



Stratégie d'investissement

12 décembre 2011



| | |
|---|-----------|
| ALLOCATION D'ACTIFS | 2 |
| PERSPECTIVES ECONOMIQUES | 3 |
| Point de vue | 3 |
| Zones développées | 4 |
| Zones émergentes | 5 |
| MARCHÉS OBLIGATAIRES | 6 |
| Obligations gouvernementales | 6 |
| Crédit IG et HY | 7 |
| Dettes émergentes | 8 |
| MARCHÉ DES CHANGES | 9 |
| MARCHÉS ACTIONS | 10 |
| Marchés développés | 10 |
| Marchés émergents | 12 |
| STRATÉGIES ALTERNATIVES | 14 |
| Matières premières | 14 |
| CONTACTS & AVERTISSEMENT | 15 |

2012 : quelques raisons d'espérer

Les périodes de fin d'année se prêtent aux rétrospectives et aux prévisions pour l'année suivante. 2011 restera comme une année particulièrement difficile, marquée par l'approfondissement financier et économique de la crise en zone euro, des bouleversements politiques au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, la catastrophe de Fukushima, et la confirmation de l'essoufflement de la reprise américaine. Dans un tel contexte et à la date où nous écrivons, les performances des marchés n'apparaissent pas aussi mauvaises qu'on aurait pu le craindre avec un tel programme. Les indices de la zone euro et de nombreux pays émergents ont perdu une vingtaine de pourcents, le crédit a souffert, mais la bourse américaine, les matières premières, et la moyenne de l'obligataire souverain ont été relativement stables. Des valorisations parfois modestes (actions) et le soutien de politiques monétaires, qui restent très expansionnistes, ont sans doute joué un rôle d'amortisseur.

Nous pensons que 2012 ne devrait pas mieux commencer que les derniers mois de 2011, et maintenons des recommandations d'allocation très prudentes, comme les mois précédents. Mais, alors que les risques baissiers sont constamment mis en lumière (et nous les pensons considérables), l'approche des fêtes de fin d'année incite à un peu de « wishful thinking » et à se demander quels sont les risques haussiers pour l'an prochain. Ils ne sont évidemment pas absents d'un marché déjà pessimiste :

1. Une atténuation de la crise en zone euro serait sans doute le principal d'entre eux. Même si ce n'est pas une solution suffisante à long terme, l'engagement de la BCE dans un programme de rachat d'actifs plus massif (qu'il soit direct sous forme de « Quantitative Easing », ou indirect en finançant une autre structure) pourrait marquer un tournant à un moment de l'année. Cette hypothèse nous semble fort possible, même si nous ne l'anticipons pas au premier trimestre de 2012. Une baisse plus prononcée de l'euro pourrait aussi donner un coup de fouet aux exportations de la zone et limiter la récession qui se profile.

2. Une accélération de la croissance américaine n'est pas non plus très probable selon nous, mais ne serait techniquement pas impossible. L'investissement des entreprises reste faible, les stocks sont bas, et la construction résidentielle demeure sinistrée : autant de segments de l'activité qui pourraient rebondir et diffuser un sentiment plus favorable sur la croissance.

3. Les pays émergents, enfin, devraient selon nous mieux résister économiquement que les pays développés, malgré le ralentissement qui les touche en ce moment. Il n'est pas impossible que les marchés les voient de plus en plus en 2012 comme des locomotives capables de maintenir durablement la croissance mondiale en territoire positif. Là encore, les risques baissiers existent mais le poids croissant des émergents et la dynamique économique qui reste la leur sont des soutiens qui joueront de plus en plus (et heureusement !) dans la croissance mondiale.

Tout en restant positionnés pour affronter des conditions difficiles, nous espérons bien sûr le meilleur et vous souhaitons à tous de bonnes fêtes de fin d'année.



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 (avec une couverture sur le change).
- 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, le Brésil, la Corée et l'Afrique du Sud.
- Sous-pondération de la Turquie et de Taiwan.

Synthèse de nos recommandations

ASSET ALLOCATION MODEL PORTFOLIO

December 2011

MULTI-ASSET CLASS ¹

| | Alpha | Current weight | Previous weight |
|---------------------|-------|----------------|-----------------|
| EQUITIES | | | |
| Developed Equities | -0.10 | -0.6% | -0.6% |
| Emerging Equities | 0.07 | 0.5% | 0.2% |
| FIXED INCOME | | | |
| Government Bonds | 0.03 | 1.3% | 2.5% |
| Investment Grade | -0.01 | -0.1% | -0.9% |
| High Yield | 0.00 | 0.2% | -1.2% |
| Emerging Debt | 0.04 | 0.2% | 0.4% |
| Emerging Debt Local | 0.05 | 0.3% | 0.5% |
| COMMODITIES | | | |
| Brent Oil | -0.04 | -0.1% | -0.1% |
| Base Metals | 0.04 | 0.2% | 0.4% |
| Gold | 0.43 | 2.3% | 2.3% |
| Agricultural | 0.05 | 0.5% | -0.2% |
| Cash Euro | | -4.5% | -3.3% |
| Module Total | | 0.0% | 0.0% |

PORTFOLIO STATISTICS

| | |
|---------------------------|-------|
| Target Ex-ante Volatility | 2.00% |
| Real Ex-ante Volatility | 1.03% |

EQUITY DEVELOPED COUNTRIES ¹

| | Alpha | Current weight | Previous weight |
|--------------|-------|----------------|-----------------|
| US | 0.00 | 0.9% | 0.2% |
| Canada | -0.05 | -3.2% | -2.0% |
| Euroland | -0.04 | -2.1% | -2.8% |
| Japan | 0.05 | 1.3% | 1.8% |
| UK | 0.08 | 4.8% | 4.0% |
| Switzerland | 0.02 | 0.6% | 1.6% |
| Australia | -0.05 | -2.3% | -2.8% |
| Module Total | 0.00 | 0.0% | 0.0% |

BOND COUNTRIES SOVEREIGN ¹

| | Alpha | Current weight | Previous weight |
|--------------|-------|----------------|-----------------|
| US | -0.13 | -13.0% | -16.0% |
| Euroland | 0.00 | 1.8% | 8.3% |
| Japan | 0.00 | 0.0% | 0.0% |
| UK | 0.13 | 11.2% | 7.6% |
| Switzerland | 0.00 | 0.0% | 0.0% |
| Module Total | 0.00 | 0.0% | 0.0% |

EQUITY EMERGING COUNTRIES ²

| | Alpha | Current weight | Previous weight |
|--------------|-------|----------------|-----------------|
| Brazil | 0.02 | 0.2% | -0.5% |
| China | 0.27 | 1.7% | 1.8% |
| India | -0.01 | -0.1% | 0.4% |
| South-Korea | 0.00 | -0.1% | 0.0% |
| Taiwan | -0.26 | -1.8% | -1.7% |
| Russia | 0.23 | 1.0% | 1.1% |
| South Africa | 0.02 | 0.3% | -0.1% |
| Turkey | -0.27 | -1.2% | -1.0% |
| Module Total | 0.00 | 0.0% | 0.0% |

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

Source : BNPP AM



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

POINT DE VUE

L'amélioration des données américaines se confirme mais la croissance va rester modérée

La fin d'année devrait être assez dynamique

D'après les premières indications, les ventes de fin d'année sont dynamiques : des records dans les magasins et sur Internet ont été atteints au cours de la première semaine de cette période (qui commence le lendemain de Thanksgiving) au prix, il est vrai, d'importants rabais consentis par les détaillants. Si la tendance donnée par les indicateurs déjà disponibles se confirme, la croissance du PIB devrait s'accroître au 4^e trimestre. Toutefois, malgré les récents progrès (1,7 million d'emplois créés depuis janvier), le marché du travail reste dégradé et la consommation devrait croître de 2 % à 2,5 %, en ligne avec la faible progression salariale qui devrait être observée en 2012. L'investissement productif devrait rester solide dans les prochains trimestres mais la croissance doit encore être soutenue par la politique économique.

Des incertitudes budgétaires

Avant même la date limite du 23 novembre, le « Super comité », cette commission bipartite de douze membres du Congrès chargée de trouver un compromis pour réduire la dette de 1 200 milliards sur dix ans, a reconnu son échec. Ce sont donc des réductions automatiques de dépenses (notamment pour la défense) qui devraient être mises en œuvre mais elles n'interviendront pas avant 2013. Cet élément est très important : en l'état actuel, le programme de maîtrise de la dette et du déficit (*Budget Control Act*), décidé suite aux débats de cet été autour du relèvement du plafond de la dette, n'aura qu'un impact mineur sur la politique budgétaire à court terme. En revanche, l'échec du Super comité peut compromettre l'adoption du plan de soutien à l'emploi présenté par le Président Obama début septembre. Comme nous l'avons déjà signalé, nous n'envisageons de toute façon pas que ce plan soit voté en totalité (447 milliards de dollars soit 3 % du PIB). A contrario, il paraît peu probable que la majorité Républicaine de la Chambre des Représentants refuse de reconduire la baisse du taux de cotisation sociale employé et l'extension des allocations chômage de longue durée. Ces deux mesures représentent 180 milliards de dollars et leur disparition amputerait la croissance de l'an prochain de plus d'un point. Etant donné que le PIB ne devrait croître que de 2 % environ, une telle décision reviendrait à provoquer une nouvelle récession aux Etats-Unis en pleine année électorale. Le risque politique nous paraît bien trop important pour être couru par un parti qui peine déjà à trouver un candidat crédible face à Barack Obama et que, selon les sondages, les américains tiennent de plus en plus responsable du blocage du processus budgétaire. Il reste que les débats autour des finances publiques risquent de peser sur la confiance des agents économiques.

La Fed toujours présente

Les minutes de la réunion du FOMC de novembre ont confirmé que le scénario prudent sur l'activité était largement partagé au sein de la Fed et que plusieurs membres étaient en faveur d'un nouvel assouplissement immédiat. Ben Bernanke est, de son côté, partisan de renforcer la communication autour des décisions de politique monétaire afin de piloter les anticipations. Dans la mesure où les données économiques publiées tout au long du mois ont traduit la bonne résistance de la croissance, et sans doute son accélération par rapport au rythme de 2 % enregistré au 3^e trimestre, il est en effet important que la Fed présente un scénario stable et crédible, qui pourrait passer par l'annonce d'objectifs chiffrés en matière de croissance et d'emploi comme il en a été question lors du FOMC. En 2012, les réunions les plus importantes seront celles se tenant sur deux jours (janvier, avril, juin et octobre) parce qu'elles sont suivies d'une conférence de presse et pourraient ainsi permettre au Président de la Fed de fournir des explications détaillées s'il décidait de passer à une nouvelle phase d'assouplissement quantitatif. Après les changements de début d'année, les dix membres du FOMC qui voteront en 2012 devraient être, en majorité, plutôt en faveur d'une telle décision.

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= Mean; H= High; L=Low | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Developed Economies | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| USA | 3.0 | 1.8 | 2.0 | 1.7 | [1.7] | 2.1 | 3.3 | 1.1 | [1.9] | 1.6 | 3.2 | 3.3 | 3.1 | [3.1] | 2.1 | 3.5 | 1.5 | [2.1] |
| Canada | 3.2 | 2.3 | 2.4 | 2.1 | [2.3] | 2.0 | 2.5 | 1.5 | [2.0] | 1.8 | 2.9 | 3.0 | 2.7 | [2.8] | 2.0 | 2.6 | 1.6 | [1.9] |
| Eurozone | 1.8 | 1.6 | 1.7 | 1.5 | [1.6] | 0.4 | 1.1 | -0.8 | [0.6] | 1.6 | 2.7 | 2.8 | 2.4 | [2.6] | 1.8 | 2.5 | 1.3 | [1.8] |
| UK | 1.8 | 1.0 | 1.5 | 0.7 | [1.0] | 1.1 | 2.3 | -0.4 | [1.5] | 3.3 | 4.5 | 4.6 | 1.2 | [4.4] | 2.8 | 3.6 | 2.2 | [2.7] |
| Switzerland | 2.7 | 1.8 | 2.3 | 0.7 | [2.0] | 0.7 | 1.5 | -0.4 | [1.1] | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 0.2 | [0.4] | 0.1 | 0.7 | -0.5 | [0.4] |
| Japan | 4.1 | -0.4 | 0.2 | -1.1 | [-0.5] | 2.1 | 3.8 | 0.5 | [2.2] | -0.7 | -0.3 | 0.3 | -0.5 | [-0.2] | -0.2 | 0.7 | -0.8 | [-0.2] |
| Australia | 2.7 | 1.6 | 2.2 | 1.2 | [1.7] | 3.5 | 4.6 | 2.7 | [3.5] | 2.8 | 3.4 | 3.6 | 3.3 | [3.4] | 2.9 | 3.7 | 2.3 | [2.9] |

Source: Consensus Forecasts as of 14/11/2011



ZONES DEVELOPPEES

Pas d'espoir pour la conjoncture européenne

L'activité a déjà commencé à se contracter

Au 3^e trimestre, la croissance du PIB s'est établie à 0,2 % pour l'ensemble de la zone euro (comme au 2^e) portant l'acquis de croissance après trois trimestres en 2011 à 1,6 %. Les disparités entre pays sont fortes : progression de 0,5 % et 0,4 % respectivement en Allemagne et en France, stagnation en Espagne et en Italie, contraction au Portugal et aux Pays-Bas. Les composantes du PIB traduisent la faiblesse de la demande interne, en particulier l'investissement, tandis que les perspectives dans l'industrie montrent une nette inflexion des commandes, domestiques comme à l'exportation. Les enquêtes d'activité ont continué de se dégrader, laissant envisager une contraction du PIB de l'ordre de 0,5 % pour la fin de l'année et probablement le début de la suivante. La récession apparaît de plus en plus probable et les dernières prévisions des services de la BCE ont été nettement revues à la baisse : la fourchette des attentes va de -0,4 % à 1 % pour 2012 (après une croissance comprise entre 1,5 % et 1,7 % en 2011).

Super Mario avance mais déçoit un peu

A l'issue de la réunion du Conseil des Gouverneurs du 8 décembre, Mario Draghi a annoncé une baisse du taux refi (ramené à 1 %), de nouvelles mesures de refinancement des banques avec l'introduction d'un LTRO à 3 ans et l'assouplissement des critères appliqués aux titres acceptés en pension, y compris par les Banques centrales nationales. Le taux de réserves obligatoires est également abaissé (de 2 % à 1 %) pour libérer du collatéral et soutenir l'activité sur le marché monétaire. En revanche, comme cela était prévisible au vu des déclarations des derniers jours, la BCE n'envisage pas d'augmenter massivement ses achats de dette publique et a rappelé, qu'en la matière, les gouvernements devaient faire des efforts. Mario Draghi a insisté à plusieurs reprises sur le fait que la monétisation des déficits était contraire à l'esprit des traités et rappelé que le SMP (Securities Market Programme) qui totalise 207 milliards d'euros au 2 décembre avait pour but d'assurer la bonne transmission de la politique monétaire.

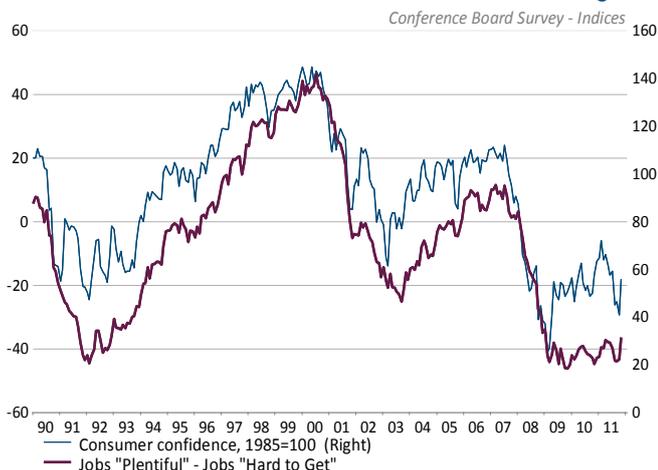
Toujours plus de liquidités pour le système bancaire

La BCE s'emploie à assurer la liquidité aux banques européennes alors que leurs besoins de recapitalisation ont été revus à la hausse par l'Autorité bancaire européenne qui estime désormais à près de 115 milliards d'euros les besoins en fonds propres d'ici juin 2012. Le 30 novembre, six Banques centrales (Fed, Banque d'Angleterre, Banque du Canada, BCE, Banque du Japon et Banque nationale suisse) ont annoncé des mesures concertées en vue d'accroître les capacités à fournir des liquidités au système financier mondial pour atténuer les tensions et faciliter la distribution de crédit aux ménages et aux entreprises : baisse de 50 pb du taux des accords de swaps destinés à l'approvisionnement en USD et mise en place d'accords de swaps sur les autres devises même si le besoin de liquidités n'est pour le moment observé que sur le dollar. La coopération internationale sur ce sujet a été perçue comme un élément positif qui reflète l'engagement des Banques centrales.

En attendant le prochain sommet ?

Le sommet européen des 8 et 9 décembre s'est conclu par des engagements importants de réforme institutionnelle, avec notamment la mise en place de moyens de contrôle accrus de la bonne gestion budgétaire par chacun des Etats membres. Pour autant, les réponses concrètes aux problèmes de liquidité que rencontrent plusieurs pays et les précisions sur de nouvelles modalités de fonctionnement du Fonds européen de stabilisation financière manquent toujours. Il y aura vraisemblablement d'autres sommets dans les prochains mois alors que les signes de ralentissement de la croissance dans la zone euro vont se multiplier et, avec eux, les risques que les objectifs de réduction des déficits ne soient pas respectés.

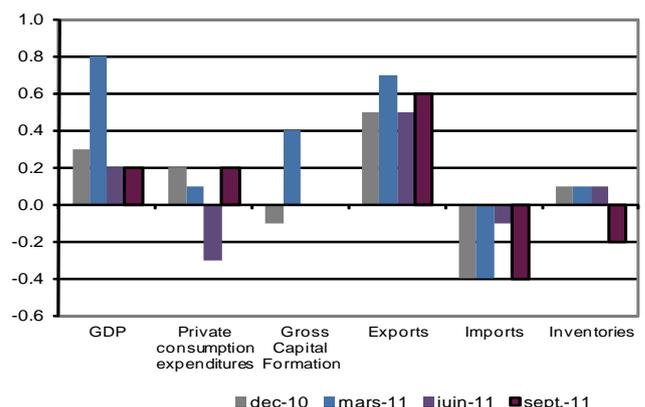
Etats-Unis : timide remontée de la confiance des ménages



Source: Factset, BNPP AM

Zone euro : vers la récession après une croissance modeste

Eurozone: Contributions to QoQ GDP growth (in pp)



Source: Eurostat, BNPP AM



ZONES EMERGENTES

Rapide détérioration du momentum

Rythme de croissance moins rapide, assouplissement monétaire

Le rythme de croissance des économies émergentes a fortement décéléré au cours des derniers mois, notamment dans les économies cycliques, et les grandes économies comme l'Inde ou le Brésil. Globalement, le taux de croissance de la production industrielle s'est stabilisé à des niveaux très faibles, voire en contraction en rythme séquentiel pour certains pays comme Taiwan.

Sur le court terme, les perspectives vont se détériorer. En effet, les derniers sondages PMI affichent une contraction des nouvelles commandes, tandis que les stocks s'accroissent à un rythme supérieur. Les indicateurs avancés des économies émergentes restent mal orientés, reflétant la faiblesse des économies développées, mais surtout à cause des resserments monétaires. De manière générale, la croissance économique devrait se stabiliser autour de 5,5 % en 2012, à comparer à 7 % en 2010.

Meilleures perspectives pour l'Asie et l'Amérique latine, comparativement à l'Europe de l'Est

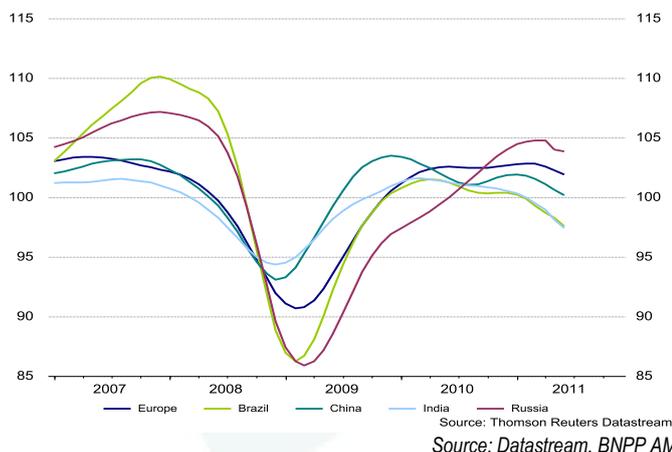
La région Asie résiste relativement bien, alors que l'Amérique latine et l'Europe de l'Est affichent un ralentissement plus marqué du cycle économique. Mais les risques augmentent rapidement : l'économie chinoise est confrontée à un atterrissage mouvementé mais aussi à la transition des dirigeants, l'Inde fait face à une forte détérioration de sa devise et des déficits qui laissent peu d'alternatives au gouvernement, tandis que le risque politique grandit en Russie.

Les autorités **chinoises** sont finalement parvenues à renverser la tendance sur l'immobilier, où les prix et le volume baissent dans la majorité des grandes villes. Les investissements contribuent pour plus de 50 % à la croissance du PIB, via principalement les infrastructures et l'immobilier. Si ce dernier venait à chuter fortement, cela aura des effets cycliques et structurels catastrophiques compte tenu de l'importance de l'immobilier sur les finances publiques et privées. La rapide décélération de l'économie a motivé la PBOC à réduire les taux de réserve de 50 points de base à 21 %, préfigurant le début du cycle d'assouplissement monétaire. Pour 2012, la priorité sera la stabilité de la croissance économique autour de 8 %, grâce à la baisse des taux de réserves et quelques stimuli fiscaux.

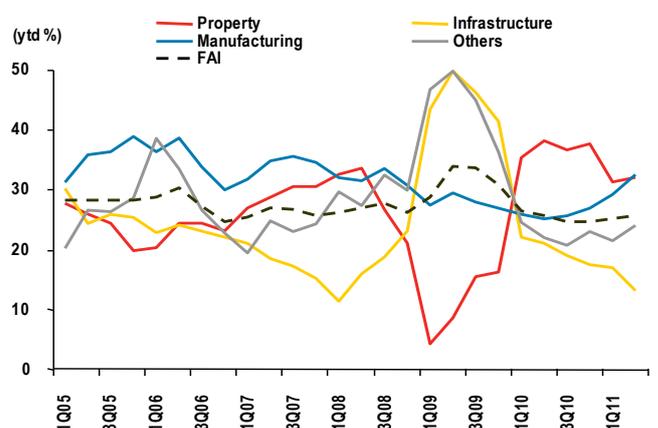
Inde : ralentissement de l'activité, augmentation des déficits et dépréciation de la devise

Les perspectives pour l'économie **indienne** sont moins réjouissantes : inflation élevée devenue une norme, forte détérioration de la production industrielle, de la balance courante et budgétaire, scandales à répétitions et réformes constamment reportées. La forte dévaluation de la roupie est à suivre de près car l'Inde est importatrice nette de biens et de capitaux. La situation politique en **Russie** appelle aussi à la prudence. L'affaiblissement du gouvernement actuel pourrait encourager plus de laxisme fiscal ou repousser les réformes impopulaires, mais nécessaires. Finalement, l'économie **brésilienne** devrait ralentir fortement en 2012, affichant une croissance de 3 % environ contre une moyenne de 4,5 % depuis 2004, sous l'effet de la conjoncture globale et de la demande privée.

Les indicateurs avancés de l'OCDE plus négatifs pour l'Inde et le Brésil



Chine : Investissements en baisse, tirés par les infrastructures et l'immobilier





MARCHÉS OBLIGATAIRES

OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

La BCE renforce les mesures pour les banques mais pas les achats de titres d'Etat

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 stimuli 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 approuvées mais la tendance sous-jacente reste encore faible.

La Fed vers une communication plus transparente

De son côté, la Fed va travailler sur ses politiques de communication pour rendre encore plus transparentes et efficaces ses décisions de politique monétaire. Les membres du FOMC semblent plus disposés à lier le niveau des taux directeurs à des niveaux cibles d'emploi ou d'inflation plutôt que de croissance, et 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. Le scénario qui nous attend est donc celui de taux courts bas longtemps, une courbe fortement directionnelle et des taux longs qui restent pour l'instant sur des niveaux bas.

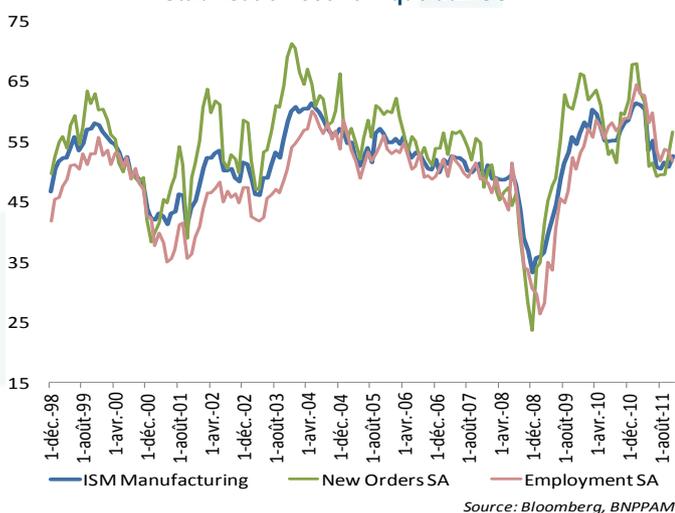
Concernant l'Europe, nous avons eu encore des sommets importants qui ont confirmé la volonté commune de trouver des solutions, mais qui peinent à convaincre les marchés. Le nouveau gouvernement en Italie a proposé des mesures qui vont à notre avis dans la bonne direction mais le chemin est encore long.

La BCE augmente les mesures de soutien aux banques

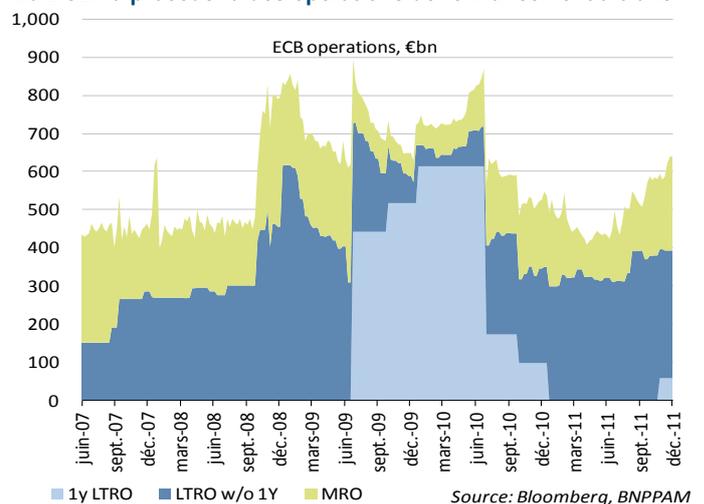
La BCE a, quant à elle, de nouveau baissé le taux directeur de 0,25 % lors de sa dernière réunion. Très attendues étaient les annonces des mesures extraordinaires supplémentaires que la Banque centrale allait adopter. M. Draghi a dévoilé à ce sujet des mesures importantes quant au financement des banques, mais a aussi affiché peu de flexibilité quant au programme d'achat de titres souverains sur le marché secondaire (SMP). Concernant le premier point, il était important pour nous d'avoir un renforcement des mesures de liquidité, afin d'apporter un peu plus d'oxygène dans un contexte où les banques peinent à se financer sur le marché primaire. L'introduction d'opérations de refinancement à 36 mois, la réduction du taux de réserves obligatoires et l'élargissement du collatéral éligible vont au-delà de nos attentes, et nous en sommes positivement surpris. Concernant le SMP, par contre, M. Draghi n'a pas signalé son intention d'augmenter son support aux Etats, car en opposition aux règles du traité, et cela vaut aussi pour tout financement au FMI destiné à soutenir des Etats membres.

Les fondamentaux, la politique monétaire et l'aversion au risque plaident pour des taux « core » bas, mais les valorisations nous semblent chères. En plus, cela ne tient pas compte de la prime à ajouter pour rémunérer le risque pays. Si ceci ne semble pour l'instant pas être une inquiétude pour ces rendements, la mauvaise adjudication en Allemagne constatée en novembre nous incite à surveiller ce point de près.

Stabilisation économique aux US ?



La BCE va procéder à des opérations de refinancement à 3 ans





CREDIT IG ET HY

L'incertitude ne disparaît pas en Europe

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 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 attrayante dans un environnement de taux sous-jacents très bas. Concernant le crédit plus spéculatif, nous ne voyons pas pour l'instant une hausse importante des défauts. Les indices SGL, qui donnent une indication quant aux difficultés des entreprises à obtenir de la liquidité via des ressources internes et/ou externes, restent à des niveaux faibles, ce qui fait baisser la probabilité de voir les défauts augmenter à court terme.

Toutefois, le marché aujourd'hui semble malheureusement être davantage 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 l'incertitude demeure. La croissance européenne va connaître une période difficile, les indicateurs avancés suggérant une nouvelle récession à venir.

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. Celle-ci a justement décidé d'intervenir plus massivement pour combler les besoins de liquidité, en allant jusqu'à offrir des opérations à trois ans et en élargissant le collatéral éligible pour ces opérations. Ces mesures sont certainement bienvenues, mais n'éliminent pas le besoin d'émissions à plus long terme, alors que le projet de garanties jointes au niveau européen ne semble pour l'instant pas aboutir à quelque chose de concret, justifiant ainsi notre scepticisme lors des annonces.

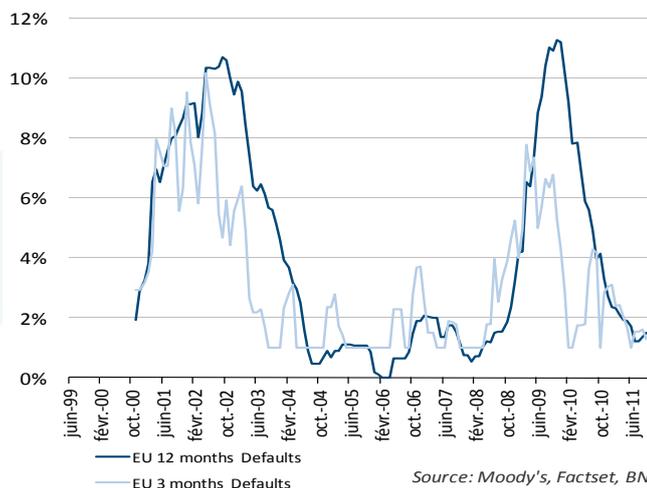
Ce dernier point est crucial, car nous assistons aujourd'hui à une détérioration des conditions d'octroi de crédit par les banques européennes, qui indiquent que leur difficulté d'accès au marché devient un facteur de plus en plus important pesant sur les crédits aux entreprises. Un crédit moins abondant et plus cher n'est pas bon pour l'économie et pour les entreprises plus dépendantes du financement bancaire. Les taux de défauts sont à des niveaux très bas, mais le ralentissement économique et la détérioration des conditions de crédit seraient cohérents avec une petite hausse de ceux-ci, même s'il faut aussi reconnaître que la santé des entreprises est aujourd'hui meilleure qu'en 2008.

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.

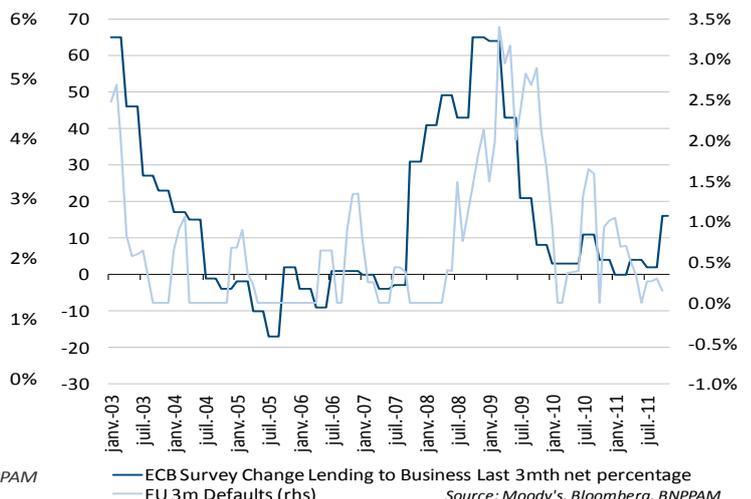
Pas de hausse de défauts en vue aux US

La BCE au secours des banques

Taux de défaut à des niveaux très bas en Europe...



...mais détérioration en vue ?





DETTE EMERGENTE

Divergence croissante entre économies émergentes

Renchérissement du coût de la protection

Après une accalmie en octobre, les craintes de contagion de la crise de la dette européenne a conduit à une augmentation du coût de la protection contre un défaut des principaux pays émergents (CDS souverains à cinq ans). Cette hausse, quasi généralisée, a toutefois été plus modérée en novembre qu'en septembre et bien moindre que lors de la crise de 2008-2009. Une détente des CDS est même observée depuis fin novembre grâce à l'adoption de réformes dans certains pays de la zone euro et aux discussions sur le renforcement de la discipline fiscale au sein de l'Union Européenne.

Maintien de positions prudentes sur la classe d'actif en raison de l'aversion globale au risque

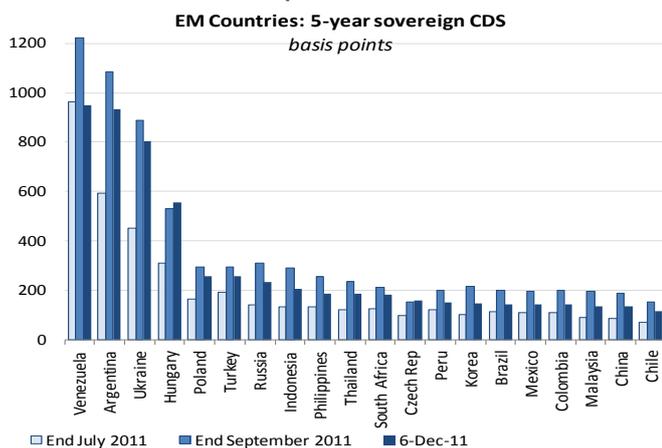
L'aversion globale au risque, alimentée par la crise européenne, continue ainsi de déterminer en grande partie les performances de cette classe d'actifs qui présente pourtant de bons fondamentaux, la dette locale notamment. Nous maintenons en effet une **vue positive sur la dette locale exprimée en devises locales**. Sur fond de ralentissement économique, d'infléchissement de l'inflation et d'assouplissement monétaire, les taux des obligations locales devraient continuer de se détendre dans les mois qui viennent, à condition toutefois que la crise de la zone euro ne s'amplifie pas et ne conduise pas à des sorties massives de capitaux. Dans un tel scénario -qui n'est pas le notre même si nous ne pensons pas qu'une résolution rapide puisse être apportée- les sorties des investisseurs étrangers des actifs émergents pourraient résulter en une tension des taux obligataires, comme ce fut le cas, brièvement, en novembre et en 2008-2009. La situation est toutefois bien différente d'un pays à l'autre, **la région EMEA étant la plus vulnérable** du fait de son exposition plus importante, tant commerciale que financière, à la zone euro. Les réponses des Banques centrales à la dégradation de leurs perspectives économiques et à l'affaiblissement de leurs devises devraient donc continuer de diverger dans les mois qui viennent. En EMEA, leur priorité est de limiter les pressions inflationnistes induites par la dépréciation de leur monnaie, alors qu'en Asie et en Amérique latine d'autres baisses des taux directeurs sont attendues dans les mois qui viennent pour aider à relancer l'économie.

Pressions baissières sur les devises

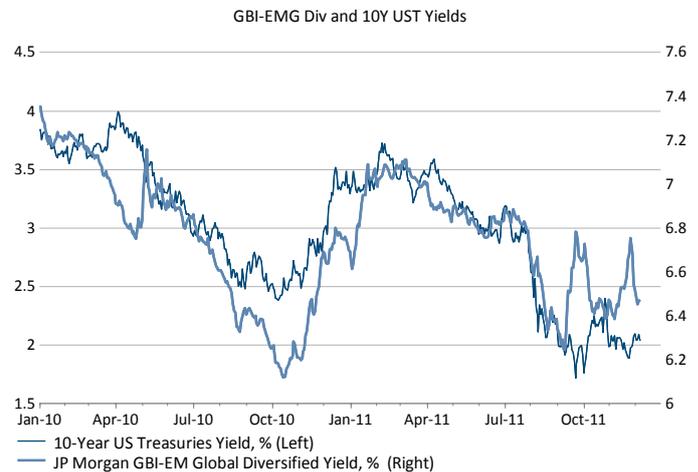
Dans ce contexte économique, et compte tenu de l'aversion au risque élevée, les **pressions baissières sur les devises émergentes** devraient perdurer en dépit de valorisations moins tendues qu'en début d'année et d'un différentiel de taux d'intérêt à court terme toujours très attractif. Nous recommandons donc une exposition neutre à la dette émergente aux investisseurs internationaux non couvert du risque de change, les performances des obligations locales pouvant être contrebalancées par la dépréciation des devises.

Depuis plusieurs mois, la performance de la **dette externe** est tirée essentiellement par des facteurs globaux, le rally des obligations américaines permettant de compenser largement l'écartement des *spreads* des souverains émergents. Au cours des prochains mois, la performance de cette classe d'actifs devrait être limitée par la poursuite de l'élargissement des *spreads* en raison du ralentissement économique alors que la performance issue des obligations américaines sous-jacentes apparaît limitée avec des taux déjà très bas.

Risques de contagion : renchérissement généralisé du coût de la protection



Obligations locales : rendement de plus de 6 %





MARCHÉ DES CHANGES

La crise souveraine européenne pèse sur la monnaie unique

Le dollar comme un refuge

Le sursaut de l'euro (au-dessus de 1,42) suite au sommet européen du 26 octobre n'a été que de courte durée. Alors que novembre a été marqué par de nouvelles baisses violentes des marchés boursiers, le dollar a profité de son statut de devise refuge, revenant vers 1,32 en fin de mois avant d'être légèrement affaibli par le regain d'intérêt pour les actifs risqués puis, le 30 novembre, par la décision des Banques centrales sur leurs accords de swaps en dollars. Début décembre, il évoluait autour de 1,33 euro. Depuis un mois, le dollar s'est en fait apprécié par rapport à la plupart des devises au sein du G10, à l'exception du dollar canadien et du yen, demeurés pratiquement stables. Face à un panier de devises (calculs de taux de change effectif de la Banque d'Angleterre), la devise américaine a progressé de 1,8 % de fin octobre à début décembre, s'appréciant également par rapport à bon nombre de devises émergentes. La volatilité sur le marché des changes est restée élevée au cours des dernières semaines traduisant le manque de scénario tranché tant sur l'avenir de la zone euro que sur les perspectives économiques aux Etats-Unis.

Vers un affaiblissement de l'euro

A court terme, dans la mesure où les positions spéculatives contre l'euro sont massives, toute nouvelle perçue comme une avancée politique dans les débats entre Etats européens paraît susceptible de provoquer un rebond de l'euro. A moyen terme toutefois, nous continuons à envisager un recul de l'euro face au dollar en raison du différentiel de croissance important entre les Etats-Unis, où la croissance résiste, et la zone euro, en route vers la récession. La poursuite de la baisse des taux directeurs de la BCE attendue pour début 2012 pourrait jouer dans le même sens, surtout si la BCE décide de faire passer son principal taux directeur nettement sous 1 %, allant au-delà des attentes qui tablent pour l'instant sur une stabilisation à 0,75 %. Malgré le maintien d'une politique monétaire très accommodante aux Etats-Unis, avec peut-être de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif, la parité EUR/USD devrait passer sous 1,30 courant 2012.

Le yen reste fort

L'intervention massive (9 091 milliards de yens) sur le marché des changes conduite par la Banque du Japon fin octobre n'est pas parvenue à inverser la tendance suivie par la parité USD/JPY qui s'est stabilisée au-dessus de 77. Les autorités nipponnes laissent entendre qu'elles vont continuer à surveiller de près toute appréciation de leur devise mais un affaiblissement massif ne paraît pas à l'ordre du jour, le yen restant une devise refuge. La politique monétaire de la BoJ reste néanmoins très accommodante et de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif, à l'image de la hausse des achats de titres (notamment JGB) décidée fin octobre, pourraient intervenir et peser sur la devise.

Des devises affectées par les difficultés européennes

Les devises traditionnellement liées aux matières premières et plus généralement à la croissance mondiale continuent à évoluer en lien avec les fluctuations de l'appétit pour le risque. Dans ce groupe, la couronne suédoise pourrait pâtir des liens économiques étroits du pays avec la zone euro où la demande va s'affaiblir. De la même façon, la parité USD/CHF pourrait revenir au-dessus de 1 au second semestre 2012. Même si les pressions exercées par les industriels suisses auprès de la BNS pour remonter son seuil d'intervention sur la parité EUR/CHF (fixé à 1,20 en septembre), ont peu de chance d'aboutir à brève échéance, elles pourraient entraîner une dépréciation du franc. Ce mouvement se ferait non seulement face à l'euro mais aussi face au dollar, les deux éléments (baisse du CHF face à l'euro et de l'EUR contre USD) se cumulant.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

| End of Period | | 2010 | | 4Q 2011 | | 1Q 2012 | | 2Q 2012 | | 3Q 2012 | |
|---------------|-----------|------|-----------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|
| | | | 02-Dec-11 | Min | Max | Min | Max | Min | Max | Min | Max |
| USD Block | EUR / USD | 1.34 | 1.3484 | 1.25 | 1.35 | 1.20 | 1.30 | 1.20 | 1.30 | 1.20 | 1.30 |
| | USD / JPY | 81 | 77.85 | 75 | 85 | 77 | 87 | 80 | 90 | 80 | 90 |
| | USD / CAD | 0.99 | 1.0118 | 0.97 | 1.07 | 0.97 | 1.07 | 0.95 | 1.05 | 0.95 | 1.05 |
| | AUD / USD | 1.03 | 1.0261 | 0.90 | 1.00 | 0.95 | 1.05 | 0.95 | 1.05 | 0.95 | 1.05 |
| | GBP / USD | 1.57 | 1.5695 | 1.44 | 1.63 | 1.39 | 1.56 | 1.39 | 1.56 | 1.39 | 1.56 |
| | USD / CHF | 0.93 | 0.9161 | 0.92 | 1.00 | 0.96 | 1.04 | 0.96 | 1.04 | 1.00 | 1.08 |
| EUR Block | EUR / JPY | 109 | 104.96 | 98 | 111 | 96 | 109 | 100 | 113 | 100 | 113 |
| | EUR / GBP | 0.86 | 0.8591 | 0.80 | 0.90 | 0.80 | 0.90 | 0.80 | 0.90 | 0.80 | 0.90 |
| | EUR / CHF | 1.25 | 1.2352 | 1.20 | 1.30 | 1.20 | 1.30 | 1.20 | 1.30 | 1.25 | 1.35 |

Source: BNPP AM as of 2/12/2011



MARCHÉS ACTIONS

MARCHES DEVELOPPES

Il est encore trop tôt pour abandonner notre biais prudent

Le ralentissement global se poursuit mais les Etats-Unis résistent

La poursuite de la détérioration des conditions économiques au niveau mondial — à l'exception des Etats-Unis qui font preuve d'une capacité de résistance remarquable — demeure une préoccupation majeure pour les investisseurs. Aux Etats-Unis, les taux de surprises positives des publications de chiffres macro-économiques ont continué leur rebond au cours des dernières semaines, ils se situent aujourd'hui à des niveaux extrêmement élevés. En conséquence cet indicateur se trouve proche d'un pic et sera donc de moins en moins favorable aux marchés actions au cours des prochains mois, et ce d'autant plus que le ralentissement de l'économie globale continuera de peser sur la conjoncture américaine.

Dans les autres régions et en particulier en zone euro, les conditions demeurent difficiles ; le ralentissement se poursuit et sera accentué par les mesures d'austérité budgétaire qui vont s'intensifier dans tous les pays de la zone. Toute solution d'envergure pour conjurer cette crise sera longue et difficile à mettre en œuvre en raison des contraintes institutionnelles et de gouvernance propres à la zone euro mais également du fait qu'elle se heurtera à des perspectives de croissance faibles.

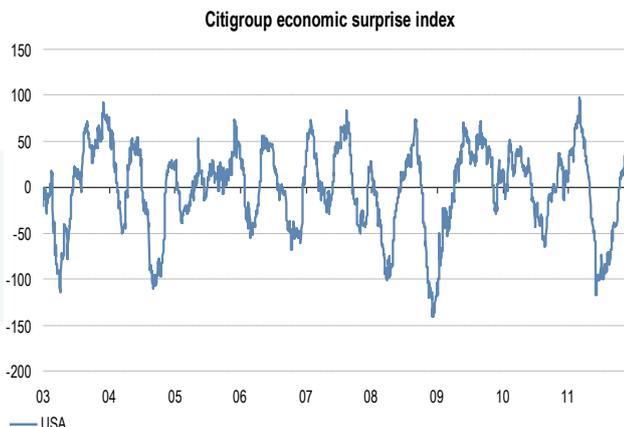
Les Banques centrales vont continuer à lutter contre le durcissement des conditions de financement

Dans ces conditions, les grandes Banques centrales, y compris et de plus en plus la BCE, vont continuer à mettre en œuvre des politiques monétaires extrêmement accommodantes, dans le but de soutenir l'activité économique en général mais également la liquidité du système bancaire, afin d'éviter un rationnement de l'offre de crédit.

Jusqu'à présent et en dépit de cet environnement difficile, les résultats des entreprises ont continué à afficher une bonne résistance, mais les perspectives s'assombrissent. Si les anticipations des analystes concernant les taux de croissances bénéficiaires ont été revues à la baisse, elles demeurent toujours trop ambitieuses selon nous. En effet, le consensus prévoit un ralentissement sensible des croissances des chiffres d'affaires, ce qui semble tout à fait cohérent dans un environnement de croissance faible. Ce même consensus continue toutefois d'anticiper une expansion sensible des taux de marges ce qui nous paraît beaucoup trop optimiste alors que celles-ci se situent déjà à des niveaux extrêmement élevés et que le levier opérationnel sera beaucoup moins favorable dans un contexte de ralentissement des ventes. Aussi, en dépit d'une amélioration temporaire observée au cours des dernières semaines, la tendance des révisions des perspectives bénéficiaires devrait rester orientée à la baisse, ce qui continuera à peser sur les marchés d'actions.

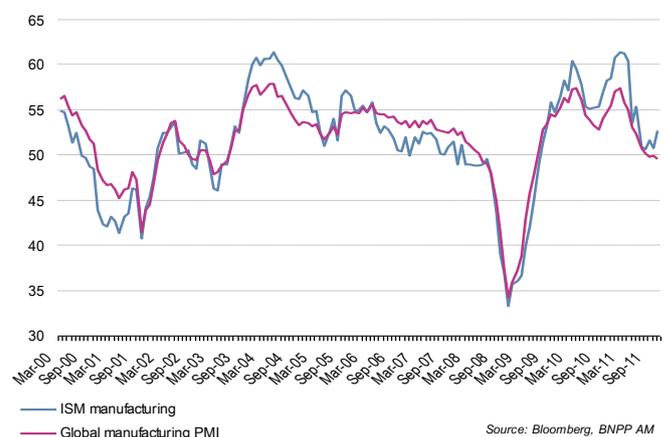
Les valorisations des marchés qui sont apparemment favorables doivent ainsi être relativisées et ne constituent, selon nous, pas encore un argument d'achat des marchés. Les PER basés sur les anticipations de résultats à douze mois des analystes, dont les niveaux peuvent apparaître attractifs, doivent donc être

Etats-Unis: surprises positives sur les publications économiques déjà au plus haut



Source: Bloomberg, BNPP AM

Ralentissement mondial du secteur manufacturier en dépit du rebond américain



Source: Bloomberg, BNPP AM



MARCHES DEVELOPPES

Indicateurs de sentiment pas aussi pessimistes que le contexte pourrait le laisser penser

considérés avec prudence tant que la tendance des révisions des anticipations bénéficiaires demeure orientée à la baisse. 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.

Nous pensons que la volatilité des marchés actions devrait rester élevée. Dans cette perspective, les indicateurs techniques et de sentiment jouent un rôle prépondérant. En dépit de risques objectivement toujours élevés, les mesures de sentiment des investisseurs en actions témoignent d'une certaine prudence mais se situent très loin de niveaux de panique qui constituerait un soutien sans ambiguïté pour les marchés. Par ailleurs, les indicateurs de tendance continuent pour le moment de délivrer un message baissier. A très court terme, la saisonnalité ainsi que des positions spéculatives extrêmement vendeuses constituent les facteurs de soutien les plus significatifs pour les marchés.

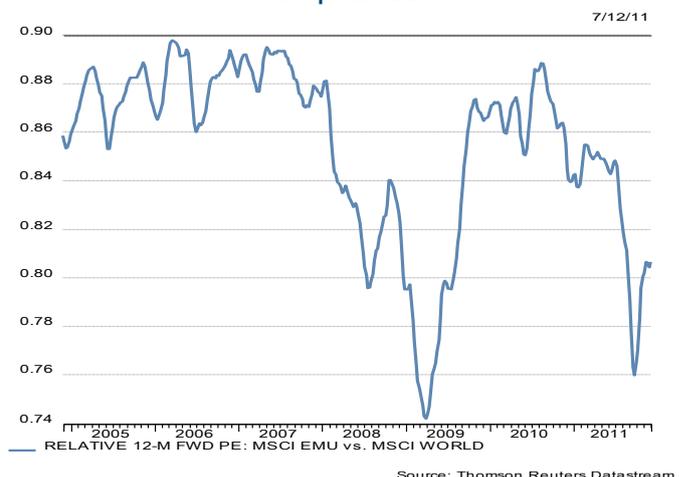
Privilégier les marchés britannique et japonais

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 conservons un biais légèrement positif sur le **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 demeurons neutres sur les **actions américaines**. 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 prudents sur le **marché australien**. Le cycle de baisse des taux en cours est un élément très favorable mais celui-ci devrait rester limité alors que la baisse du prix des matières premières et le ralentissement global devrait continuer à peser. Nous préférons conserver une attitude prudente envers **les marchés de la zone euro**. S'ils demeurent très attractifs sur la base de leur valorisation relative et que l'affaiblissement récent de l'euro pourrait favorablement impacter des révisions bénéficiaires mal orientées, les risques liés à la crise souveraine et la probabilité d'une récession nous empêchent toujours d'adopter un biais plus favorable. Les récentes évolutions institutionnelles et l'implication de la BCE vont dans le bon sens pour résoudre la crise souveraine mais nous semblent encore trop limités par rapport aux risques qui pèsent sur la zone. Enfin, nous ne modifions pas notre position sur le **marché canadien** qui demeure très cher et vulnérable à la baisse des prix des matières premières.

Les perspectives de croissance pèsent sur l'évolution des multiples de valorisation



Actions de la zone euro : valorisation relative attractive mais loin des points bas





MARCHES EMERGENTS

Assouplissement monétaire signifie expansion des multiples

Valorisation proche des niveaux de crise. Probabilité élevée de performance positive à 12 mois

Le niveau de valorisation des marchés émergents (PBV, PER) est revenu vers les bas historiques, proches de ceux des crises précédentes de 2003 et 2009. Mais la tendance des révisions des bénéfices restera baissière tant que les indicateurs avancés ne se seront pas stabilisés, soit au moins jusqu'à fin du premier trimestre 2012. En effet, la consommation domestique reste modérée, alors que la demande modeste des marchés développés devrait pénaliser les exportations.

Néanmoins, l'observation historique montre, qu'aux niveaux actuels des marchés, la probabilité est forte pour que les actions émergentes délivrent une performance positive au cours des 12 mois suivants. Enfin, le reflux de l'inflation permet aux Banques centrales d'abandonner progressivement leur politique restrictive, libérant ainsi la pression sur la compression des multiples de valorisation. Ce phénomène explique la chute du PER du marché chinois depuis novembre 2009, et sa stabilisation depuis l'apparition des signes d'assouplissement monétaire au cours des deux derniers mois. Dès 2012, la combinaison des stimuli fiscaux et monétaires ainsi qu'une augmentation des quotas des prêts bancaires devraient soutenir une expansion des multiples.

Peu de décorrélation des bourses en cas d'aversion au risque élevée

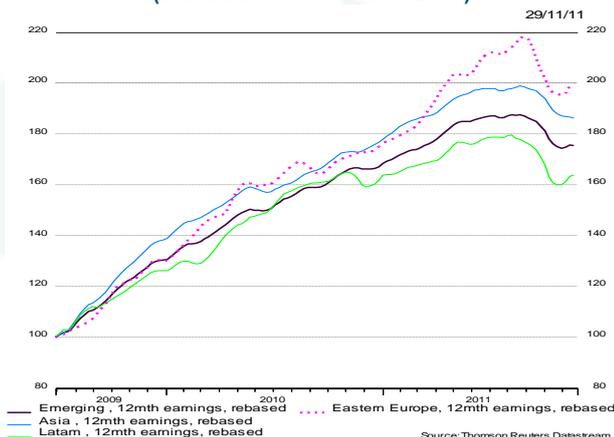
A court terme, l'absence de visibilité et l'aversion au risque continuent d'affecter les bourses émergentes, qui évolueront probablement en sympathie avec les marchés développés, même si les fondamentaux y sont meilleurs. C'est particulièrement le cas du rendement des fonds propres (ROE), très favorable pour les émergents par rapport aux développés depuis 2001, et un puissant facteur discriminant de surperformance. Dans ce contexte, nous privilégions toujours les bourses avec de solides fondamentaux domestiques et peu exposées au cycle mondial. Une perception défavorable des risques limite également le potentiel d'appréciation des devises émergentes par rapport au dollar, voire pourrait entraîner une baisse de certaines d'entre elles. Il est intéressant de relever que les contrats à terme du RMB contre USD escomptent une détérioration du yuan!

Chine : assouplissements monétaire et fiscal favorables pour les bourses

Nous maintenons la surpondération sur la **Chine**. Le momentum économique décélère rapidement, comme l'indique le PMI de novembre qui est passé de 50,4 à 49, ainsi que la contraction du prix immobilier. Ce qui remet en cause le scénario d'atterrissage en douceur, et la capacité des autorités chinoises à relancer l'économie dans un contexte déprimé. La banque centrale renverse sa politique monétaire et privilégie désormais une croissance stable autour de 8 %. Elle a réduit le taux de réserve de 50 pb pour la première fois depuis février 2009, et d'autres mesures budgétaires vont suivre. Dans ce contexte, les multiples de valorisation, qui sont à des niveaux très déprimés, devraient se détendre et faciliter l'orientation haussière des indices.

Nous conservons le biais positif sur la **Russie**. La Russie a été jusqu'à présent bien soutenue par les prix du pétrole orientés à la hausse et une liquidité abondante. Parmi les facteurs positifs : l'inflation est stable, le surplus de la balance courante grandit, la consommation privée augmente, et la Russie est entrée à l'organisation mondiale du commerce en novembre. De plus, les actions russes sont parmi les moins chères au monde, ce qui partiellement justifié par la mainmise de l'état et encore plus par l'augmentation des risques politiques à la suite des élections (ajoutant ainsi beaucoup de volatilité au marché). Le risque serait de voir le nouveau pouvoir suivre un chemin nationaliste, augmenter le prix du pétrole, réduire la vitesse des privatisations ou adopter une politique fiscale laxiste.

Les bénéfices sont à nouveau à la hausse (index base 100 au 30/06/2009)



Valorisation des marchés émergents vs. marchés développés





MARCHES EMERGENTS

Biais positif pour les marchés domestiques, et négatif pour les marchés cycliques

Brésil: la flexibilité monétaire et fiscale et l'inflation en baisse devraient soutenir le marché

Nous revenons à neutre/positif pour le **Brésil**. La demande domestique devrait bénéficier du soutien politique, car la Banque centrale a commencé un assouplissement monétaire fin août. L'inflation continue de décélérer. Le PMI a augmenté de 46,5 à 48,7. Les multiples de valorisation ont baissé à des bas comparables à la crise de 2008, les attentes de bénéfices sont modestes; alors que le pays jouit d'une flexibilité monétaire et fiscale qui lui permet d'éviter le pire du ralentissement économique mondial, ainsi que d'une moindre croissance des bénéfices. A l'avenir, les exportations devraient souffrir du ralentissement de la demande externe et du real toujours surévalué.

Nous maintenons la **Corée du Sud** à un niveau neutre à cause du caractère cyclique de l'économie, davantage exposée aux incertitudes provenant des marchés développés, et ayant une performance relative élevée. Le dernier chiffre du PMI de 47,5, reflète l'impact du ralentissement global mais le plus inquiétant est la faiblesse de la demande domestique qui représente une menace pour la croissance. L'inflation reste toujours une préoccupation, mais la banque centrale ne devrait pas augmenter ses taux directeurs, craignant une économie mondiale plus faible. Au contraire, une baisse des taux est probable. En outre, les valorisations sont attrayantes, mais les perspectives de bénéfices sont limitées.

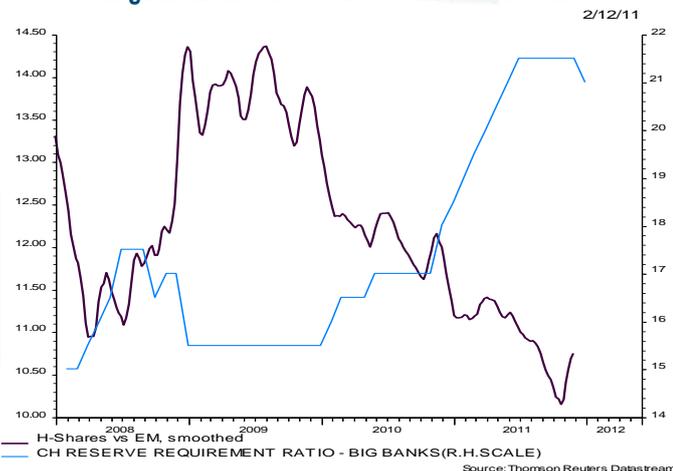
Toujours un fort biais négatif pour **Taiwan**, puisque l'économie est fortement cyclique et exposée à l'Europe. Les fortes révisions de bénéfices à la baisse reflètent une demande extérieure plus faible et des freins touchant les secteurs cycliques tels que les technologies de l'information. La décélération de la production confirme les répercussions de la demande externe. De plus, les élections du mois prochain ajoutent plus de volatilité aux marchés. Les investisseurs sont susceptibles d'adopter une attitude défensive par souci de victoire du DPP, parti défavorable au rapprochement avec la Chine. Enfin, les valorisations ne sont pas encore attrayantes.

Prudence sur le marché indien

Nous choisissons de devenir plus prudents sur l'**Inde**. Il y a davantage de signes de ralentissement avec les derniers chiffres du PIB montrant une progression de 6,9 % seulement en raison des effets décalés du resserrement monétaire. Le PMI s'est contracté de 52 à 51 (en particulier le secteur manufacturier), reflétant la faiblesse des nouvelles commandes. En octobre, la balance du déficit commercial s'élève à \$19,6 milliard, un niveau record. Enfin, le dernier échec sur les réformes sur le commerce de détails mine la crédibilité du gouvernement.

Le biais sur la **Turquie** reste négatif. L'inflation est toujours orientée à la hausse, entraînée par les effets des récentes hausses des taxes, ainsi que des pressions de l'offre sur l'inflation (tout particulièrement les prix liés à l'alimentation). Ceci, combiné avec un déficit de la balance courante toujours fort, devrait mettre davantage de pression sur la devise et pousser la Banque centrale à renforcer ses resserrements monétaires. De plus, les révisions de bénéfices sont à la baisse et les valorisations ne sont pas attrayantes. Enfin, la Turquie est le marché de notre univers le plus exposé à la crise de la dette souveraine européenne, et ainsi fortement dépendant des banques.

La performance des actions chinoise relative à l'univers est négativement corrélée avec le ratio de réserve



Le marché russe corrélé au prix du brut russe (en dollars)



Source : Bloomberg, BNPP AM



STRATÉGIES ALTERNATIVES

MATIERES PREMIERES

Préférence maintenue 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 **Brent** sont restés relativement stables autour des 110\$ au cours des dernières semaines, évoluant au gré de l'appétit pour le risque et le niveau du dollar. Dans un contexte de ralentissement de la croissance économique mondiale, la demande pétrolière risque croître à une vitesse moindre et ce alors que la production de pétrole reprend en Libye. Cela devrait contribuer à atténuer la tension des marchés pétroliers à court terme, ce qui pourrait peser sur les cours. Cependant, certains facteurs limitent les risques baissiers pour les cours du pétrole. D'abord, les stocks pétroliers restent faibles dans les pays de l'OCDE en comparaison avec les moyennes de ces dernières années et il semblerait que ce soit également le cas en Inde et en Chine. D'autre part, les tensions géopolitiques restent vives au Moyen Orient, justifiant la persistance d'une « prime géopolitique » dans les cours. Enfin, si les cours du pétrole venaient à baisser fortement, l'OPEP pourrait décider de réduire sa production. Ainsi, si nous restons positifs à moyen terme sur les fondamentaux pétroliers, nous **préférons rester neutres sur le pétrole** pour les prochains mois.

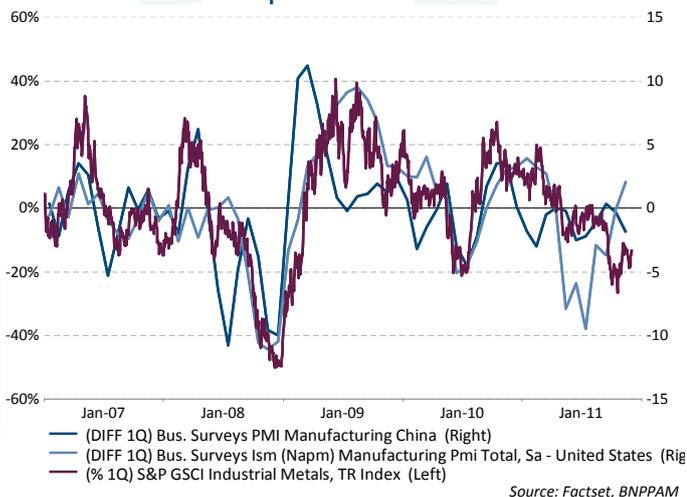
Les marchés des **métaux de base** ont encore connu une performance mitigée en novembre, sur fond de poursuite du ralentissement économique en Europe et d'inquiétudes sur le secteur industriel en Chine. En effet, si les marchés ont été rapides à intégrer la dégradation des perspectives économiques européennes dans les prévisions de demande pour les métaux industriels, la solidité de la demande chinoise de cuivre a été le principal facteur de soutien, permettant aux cours de limiter leurs pertes. Si nous restons confiants dans l'économie chinoise, les risques ont augmenté. **Nous restons neutres sur les métaux de base.**

L'investissement reste le moteur de la croissance de la demande pour l'or

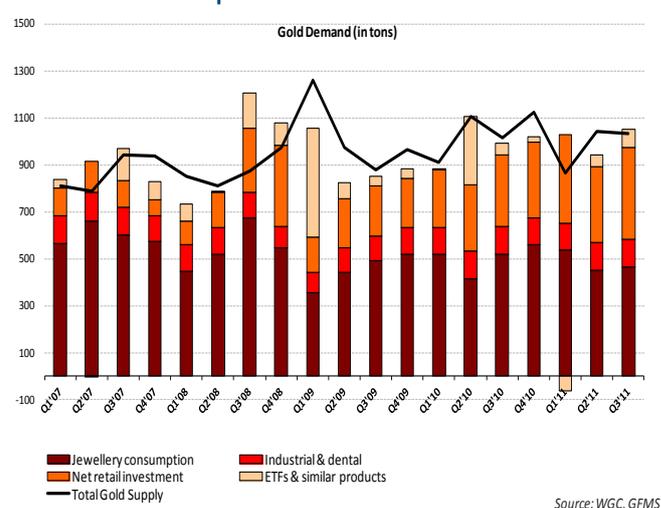
Les cours de **l'or** sont restés volatils en novembre suivant les actifs risqués. En effet, après avoir grimpé jusqu'à 1 800\$ de l'once les cours du métal jaune ont corrigé jusqu'à 1680\$ avant de rebondir vers 1740\$. Le rapport du World Gold Council sur la demande pour le métal au T3 a souligné la bonne santé de la demande d'investissement, notamment en Europe. La persistance de l'appétit des investisseurs pour le métal est d'ailleurs confirmée par le fait que les actifs des ETFs aurifères ont atteint un nouveau record en Novembre. Cependant, le rapport du WGC fait également état d'un ralentissement de la demande indienne, concernant aussi bien la bijouterie que l'investissement, probablement en conséquence du niveau record des prix et de la forte volatilité. Dans la mesure où nous pensons que l'appétit des investisseurs pour le métal devrait rester fort au cours des prochains trimestres, **nous restons positifs sur l'or**, mais les cours du métal pourraient corriger si la demande d'investissement fléchissait.

Les marchés des **céréales** sont restés faibles en novembre. Le renforcement du dollar ainsi que la faiblesse de la demande d'exportation pèsent sur les cours. Cependant, le positionnement des spéculateurs est désormais globalement neutre sur les grains, ce qui pourrait limiter les risques baissiers à partir des niveaux actuels. **Nous sommes neutres sur les céréales.**

Le PMI chinois pèse sur les cours de métaux



La demande pour l'or en hausse au 3^e trimestre





CONTACTS & AVERTISSEMENT

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en décembre 2011, sauf indication contraire. BNPP IP est la source au 12 décembre 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.

** « 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.