué par un net repli des achats de biens durables (-5,3 %) pour cause d'indisponibilité de nombreux modèles d'automobiles –conséquence des interruptions de production au Japon– la consommation privée a rebondi au 3<sup>e</sup> trimestre passant de 0,7 % à 2,4 %. Ce rythme est satisfaisant mais repose en partie sur une baisse du taux d'épargne (de 5 % en début d'année à 3,6 % en septembre, au plus bas depuis fin 2009). Une nette reprise de la consommation est indispensable pour assurer une croissance de l'économie durablement plus soutenue. Une telle hypothèse est difficile à envisager tant que **l'emploi** pèsera sur le moral des ménages et limitera la progression des salaires. Les créations d'emploi, bien qu'en hausse (153 000 par an dans le secteur privé depuis le début de l'année) ne suffisent pas à faire baisser le taux de chômage (9 %). En termes réels, le revenu des ménages progresse de moins de 3 % à l'heure actuelle, si bien que la consommation privée devrait augmenter de 2 % à 2,5 % dans les prochains trimestres (sous l'hypothèse d'une reconstitution raisonnable de l'épargne face aux incertitudes sur la croissance et la politique budgétaire). Un tel résultat est meilleur qu'en début d'année mais reste en deçà des performances historiques.

##### Toujours les mêmes faiblesses : l'immobilier et l'emploi

##### La Fed veille

La Fed n'a pas annoncé de modification de sa **politique monétaire** lors de sa dernière réunion qui s'est tenue début novembre. Elle a présenté des projections économiques revues à la baisse par rapport aux chiffres publiés en juin et n'envisage pas de voir passer le taux de chômage nettement sous 8 % avant 2014. Le ton des commentaires officiels est de plus en plus prudent sur la conjoncture, ce qui laisse espérer le maintien d'une politique monétaire très accommodante, voire l'annonce prochaine d'un nouveau programme d'assouplissement quantitatif avant même juin 2012 soit la fin prévue de « l'opération Twist » présentée en septembre.

### Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP YoY %								Inflation YoY %																											
	2010				2011				2012				2010				2011				2012															
	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M												
M= Mean; H= High; L=Low																																				
<b>Developed Economies</b>																																				
<b>USA</b>	3.0	1.7	1.9	1.5	[1.6]	1.9	3.1	0.4	[2.1]	1.6	3.1	3.3	2.8	[3.1]	2.1	3.3	1.3	[2.1]	3.2	2.3	2.7	2.1	[2.3]	2.0	2.5	1.5	[2.1]	1.8	2.8	3.1	2.7	[2.8]	1.9	2.5	1.4	[2.0]
<b>Canada</b>	1.7	1.6	1.8	1.5	[1.7]	0.6	1.4	-0.5	[1.0]	1.6	2.6	2.7	2.4	[2.6]	1.8	2.5	1.3	[1.8]	1.7	1.6	1.8	1.5	[1.7]	0.6	1.4	-0.5	[1.0]	1.6	2.6	2.7	2.4	[2.6]	1.8	2.5	1.3	[1.8]
<b>Eurozone</b>	1.8	1.0	1.6	0.8	[1.2]	1.5	2.4	0.7	[1.8]	3.3	4.4	4.5	4.2	[4.4]	2.7	3.6	2.1	[2.7]	2.7	2.0	2.3	1.6	[2.0]	1.1	2.0	0.0	[1.3]	0.7	0.4	0.5	0.3	[0.5]	0.4	1.0	-0.2	[0.7]
<b>UK</b>	2.7	2.0	2.3	1.6	[2.0]	1.1	2.0	0.0	[1.3]	0.7	0.4	0.5	0.3	[0.5]	0.4	1.0	-0.2	[0.7]	4.0	-0.5	0.0	-1.1	[-0.5]	2.2	3.5	0.9	[2.4]	-0.7	-0.2	0.3	-0.5	[-0.2]	-0.2	0.8	-0.9	[-0.2]
<b>Switzerland</b>	2.7	2.0	2.3	1.6	[2.0]	1.1	2.0	0.0	[1.3]	0.7	0.4	0.5	0.3	[0.5]	0.4	1.0	-0.2	[0.7]	2.7	2.0	2.3	1.6	[2.0]	1.1	2.0	0.0	[1.3]	0.7	0.4	0.5	0.3	[0.5]	0.4	1.0	-0.2	[0.7]
<b>Japan</b>	4.0	-0.5	0.0	-1.1	[-0.5]	2.2	3.5	0.9	[2.4]	-0.7	-0.2	0.3	-0.5	[-0.2]	-0.2	0.8	-0.9	[-0.2]	4.0	-0.5	0.0	-1.1	[-0.5]	2.2	3.5	0.9	[2.4]	-0.7	-0.2	0.3	-0.5	[-0.2]	-0.2	0.8	-0.9	[-0.2]
<b>Australia</b>	2.7	1.7	2.2	1.2	[1.8]	3.5	4.6	2.5	[3.7]	2.8	3.4	3.7	3.0	[3.4]	2.9	3.4	2.1	[2.9]	2.7	2.0	2.3	1.6	[2.0]	1.1	2.0	0.0	[1.3]	0.7	0.4	0.5	0.3	[0.5]	0.4	1.0	-0.2	[0.7]

Source: Consensus Forecasts as of 10/10/2011



## ZONES DEVELOPPEES

### La zone euro devrait connaître une nouvelle récession

#### Des enquêtes très dégradées

Dans la zone euro, essayer de se distraire des imbroglios politiques en s'intéressant aux données économiques revient à faire le plein de **mauvaises nouvelles**. En effet, le retour de la récession paraît désormais inévitable alors que les enquêtes ont continué de se dégrader en septembre et octobre, contrairement à ce qui a pu être observé aux Etats-Unis. Les indices PMI, qui reflètent l'opinion des directeurs d'achats, sont passés pour la plupart sous 50 en septembre. En octobre, l'indice composite (manufacturier et services) a perdu 2,6 points pour ressortir à 46,5 pour l'ensemble de la zone euro, au plus bas depuis juin 2009. Plus grave encore, les Etats membres qui résistaient jusqu'à présent, comme la France et l'Allemagne, ont vu leur situation se dégrader fortement (indices à 45,6 et 50,3 respectivement) tandis que les deux autres grandes économies européennes (Italie et Espagne) ont basculé en récession (43,1 et 41,7). Une contraction de l'activité devrait intervenir après une croissance modeste au 3<sup>e</sup> trimestre. Le consensus des économistes privés (*cf. page précédente*) ne reflète pas encore tout à fait cette réalité. De nouvelles révisions à la baisse des perspectives, alimentant le pessimisme, devraient donc intervenir.

#### Une prise de conscience des difficultés à venir

Dans ses prévisions d'automne publiées le 10 novembre, la Commission européenne a revu ses chiffres de croissance et affiche désormais 0,5 % en 2012 contre 1,9 % lors des prévisions de printemps. Le chiffre (proche du consensus) apparaît encore trop élevé et contraste avec les commentaires officiels très pessimistes : « la chute brutale de la confiance freine l'investissement et la consommation tandis que le ralentissement de la croissance mondiale pèse sur les exportations et que l'assainissement budgétaire à opérer d'urgence pèse sur la demande intérieure ». Le diagnostic, partagé par la BCE, est pertinent et étayé par les indicateurs disponibles. La consommation a déjà commencé à marquer le pas alors que l'emploi a arrêté de s'améliorer, et la production et les nouvelles commandes à l'industrie s'étiolent.

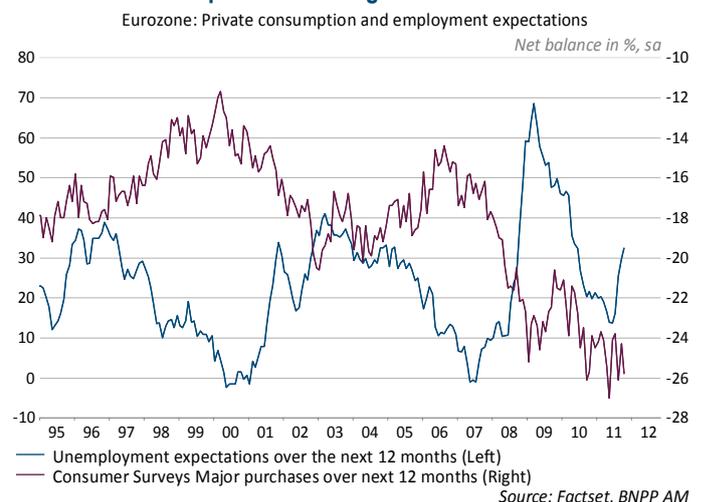
#### La BCE va devoir se faire violence

Dans ce contexte, **la baisse de 25 pb des taux de la BCE** annoncée le 3 novembre ne suffira pas à redresser la confiance ni, bien sûr, l'activité. La politique monétaire apparaît pourtant comme le seul outil disponible alors que les restrictions budgétaires se multiplient et que la progression du crédit ralentit, sous l'effet de l'offre comme de la demande. La BCE devrait poursuivre la baisse de ses taux directeurs (et pourrait même faire passer le taux refi sous 1 % qui constitue pour l'instant le plus bas jamais atteint). Elle maintiendra aussi le refinancement illimité des banques. Alors que la crise souveraine s'est étendue, il serait judicieux que la BCE se présente « officiellement » comme l'acheteur en dernier ressort étant donné que le FESF nouvelle mouture résultant du sommet européen du 26 octobre n'est pas encore opérationnel. En effet, depuis la reprise de ses achats de titres publics dans le cadre du SMP (Securities Markets Programme), elle a acquis 110 milliards d'euros (portant le total depuis la création du SMP à 183 milliards) tout en rappelant que le programme continue et est destiné à restaurer une meilleure transmission de la politique monétaire. L'annonce d'une véritable politique de QE (avec un objectif ambitieux de rachats de dette) aurait le mérite de donner du temps à l'Italie pour régler son problème de liquidité avant qu'il ne se transforme en problème de solvabilité (qui n'est pas en germe dans les déséquilibres des finances publiques italiennes). La crise souveraine ne serait pas réglée pour autant mais une telle décision permettrait peut-être aux Etats membres de s'affranchir de la pression des marchés pour renouer avec une politique économique plus contra-cyclique que l'actuelle surenchère dans les restrictions budgétaires.

Etats-Unis : croissance correcte sans plus



Zone euro : la peur du chômage limite la consommation





## ZONES EMERGENTES

### Poursuite de la détérioration du cycle économique

**Les économies émergentes résistent, malgré la volatilité croissante provenant des économies développées**

Le cycle économique des pays émergents continue à se ralentir, selon les indicateurs avancés et les sondages d'opinion. Les économies les plus cycliques et exposées à la demande externe, comme Taiwan, sont particulièrement impactées. Les cycles de la production industrielle des pays émergents et développés se sont écartés depuis le ralentissement début 2011, reflétant une certaine résistance de la demande domestique dans les émergents. Cependant, une décorrélation totale des cycles à l'instar de la grande crise financière en 2008 est exclue car, cette fois, la Chine est nettement plus réticente à stimuler agressivement son économie par des grands plans de relance.

Nous pensons que le ralentissement actuel est principalement cyclique et normal compte tenu du fort rebond par rapport au creux de 2008. Rappelons que la production industrielle et les exportations des émergents ont bondi de 30 % et 33 % depuis le creux de 2008, contre 10 % et 24 % pour les développés, respectivement. Mais un dérapage est possible si la demande finale se détériore dans les pays développés, ou si les banques occidentales réduisent fortement leurs expositions dans les pays émergents, notamment dans les pays de l'Est. Au niveau des données économiques, l'Amérique latine et l'Europe de l'Est affichent des chiffres meilleurs qu'attendu, tandis que la situation est légèrement moins favorable en Asie.

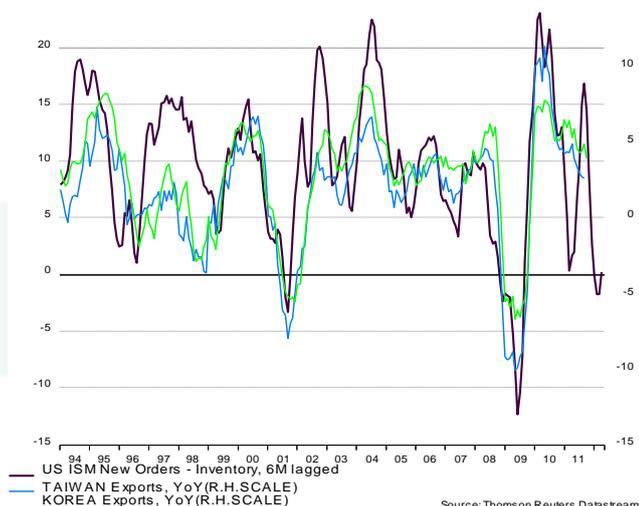
**Les pressions inflationnistes sont moins préoccupantes. Baisse des taux au Brésil et en Indonésie**

La majorité des indices PMI émergents se sont améliorés depuis le mois précédent. L'évolution du différentiel entre les nouvelles commandes et le niveau des stocks est également favorable dans la plupart de l'Asie, excepté pour la Corée du Sud et Taiwan. Ces deux pays sont particulièrement exposés au cycle de l'industrie de la technologie. A l'exception de l'Inde et du Brésil, l'inflation a dépassé son pic de cycle, ce qui permet aux autorités monétaire d'adopter une politique moins restrictive, voire délibérément expansive. C'est le cas du Brésil et de l'Indonésie, qui ont tous deux abaissé leurs taux pour la deuxième fois d'affilée. L'absence de visibilité dans les économies développées, la récente décélération des prix des matières premières, ainsi que des signes de ralentissement de la demande domestique sont autant d'éléments précurseurs de la poursuite du reflux de l'inflation.

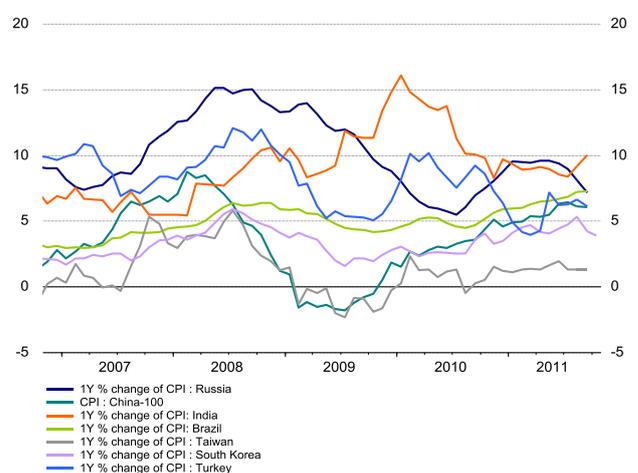
**Atterrissage en douceur en Chine. Prix de l'immobilier en baisse. Assouplissement sélectif**

Avec un PMI se stabilisant légèrement au-dessus de 50 en octobre, notamment pour la partie non-manufacturière, l'économie chinoise résiste plutôt bien. L'inflation devient un problème secondaire, même si le niveau est encore élevé. La politique monétaire est proche d'un point d'inflexion, et davantage de mesures d'assouplissement devraient survenir dans les prochains mois. Les indicateurs de liquidités M1 et M2 sont proches des bas historiques, tandis que les nouveaux prêts bancaires affichent un rebond, reflétant un assouplissement monétaire sélectif pour les petites et moyennes entreprises. Les prix immobiliers commencent enfin à baisser dans les grandes villes, en réaction aux nombreuses interventions des autorités. Certains promoteurs dans la riche ville de Wenzhou tentent désespérément de liquider leurs stocks et vont jusqu'à offrir une voiture de luxe pour l'achat de tout nouvel appartement, rappelant la période juste avant la crise des *subprimes*. L'évolution du prix de l'immobilier est cruciale car la construction représente 15 % du PIB, et l'immobilier plus de la moitié de la richesse d'un ménage chinois.

#### Les exportations devraient poursuivre leur déclin



#### L'inflation des pays émergents est en baisse





## MARCHÉS OBLIGATAIRES

### OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

#### L'activité économique reste faible, les incertitudes en Europe ne disparaissent pas

D'un point de vue économique, les chiffres semblent se stabiliser aux Etats-Unis, réduisant ainsi les craintes de rechute en récession. Cela ne nous rassure que partiellement, car nous pensons que le pays continue d'avoir besoin de stimulus monétaire et budgétaire pour arriver à des taux de croissance faiblement positifs. Le plan de soutien du président Obama pourra augmenter le taux de croissance du PIB selon le nombre de propositions approuvés, mais la tendance sous-jacente reste encore faible.

#### La Fed revoit à la baisse ses prévisions de croissance

De son côté, la Fed a revu à la baisse ses prévisions de croissance pour l'année prochaine, et à la hausse celles du taux de chômage. Lors de sa dernière réunion, il était important pour nous d'avoir plus d'éléments à propos des mesures supplémentaires que la Banque centrale pourrait adopter en cas de nécessité, notamment sa stratégie de communication et des rachats supplémentaires de titres MBS. Concernant le premier point, M. Bernanke semblerait plus ouvert à lier le niveau des taux directeurs aux niveaux de l'emploi ou de l'inflation plutôt que de la croissance, ou à publier plus d'information quant à la trajectoire future des taux, à l'instar de ce qui se fait déjà en annonçant le maintien du niveau de taux actuel jusqu'à la mi-2013. Sur le deuxième point, on dirait qu'une telle mesure est sur la table, mais le Comité est encore indécis. Tout cela nous amène à anticiper des taux courts bas longtemps, une courbe fortement directionnelle et des taux longs qui restent pour l'instant sur des niveaux bas.

#### Les sommets en EU vont dans la bonne direction, mais les détails manquent toujours

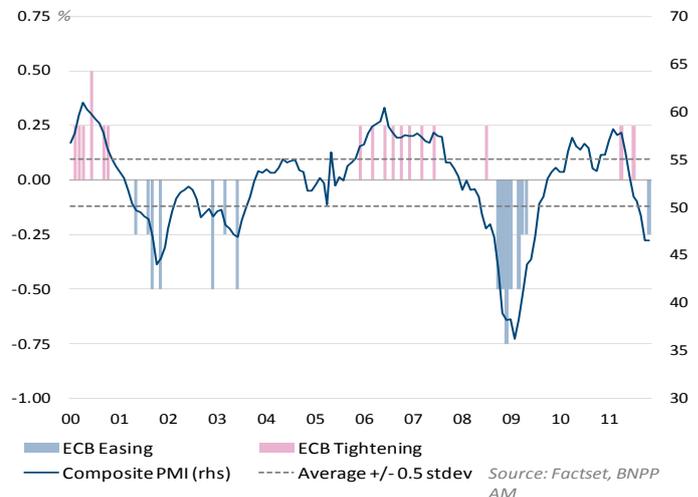
Concernant l'Europe, nous avons eu des sommets importants qui ont confirmé la volonté commune de trouver des solutions, mais qui ont aussi été pauvres en détails quant aux mesures proposées. En même temps, la situation s'est compliquée encore plus en ce qui concerne la Grèce et l'Italie. Au final, le processus décisionnel complexe pour la sortie de crise, les mesures d'austérité budgétaire à implémenter, l'incertitude politique dans certains pays et les problèmes liés aux financements des banques nous livrent un portrait de la zone euro peu encourageant. Les prévisions de croissance des économistes sont revues encore à la baisse, et nous nous attendons à que cette tendance perdure.

La BCE, quant à elle, a déjà baissé les taux lors de la première réunion présidée par Mario Draghi, qui nous semble à ce propos regarder un peu plus loin que son prédécesseur, mais qui garde la même approche quant à la nature extraordinaire des opérations d'achats de titres. Nous nous attendons à une autre baisse de taux de 25 points de base, justifiée par la faiblesse économique actuelle. Dans ce contexte, les taux longs allemands resteront eux aussi à des niveaux bas.

Du stress supplémentaire pour l'Italie



Les baisses de taux de la BCE sont justifiées





## CREDIT IG ET HY

### L'Europe pèse encore sur le crédit

#### L'High Yield US mieux positionné que son homologue européen

Si d'un côté l'environnement économique aux Etats-Unis devrait aider à soutenir le crédit, y compris le plus spéculatif, les nouvelles en provenance d'Europe ne sont pas très rassurantes.

La croissance américaine semble se diriger vers des niveaux faibles mais positifs, même si le soutien budgétaire, aux contours encore incertains, sera encore nécessaire face à une faiblesse de fond persistante. En principe, ce contexte ne devrait pas être défavorable au crédit, là où les valorisations sont attractives, les fondamentaux sains et la classe d'actifs toujours attractive dans un environnement de taux sous-jacents très bas.

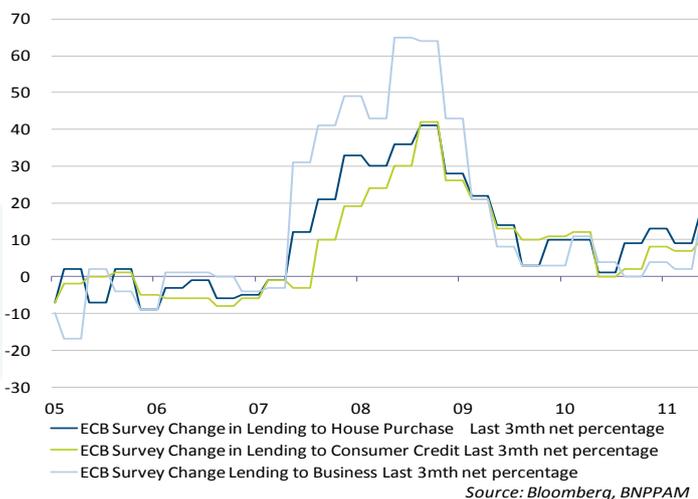
Toutefois, le marché aujourd'hui semble malheureusement être plus tiré par les événements en Europe, où la crise souveraine demeure tendue. Les propositions avancées par les gouvernements lors des réunions récentes vont dans la bonne direction, mais ne fournissent pas trop d'éléments concrets pour pouvoir renverser la tendance. Et si la croissance européenne va connaître une période difficile, avec des indicateurs avancés qui suggèrent une nouvelle récession à venir, il faut aussi reconnaître que la santé des entreprises est aujourd'hui meilleure qu'en 2008.

#### Les banques européennes en difficulté

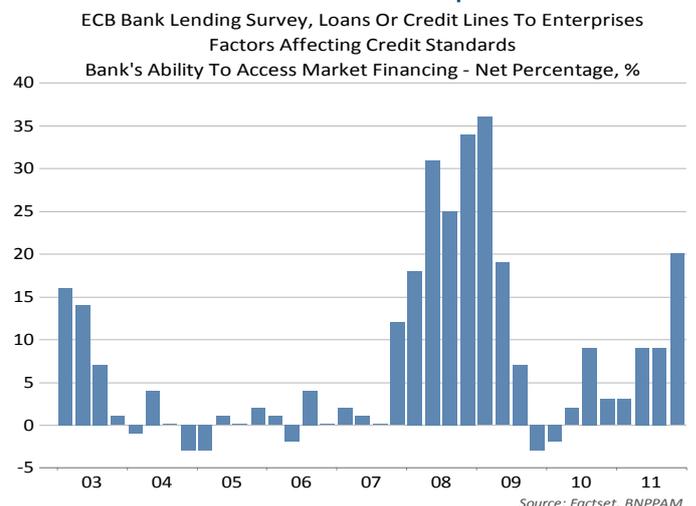
Au niveau des banques, les difficultés des Etats européens pèsent sur les institutions financières qui détiennent de la dette d'Etat. La conséquence est un assèchement du marché primaire, qui ne permet pas un financement équilibré au-delà des liquidités fournies par la BCE à court terme. Les autorités ont bien compris cela, et ont convenu de garanties pour permettre aux banques de venir plus facilement sur le marché. Si celle-ci nous semble une bonne initiative, visant entre autre à limiter la réduction des bilans, sa mise en place, qui devrait se faire au niveau européen et pas national, semble plus difficile à réaliser. En même temps, ce point est crucial car nous assistons aujourd'hui à une détérioration des conditions d'octroi de crédit par les banques européennes, qui indiquent que leur difficulté d'accès au marché devient un facteur de plus en plus important pesant sur les crédits aux entreprises. Un crédit moins abondant et plus cher n'est pas bon pour l'économie et pour les entreprises plus dépendantes du financement bancaire.

Globalement, nous avons un biais tactique plutôt négatif sur le crédit, avec une vue relative plus constructive pour les Etats-Unis que pour l'Europe.

#### Resserrement des conditions de crédit par les banques...



#### ...à cause d'un accès au marché plus difficile





## DETTE EMERGENTE

### La crise de la dette européenne demeure le centre d'attention

**Les tergiversations sur la résolution de la crise de la dette européenne continuent d'alimenter l'aversion au risque**

Avec le repli de l'aversion au risque, la classe d'actifs émergente a enregistré de belles performances depuis le début du mois d'octobre, la dette souveraine externe progressant de 4,8 % grâce au repli des spreads, et la dette locale gagnant 4,2 % (respectivement indices JPM EMBIGD et JPM GBI-EMGD exprimés en USD). Cependant les incertitudes sur l'issue de la crise de la dette publique en Europe vont probablement continuer d'alimenter l'aversion au risque, ce qui nous incite à conserver une **position prudente sur les classes d'actifs de dette émergente en dépit de bons fondamentaux, en particulier pour la dette locale.**

**Ne pas négliger les risques de contagion**

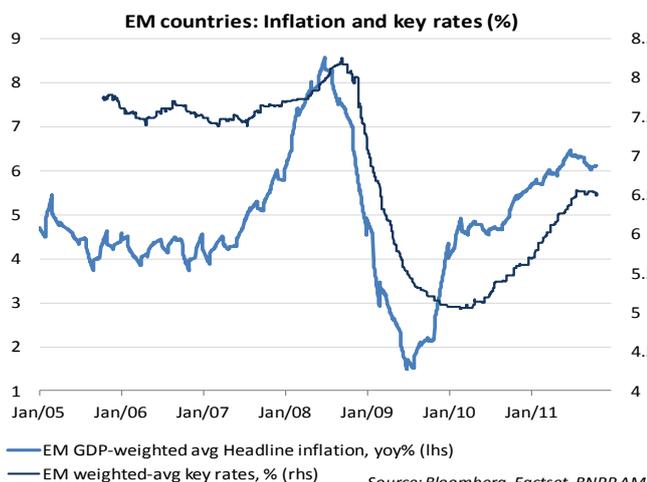
**Les risques qui pèsent sur les perspectives des pays émergents demeurent en effet élevés.** Outre l'impact économique induit par le ralentissement du commerce mondial, les pays émergents sont susceptibles d'être impactés par des sorties de capitaux des investisseurs étrangers (les devises et la dette externe mais aussi la dette souveraine locale qui a vu sa part détenue par les investisseurs étrangers fortement augmenter ses dernières années) et par un possible désengagement des banques de la zone euro de leur exposition sur le secteur bancaire des pays émergents (besoin de recapitalisation). Compte tenu du rôle important du crédit dans la reprise économique depuis 2009, un durcissement des conditions de crédit aujourd'hui pèserait significativement sur la demande intérieure des pays émergents.

**Le pic d'inflation est derrière nous**

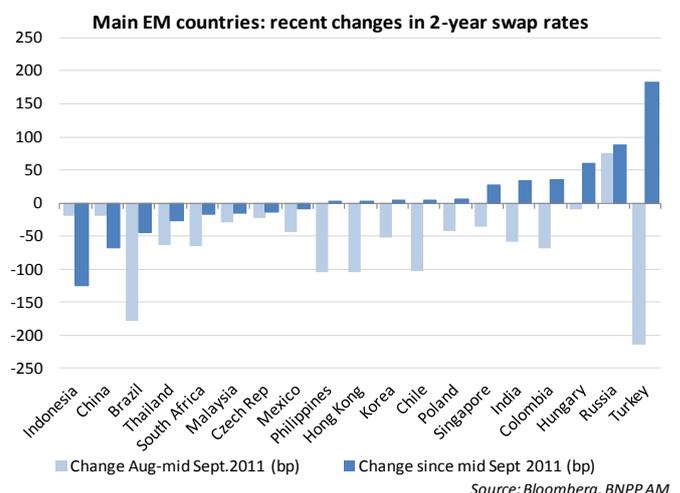
Dans ce contexte, la confirmation de la **décélération de l'inflation** en septembre est, sans être une surprise, bienvenue, les Banques centrales des pays émergents se trouvant ainsi en position plus confortable pour assouplir leur politique monétaire. L'ampleur des baisses de taux directeurs devrait cependant être différente d'un pays à l'autre. En Asie, à l'exception de l'Indonésie et de la Thaïlande (heurtée par de fortes inondations), les taux courts réels négatifs devraient limiter la baisse des taux et les relances budgétaires être privilégiées pour relancer l'économie et faire face au ralentissement mondial. En Europe, l'exposition plus importante aux banques privées européennes et la récente et importante dépréciation des devises rend la tâche plus compliquée. Des hausses des taux directeurs sont d'ailleurs aujourd'hui anticipées par les marchés contre des baisses il y a encore seulement trois mois. La Banque nationale de Pologne a, le 8 novembre, maintenu le statu quo et indiqué que la dépréciation du zloty dégradait les perspectives d'inflation. En Amérique latine, le Brésil devrait continuer son cycle d'assouplissement au cours des prochains mois.

**Le ralentissement économique mondial et l'assouplissement monétaire** de la majorité des Banques centrales constituent des facteurs positifs pour la dette locale mais les performances devraient être contrebalancées par la dépréciation des devises. Cette dépréciation devrait être limitée par des réserves de changes élevées permettant aux autorités d'intervenir si besoin, des balances courantes excédentaires (Asie notamment) et un différentiel de taux d'intérêt à court terme toujours très attractif même si les opérations de portage n'ont pas le vent en poupe en période d'aversion au risque élevée. Nous conservons une position neutre sur la **dette externe émergente** : les spreads souverains devraient s'écarter au cours des mois qui viennent en raison du ralentissement économique et les taux sous-jacents américains sont déjà extrêmement bas.

### Cycle d'assouplissement monétaire



### Des anticipations divergentes





## MARCHÉ DES CHANGES

### L'euro peine à trouver une direction

**La devise européenne résiste aux développements de la crise souveraine**

La **volatilité sur le marché des changes** reste élevée depuis deux mois : elle est revenue au-dessus de 15 % (volatilité implicite à 1 mois de l'EUR/USD) à la mi-novembre alors que la parité EUR/USD évolue dans un intervalle très large (1,32 – 1,42) depuis fin septembre. L'euro est ainsi repassé au-dessus de 1,42 dollar après le sommet européen du 26 octobre –soit au plus haut depuis début septembre– alors qu'il était tombé sous 1,3150 début octobre en raison des anticipations de baisse des taux directeurs de la BCE. La violence de ce mouvement reflète sans doute le débouquement de certaines positions spéculatives plutôt qu'un réel regain d'intérêt pour l'euro. Néanmoins, et alors que la BCE a effectivement baissé ses taux directeurs le 3 novembre et laissé entendre que d'autres baisses pourraient intervenir, l'euro résiste aux diverses nouvelles qui ont ébranlé la zone euro ces derniers temps. Alors que la crise politique en Grèce et en Italie atteignait son paroxysme avant la désignation dans chaque pays d'un nouveau chef de l'exécutif chargé de faire appliquer les mesures budgétaires de rigueur, l'euro est ponctuellement passé sous 1,36 dollar le 9 novembre, soit un recul limité compte tenu des incertitudes politiques. Après la nomination de Lucas Papademos à Athènes et de Mario Monti à Rome, la remontée de l'euro est restée tout aussi modeste (1,38 le 14 novembre au matin). Les opérateurs semblent vouloir accorder un certain crédit aux dernières décisions prises (sommet du 26 octobre, constitution de gouvernements de « techniciens » dans les pays les plus observés par les investisseurs) mais doivent également tenir compte de la dégradation rapide de la conjoncture dans la zone euro. La perspective du retour en récession devrait peser sur la monnaie unique qui pourrait ainsi s'établir autour de 1,30 dollar à moyen terme (*cf. tableau ci-dessous*).

**Le dollar comme baromètre du risque**

La lecture des évolutions sur le marché des changes est rendue plus difficile par la décision début septembre de la Banque nationale suisse de fixer une limite inférieure à la parité EUR/CHF (1,20) et les menaces régulières d'intervention de la Banque du Japon pour limiter l'appréciation du yen. Le dollar est désormais le baromètre privilégié de l'appréciation du risque, elle-même très fluctuante en ce moment, ce qui entraîne des mouvements contradictoires quasiment d'une semaine à l'autre. Face à un panier de devises, la devise américaine a gagné 3,7 % du 15 septembre au 4 octobre pour revenir près de ses points hauts de l'année vus en janvier, perdu 4,7 % du 4 au 28 octobre et enfin regagné 2,2 % jusqu'au 11 novembre (calculs réalisés à partir des données publiées par la Banque d'Angleterre). De telles variations sont rares sur les taux de changes effectifs, traditionnellement plus stables.

**Nouvelles interventions de la Banque du Japon**

**La Banque du Japon ne fait pas que menacer** : elle est intervenue directement sur le marché des changes le 31 octobre, réussissant à faire remonter la parité USD/JPY de moins de 76 (nouveau record pour le yen) à plus de 79,50, un seuil qui avait été atteint lors de sa précédente intervention début août. La parité est revenue assez rapidement vers 77, ce qui montre que la BoJ intervient pour freiner l'appréciation du yen plutôt que pour inverser le mouvement, un objectif généralement difficile à réaliser à travers des opérations isolées sur le marché des changes. Dans la mesure où les grands rendez-vous internationaux ont été « confisqués » par la crise souveraine européenne, des interventions concertées ne paraissent pas à l'ordre du jour.

### FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2010		09-Nov-11		4Q 2011		1Q 2012		2Q 2012		3Q 2012	
		Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.34	1.3708	1.25	1.35	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30
	USD / JPY	81	78.07	75	85	77	87	80	90	80	90	80	90
	USD / CAD	0.99	1.0192	0.97	1.07	0.97	1.07	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05
	AUD / USD	1.03	1.0287	0.90	1.00	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05
	GBP / USD	1.57	1.6002	1.44	1.63	1.39	1.56	1.39	1.56	1.39	1.56	1.39	1.56
	USD / CHF	0.93	0.9019	0.92	1.00	0.96	1.04	0.96	1.04	0.96	1.04	1.00	1.08
EUR Block	EUR / JPY	109	107.02	98	111	96	109	100	113	100	113	100	113
	EUR / GBP	0.86	0.8566	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90
	EUR / CHF	1.25	1.2363	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30	1.25	1.35

Source: BNPP AM as of 07/11/2011



## MARCHÉS ACTIONS

### MARCHES DEVELOPPES

#### Une forte instabilité et des risques importants justifient toujours une approche prudente

#### Stabilisation des indicateurs conjoncturels...sauf en Europe

Pour l'instant et hors de la zone euro les publications économiques ont été plutôt rassurantes. Elles continuent de pointer vers une croissance certes faible mais stable au niveau mondial. Ceci a d'ailleurs permis aux marchés d'actions d'afficher une résilience remarquable depuis le mois de septembre alors même que les marchés de la dette publique ou de crédit témoignent clairement de fortes tensions et d'une remontée des risques. En effet, la situation en Europe demeure préoccupante. La crise financière en cours menace et commence même à se diffuser à l'économie réelle, par le biais des conditions de financement qui continuent à se dégrader mais également du fait de l'accélération des mises en place de programmes d'austérité budgétaire alors que les signes d'un ralentissement prononcé en zone euro s'accumulent.

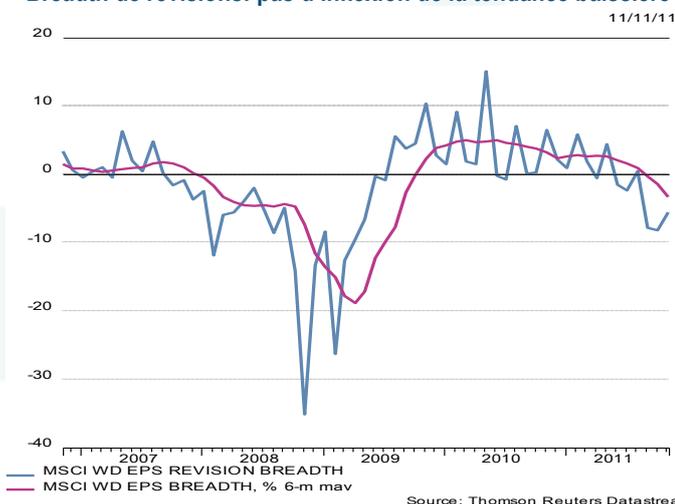
#### La crise financière européenne doit être rapidement endiguée sous peine de se diffuser à d'autres continents

Dans ce contexte, les Banques centrales continueront à appliquer des politiques monétaires très expansionnistes qu'elles pourraient d'ailleurs encore accentuer davantage. Même la plus orthodoxe d'entre elles, la BCE, a commencé à faire preuve d'un certain pragmatisme en abaissant légèrement ses taux, en dépit d'une inflation encore largement supérieure à son objectif. Néanmoins, l'ampleur de la crise en Europe exige une réponse d'envergure pour mettre fin à une spirale financière dangereuse qui menace de se propager aux autres économies. Il semble aujourd'hui qu'une très forte implication de la BCE constitue une condition *sine qua non* pour une solution crédible. Toutefois cette éventualité se heurte pour le moment au refus ou à l'impossibilité de cette dernière de déborder du cadre de son mandat et à la réticence de certains Etats de la zone euro d'impliquer plus fortement la Banque centrale. Pour le moment, ces incertitudes politiques et le risque de contagion de la crise militent encore pour une approche prudente.

#### Ajustements à la baisse des perspectives bénéficiaires pas encore terminés

En dépit de cet environnement instable, la saison de publications des résultats du troisième trimestre qui s'achève semble délivrer un message contradictoire : des taux de croissance des résultats encore solides et des taux élevés de surprises positives, en particulier aux Etats-Unis. Néanmoins, une analyse plus poussée montre que la qualité de ces résultats s'érode; les « bons » résultats des banques américaines proviennent plus d'artifices comptables que de performances opérationnelles, et les taux de marge des autres secteurs atteignent des niveaux difficilement maintenables dans le futur dans un contexte de ralentissement de la progression des ventes. Aussi, les anticipations de croissances bénéficiaires attendues par le consensus des analystes, qui continuent de tableer sur des expansions des taux de marge, nous paraissent toujours trop optimistes et donc encore sujettes à des révisions à la baisse. Par ailleurs les dépréciations d'actifs, surtout dans le secteur financier, devraient accélérer dans le sillage de la crise financière. Il est donc encore trop tôt pour envisager la fin du mouvement d'ajustement à la baisse des anticipations de croissances bénéficiaires en cours actuellement. En conséquence, les valorisations des marchés qui sont apparemment favorables doivent être relativisées à l'aune de ces perspectives.

#### Breadth de revisions: pas d'inflexion de la tendance baissière



#### Prime de risque élevée





## MARCHES DEVELOPPES

**Les niveaux de valorisation apparemment favorables doivent être relativisés**

Les PER basés sur les anticipations de résultats à douze mois des analystes, dont les niveaux peuvent apparaître attractifs, doivent donc être analysés avec prudence du fait de cette poursuite des révisions à la baisse des anticipations bénéficiaires. Par ailleurs, en analysant des indicateurs de valorisation basés sur des périodes très longues, le PER ajusté du cycle économique par exemple, on observe que les marchés sont loin d'être si attractifs que cela. Le seul indicateur de valorisation clairement favorable aux actions demeure celui de la comparaison avec les produits de taux, obligations d'entreprises ou emprunts d'Etat.

Enfin, les indicateurs de sentiment témoignent toujours d'une grande prudence de la part des investisseurs — ce qui constitue un soutien pour le marché d'un point de vue contrariant — mais pas aussi extrême que la crise financière pourrait le laisser penser. Néanmoins, le niveau extrêmement élevé des positions spéculatives vendeuses constitue toujours un très fort support pour le marché à court terme, alors qu'à plus long terme les indicateurs de tendance ne délivrent toujours pas de message acheteur.

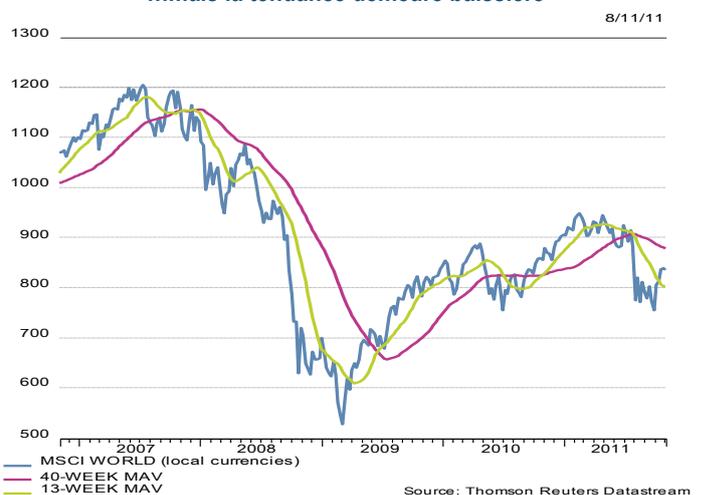
**Privilégier les marchés britannique et japonais**

En termes relatifs, nous privilégions toujours le **marché britannique**. Faiblement valorisé, il devrait continuer à bénéficier de la politique monétaire particulièrement accommodante de la Banque d'Angleterre et d'une livre faible. Nous continuons également de privilégier le **marché japonais**. Celui-ci bénéficie de niveaux de valorisation extrêmement attractifs tant en termes relatifs qu'absolus et nous continuons à anticiper une dépréciation progressive du yen. Nous adoptons une exposition légèrement positive au **marché suisse** qui bénéficie d'un affaiblissement relatif du franc et de plus de visibilité quant à son évolution, mais également de qualités défensives qui permettent de mitiger son exposition à la zone euro et une valorisation toujours élevée. Nous réduisons notre exposition aux **actions américaines** à neutre. Leur caractère défensif dans un environnement d'aversion au risque élevée constitue toujours un atout mais les révisions bénéficiaires relatives sont moins favorables qu'au cours des derniers mois et les niveaux de valorisation se tendent. Nous demeurons prudent sur le **marché australien**. L'amorce d'un cycle de baisse des taux est un élément très favorable mais celui-ci devrait rester limité alors que la baisse du prix des matières premières devrait continuer à peser. Nous demeurons prudents envers **les marchés de la zone euro**. S'ils demeurent extrêmement attractifs sur la base de leur valorisation relative et que l'affaiblissement récent de l'euro pourrait favorablement impacter des révisions bénéficiaires très mal orientées, les risques liés à la crise souveraine et la probabilité d'une récession nous empêchent toujours d'adopter un biais plus favorable. Enfin, nous ne modifions pas notre position sur le **marché canadien** qui, en dépit d'une amélioration récente de son *momentum* de révisions bénéficiaires, demeure très cher.

**Les positions spéculatives extrêmement vendeuses constituent un soutien à court terme...**



**...mais la tendance demeure baissière**





## MARCHES EMERGENTS

### Baisse des taux directeurs, hausse des indices boursiers

**Rattrapage des indices émergents par rapport aux indices développés, grâce au retour de l'appétit au risque**

L'aversion au risque a fortement reculé au mois d'octobre, permettant aux actions émergentes de rebondir de plus de 14 % et 19 % en monnaie locale et en USD, respectivement. Mais les investissements se font principalement via les ETF, reflétant une conviction encore relativement faible. Parallèlement, les contrats CDS pour les principaux pays émergents sont revenus à des niveaux plus rationnels. Au niveau de la valorisation, les indices émergents affichent une décote de plus de 15 % par rapport aux bourses développées, tout en affichant une croissance supérieure des bénéfices et une volatilité inférieure. Les marchés se vendent à 9,4 fois les bénéfices, soit le niveau le plus attractif depuis 2008.

Nous maintenons une préférence sur les marchés émergents, même si leur « bêta » historiquement supérieur et leur sensibilité élevée aux flux de fonds internationaux les exposent davantage à la volatilité des marchés développés. L'appétit au risque est de retour et se maintiendra probablement grâce aux bons fondamentaux et aux attentes d'assouplissements monétaires. En effet, certains grands pays comme le Brésil ou l'Indonésie ont abaissé leurs taux directeurs alors que l'Inde et la Chine sont en mode pause.

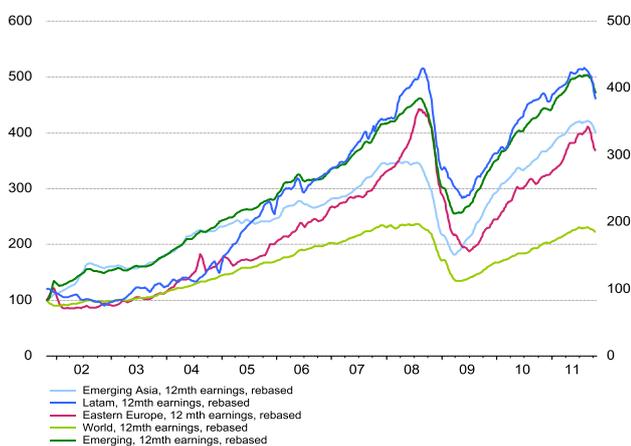
L'économie chinoise amorce un atterrissage en douceur, favorable pour les économies émergentes car la Chine est devenue un partenaire économique très important. La politique monétaire chinoise est dans la phase de transition, et des mesures d'assouplissement devraient être adoptées en début de l'année prochaine. La confirmation d'une baisse du ratio de réserve, ou de la hausse des agrégats monétaires, sera fortement positive pour les bourses émergentes en général, et le marché chinois en particulier.

### Inflexion de la politique monétaire chinoise

Nous maintenons un biais positif sur la **Chine**. L'économie connaît une décélération en douceur. L'inflation a atteint un sommet en juillet et la tendance est clairement à la baisse, comme le démontre le dernier chiffre de 5,5 %. Les prix de l'immobilier reculent enfin, et les autorités ont tout intérêt à ce que l'ampleur de cette baisse soit bien contrôlée, compte tenu de l'importance de l'immobilier pour l'économie et la confiance du consommateur. La politique monétaire est dans une phase de transition, où les autorités vont d'abord amorcer un assouplissement ciblé pour soutenir les petites et moyennes entreprises, les logements sociaux, et certains projets d'infrastructure. L'orientation des agrégats monétaires est cruciale pour l'évolution des bourses au cours des prochains mois. Enfin, les valorisations et le sentiment des investisseurs sont toujours à des niveaux déprimés.

Nous réduisons la surpondération de la **Russie** suite à son fort rebond. De plus, le « bêta » de la Russie par rapport à la zone euro est l'un des plus élevés parmi les émergents. Etant un important exportateur de matières premières et d'énergie, ses perspectives économiques et financières sont très dépendantes de l'environnement économique mondial et, en particulier, du cours du pétrole. Les actions russes sont parmi les moins chères au monde et ont fortement sous-performé le cours du Brent.

#### Révisions baissières des bénéfices : seulement au début



#### Valorisation très attractive





## MARCHES EMERGENTS

### Hausse du biais positif pour les économies domestiques

#### Neutre sur l'Inde, l'Afrique du Sud et la Corée

Nous gardons notre léger biais positif pour l'**Inde**. Le PMI indien s'est amélioré en octobre, ce qui montre que l'activité économique ne souffre que peu des resserrements monétaires. Cependant, l'inflation, et non pas le ralentissement de l'économie mondiale, constitue le plus grand risque auquel fait face la banque centrale. Nous pensons que l'inflation restera élevée, tout particulièrement depuis la hausse récente de l'inflation sous-jacente, et qu'il est donc nécessaire que les taux d'intérêt restent aux niveaux actuels pour une période prolongée. De plus, les révisions de bénéfices sont toujours à la baisse.

Nous maintenons la neutralité sur l'**Afrique du Sud**, qui devrait avoir une croissance révisée à la baisse, à cause de la réduction des échanges avec les principaux partenaires commerciaux du pays. Cependant, l'indicateur du PMI est de nouveau au-dessus des 50 et la confiance des entreprises s'est stabilisée.

Après une très forte surperformance, nous réduisons la **Corée** à neutre pour limiter les risques relatifs à la cyclicité de son économie, et aux incertitudes qui dominent actuellement les marchés développés. Le dernier PMI coréen de 47,5 est une indication que la croissance ralentit, mais il n'y a pas de signe d'effondrement de l'activité. L'inflation est encore une préoccupation, mais la banque centrale a décidé de marquer une pause dans son resserrement monétaire en raison de la faiblesse de la conjoncture mondiale. Enfin, les valorisations sont attrayantes mais les perspectives de bénéfices sont pauvres.

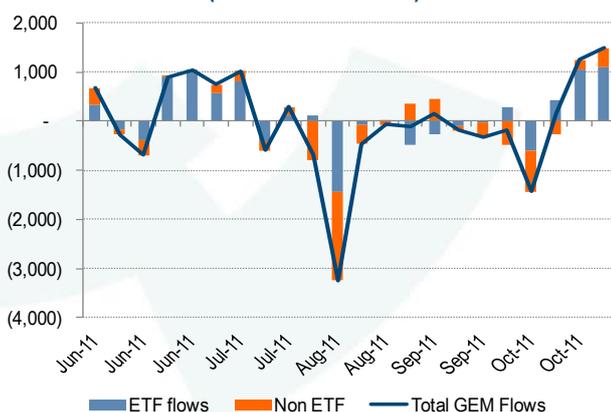
#### Prudence sur Taiwan et la Turquie

Nous maintenons notre pari négatif sur **Taiwan** parce que l'économie est fortement cyclique et exposée aux Etats-Unis et à l'Europe. Les fortes révisions à la baisse reflètent une demande plus faible à la fois domestique et étrangère. De plus, les élections présidentielles et parlementaires de janvier ajoutent des sources de volatilité supplémentaire au thème de « cross-Strait » avec la Chine. Les perspectives de bénéfices sont limitées. L'impact d'une faible demande externe devient évident et se reflète par une forte détérioration de la production industrielle. Les actions sont bien valorisées comparées aux autres marchés émergents.

Nous maintenons une légère sous-pondération sur le **Brésil**. La banque centrale a réduit le taux directeur de 50 pb pour la deuxième fois depuis août, convaincue que le ralentissement global aiderait l'inflation à refluer en 2012. En effet, l'inflation a ralenti pour la première fois depuis 14 mois, affichant 7,1 %. Un environnement de crise sera susceptible d'avoir un impact sur la croissance brésilienne pour les prochains trimestres. Les nombreuses mesures du gouvernement pour empêcher l'appréciation du real ont été efficaces jusqu'à présent.

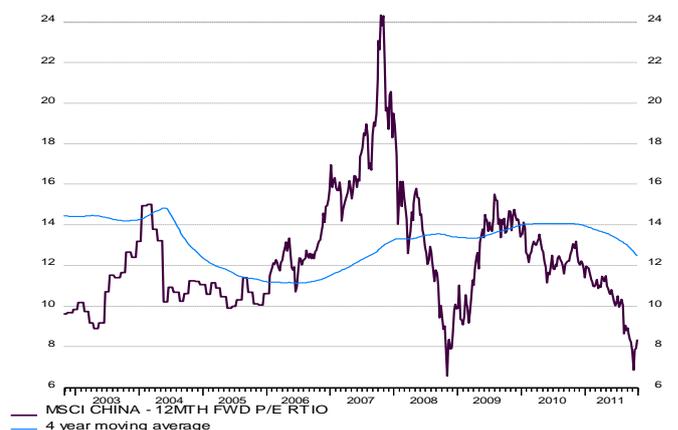
Le biais sur la **Turquie** est encore largement négatif. La banque centrale a décidé de relever les taux. Tous sauf le taux directeur qui reste identique, afin d'avoir une marge de manœuvre si les incertitudes liées à l'économie devaient augmenter considérablement, en particulier dans la zone euro. La bourse turque est le seul marché à afficher une performance négative dans l'univers émergent en octobre. Les révisions de bénéfices sont à la baisse.

Retour des flux vers les pays émergents  
(en millions de USD)



Source: Samsung Securities, EPFR.

Les valorisations des actions chinoises sont au plus bas



Source: Thomson Reuters Datastream



## STRATÉGIES ALTERNATIVES

### MATIERES PREMIERES

#### Préférence pour l'or. Neutralité sur les autres matières premières

**La tension progressive des marchés pétroliers reste probable à moyen terme si la récession est évitée**

Les cours du **brut** se sont stabilisés ces dernières semaines, le Brent se maintenant autour des niveaux de 110\$ - 115\$. En effet, si les inquiétudes sur le ralentissement de la croissance mondiale persistent, les fondamentaux pétroliers tiennent bon. Ainsi, les stocks de produits pétroliers continuent de diminuer - aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe - malgré une demande domestique mitigée et le retour progressif de la production pétrolière libyenne, ce qui suggère que la demande mondiale reste solide. Dans ce contexte, l'augmentation des tensions dans le Moyen Orient au sujet du programme nucléaire iranien, pourrait aboutir à une hausse de la « prime géopolitique » du pétrole (même si nous pensons que le risque d'un évènement impactant significativement la production pétrolière est très faible). A court terme cependant, nous pensons que l'évolution des données macroéconomiques restera le principal déterminant des cours du pétrole. **Nous restons neutres sur le pétrole.**

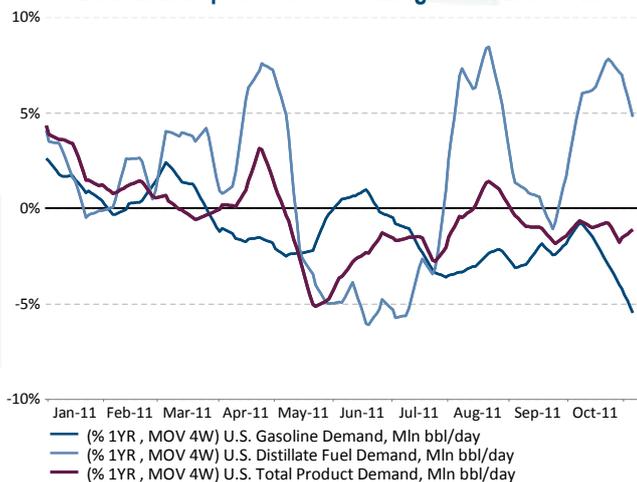
Après la forte correction du mois de septembre, les **métaux de base** ont connu une performance mitigée en octobre, le cuivre étant le seul métal à vraiment rebondir. En effet, le ralentissement de la croissance mondiale devrait se traduire par une demande plus faible pour les métaux industriels. Cependant, la demande de cuivre a montré des signes de bonne santé, avec une confirmation de l'augmentation des importations de la part de la Chine pour reconstruire ses stocks. Si cette décision est probablement en partie opportuniste alors que les cours ont baissé de 20 % depuis juillet, elle souligne également que les risques baissiers sont limités tant que les grandes économies émergentes restent en bonne santé. Toutefois, un rebond durable des cours est improbable. **Nous restons neutres sur les métaux de base.**

**L'appétit des investisseurs pour l'or devrait rester solide, soutenant les cours du métal**

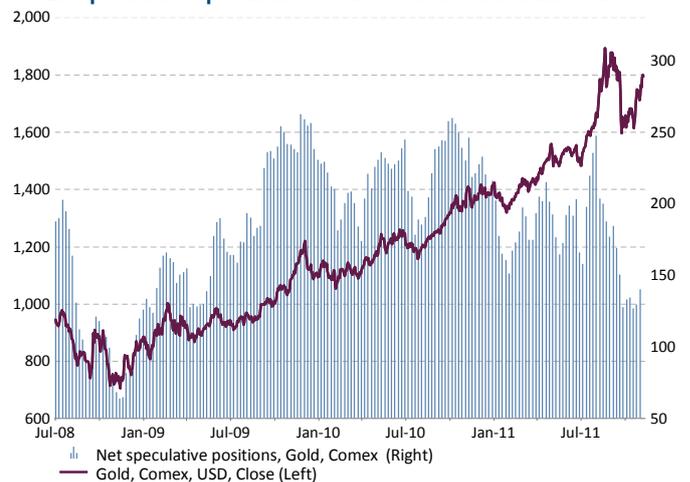
Après la correction brutale de septembre, les cours de **l'or** ont repris leur tendance haussière, allant jusqu'à tester les 1 800\$. Les positions spéculatives se sont ainsi stabilisées à des niveaux modérés, ce qui suggère un risque limité d'une nouvelle vague de réduction du risque. De plus, l'extension du programme de QE au Royaume-Uni ainsi que la baisse des taux de la BCE nous confortent dans l'idée que les politiques monétaires devraient rester très favorables pour la demande d'investissement dans le métal. **Nous restons positifs sur l'or.**

Les cours des **céréales** ont peiné à rebondir en octobre malgré le retour de l'appétit pour le risque. Seul le maïs a véritablement progressé, principalement en raison de la demande liée à la production d'éthanol aux Etats-Unis. Le soja et le blé subissent quant à eux l'effet de la concurrence mondiale, ce qui a amené l'administration américaine pour l'agriculture à revoir à la baisse leurs estimations pour la demande d'exportation pour ces céréales. **Nous sommes neutres sur les céréales.**

La demande pétrolière reste mitigée aux Etats-Unis



Les positions spéculatives sur l'or à des niveaux modérés





## CONTACT & AVERTISSEMENT

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en novembre 2011, sauf indication contraire. BNPP IP est la source au 14 novembre 2011 des données chiffrées décrites dans cette lettre, excepté en cas d'indication spécifique.

### Equipe Stratégie :

Vincent Treulet

Nathalie Benatia

Antonio Bertone

Charles Cresteil

Jenna Dessart

Sophie Fournier

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](http://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.