



# Stratégie d'investissement

## 17 janvier 2012



<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
<b>MARCHÉ DES CHANGES</b> .....	<b>8</b>
<b>MARCHÉS ACTIONS</b> .....	<b>9</b>
Marchés développés .....	9
Marchés émergents .....	11
<b>STRATÉGIES ALTERNATIVES</b> .....	<b>13</b>
Matières Premières .....	13
<b>CONTACTS &amp; AVERTISSEMENT</b> .....	<b>14</b>

### L'embellie est-elle durable ?

Les marchés sont restés depuis le début de 2012 dans une phase assez porteuse, marquée notamment par une orientation haussière des actifs risqués, et une évolution positive de certains *spreads* intra-UEM. A l'origine de cette tendance plus favorable, on trouve probablement un déplacement de l'attention du marché de la crise de la zone euro (qui a dominé la seconde moitié de 2011) à d'autres sujets plus porteurs. Ceux-ci incluent les signes de résistance de l'économie américaine, qui a confirmé ces derniers mois qu'elle restait positive, de l'économie chinoise (les indicateurs avancés et le dernier chiffre de PIB plaident également pour un atterrissage en douceur), et la détente des conditions financières en Europe grâce aux opérations de refinancement conduites par la BCE.

Ces éléments sont positifs, mais ne sont pas extrêmement surprenants et ressortent en ligne avec nos attentes. La croissance américaine ne s'avère pas supérieure à ce que les consensus d'économistes attendaient il y a déjà quelques mois, la croissance chinoise reste en phase d'installation dans un rythme de croisière moins dynamique qu'auparavant, et il n'a jamais fait grand doute pour la plupart des observateurs comme pour nous que la BCE fournirait la liquidité suffisante aux banques pour se refinancer. On peut donc aussi sans doute voir dans ce rebond un « retour de bâton » du consensus généralement pessimiste et des positions conservatrices qui dominaient chez les investisseurs depuis plusieurs mois.

Ce répit est bon à prendre mais ne nous apparaît pas comme un changement de tendance, pour plusieurs raisons. Déjà, nous pensons que la croissance américaine restera somme toute limitée en 2012, et il est peu probable que les marchés s'enthousiasment au fil de l'année pour les perspectives de croissance aux Etats-Unis compte tenu du resserrement budgétaire qui devra commencer l'an prochain. Ensuite, s'agissant de la zone euro, les risques économiques nous paraissent être à la baisse et peu de choses sont réglées. Les cas des pays à fort risque d'insolvabilité selon nous (Grèce, Portugal, Irlande) ne sont pas traités, il n'y a toujours pas de nouveau mécanisme de financement en place en zone euro, les failles de l'union monétaire ne sont pas ou peu débattues, et la politique économique pro-cyclique des gouvernements de la zone euro menace toujours autant les perspectives de croissance. Avec des échéances politiques proches (notamment la difficile négociation du nouveau traité dont le principe a été décidé en décembre), un dossier du PSI grec qui semble au point mort, et une forte accélération des échéances de refinancement dans les semaines à venir, on peut craindre que la zone euro ne se réinvite au premier rang des préoccupations du marché.

Pour ces raisons, nous maintenons largement les recommandations d'investissement prudentes que nous présentions déjà en décembre.



## 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.

### Arbitrage actions développées

- Nous préconisons une surexposition relative principalement en Suisse et au Royaume-Uni (avec une couverture sur le change).
- Maintien d'une position négative sur les actions de la zone euro.
- Neutralité sur le Japon et l'Australie, sous-pondération du Canada.

### Arbitrage actions émergentes

- Préférence inchangée pour la Chine, la Russie, et amélioration de notre recommandation sur le Brésil.
- Neutralité sur la Corée et l'Afrique du Sud.
- Sous-pondération de la Turquie, de l'Inde et de Taiwan.

## Synthèse de nos recommandations

### ASSET ALLOCATION MODEL PORTFOLIO

January 2012

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

	Alpha	Current weight	Previous weight
<b>EQUITIES</b>			
Developed Equities	-0.07	-0.6%	-0.6%
Emerging Equities	0.06	0.3%	0.5%
<b>FIXED INCOME</b>			
Government Bonds	0.03	1.0%	1.3%
Investment Grade	0.05	1.8%	-0.1%
High Yield	0.04	0.4%	0.2%
Emerging Debt	0.00	0.0%	0.2%
Emerging Debt Local	0.00	0.0%	0.3%
<b>COMMODITIES</b>			
Brent Oil	-0.04	-0.1%	-0.1%
Base Metals	0.04	0.4%	0.2%
Gold	0.43	2.3%	2.3%
Agricultural	0.05	0.4%	0.5%
Cash Euro		-6.0%	-4.5%
Module Total		0.0%	0.0%

#### PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	2.00%
Real Ex-ante Volatility	1.04%

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

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.00	-0.2%	0.9%
Canada	-0.05	-3.8%	-3.2%
Euroland	-0.03	-2.3%	-2.1%
Japan	0.00	-0.4%	1.3%
UK	0.04	5.1%	4.8%
Switzerland	0.04	1.9%	0.6%
Australia	0.00	-0.3%	-2.3%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

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

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	-0.13	-13.9%	-13.0%
Euroland	0.03	3.7%	1.8%
Japan	0.00	0.0%	0.0%
UK	0.09	10.2%	11.2%
Switzerland	0.00	0.0%	0.0%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

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

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	0.10	0.7%	0.2%
China	0.27	2.0%	1.7%
India	-0.13	-1.0%	-0.1%
South-Korea	0.00	0.0%	-0.1%
Taiwan	-0.10	-0.7%	-1.8%
Russia	0.11	0.5%	1.0%
South Africa	0.02	0.0%	0.3%
Turkey	-0.27	-1.5%	-1.2%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

Source : BNPP AM



## PERSPECTIVES ECONOMIQUES

### POINT DE VUE

#### Etats-Unis : ne pas sur-interpréter les « bonnes » données, ni les « mauvaises »

##### Méfiez-vous des « surprises »

Depuis l'été dernier, les indices de surprises économiques (réalisés en comparant les données publiées aux anticipations des économistes de marché) se sont nettement améliorés aux Etats-Unis pour revenir début janvier près de leurs plus hauts niveaux touchés en mars 2011. Ils plafonnent depuis et devraient commencer à refluer puisque, par construction, ces séries présentent une forte propriété de retour à la moyenne lors des réajustements des anticipations, à la hausse comme à la baisse. Au-delà de ces variations à court terme et des changements de consensus, que nous apprennent les dernières données économiques disponibles ?

##### Une consommation modeste dans les mois à venir

Alors que les commentaires des détaillants (magasins et sites marchands sur Internet) évoquaient un bon début pour les achats de fin d'année au lendemain de Thanksgiving, les chiffres officiels ont montré des ventes au détail pratiquement atones en décembre. Compte tenu de cette dynamique, les dépenses réelles de consommation ont probablement progressé de 2 % à 2,5 % en rythme annualisé et devraient se maintenir sur cette tendance dans les prochains trimestres. L'amélioration de l'emploi reste limitée et le taux d'épargne est revenu vers 3,5 % fin 2011 (contre près de 6 % à l'été 2010), ce qui laisse peu de marges pour que la consommation puisse augmenter beaucoup plus rapidement que les revenus salariaux. Par ailleurs, malgré l'amélioration de la confiance, les ménages n'ont pas l'intention de procéder à de gros achats dans les six prochains mois alors que leur richesse nette a continué à baisser au 3<sup>e</sup> trimestre.

##### Un retard à combler pour l'investissement

L'investissement productif devrait rester relativement solide, essentiellement parce que le renouvellement de certains équipements apparaît désormais indispensable au moment où les entreprises ont les moyens d'investir et que l'âge moyen du capital (à peu près sept ans) est élevé et ne baissera qu'après plusieurs années d'investissement à un rythme supérieur à 10 %. Après une hausse en termes réels de 14,6 % en 2010 et 10 % environ en 2011 (sous l'effet d'une baisse de régime en toute fin d'année), l'investissement en biens d'équipement pourrait ré-accélérer. L'enquête menée par la NFIB (*National Federation of Independent Business*) auprès des petites entreprises révèle que 24 % des PME envisagent des investissements à un horizon de trois à six mois : c'est le plus fort pourcentage depuis plus de trois ans mais ce résultat reste largement inférieur au pourcentage observé en rythme normal de croissance.

##### La confiance sera la clef de la croissance

Les décisions des patrons de PME en matière d'investissement et d'emploi sont bien sûr influencées par l'environnement économique mais aussi par le contexte politique. L'année électorale vient à peine de commencer avec les Primaires au sein du parti Républicain mais, de l'avis des analystes politiques, ces élections ne suscitent pour l'instant pas d'enthousiasme particulier. Par ailleurs, la politique économique menée par le gouvernement est très mal perçue par les citoyens et les incertitudes qui planent sur les mesures fiscales pour 2012 et 2013 risquent de limiter les initiatives des chefs d'entreprise et de freiner les intentions d'achats des ménages. Un cercle vertueux pourrait se mettre en place si une amélioration plus nette de l'emploi rassurait les consommateurs, dynamisait la demande interne et justifiait des embauches massives qui, à leur tour, soutiendraient l'activité. Il ne s'agit pas de notre scénario central mais notons que, si nous pouvons imaginer un tel risque haussier, nous ne voyons pas pour l'instant de risque baissier majeur sur l'économie américaine, à part, un choc exogène financier en provenance d'Europe dont les conséquences pourraient être comparables aux effets de la faillite de Lehman Brothers.

### 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				
<b>Developed Economies</b>	3.0	1.7	1.8	1.7	[1.8]	2.1	3.1	1.3	[2.1]	1.6	3.2	3.3	3.0	[3.2]	2.1	3.5	1.4	[2.1]		
<b>USA</b>	3.0	1.7	1.8	1.7	[1.8]	2.1	3.1	1.3	[2.1]	1.6	3.2	3.3	3.0	[3.2]	2.1	3.5	1.4	[2.1]		
<b>Canada</b>	3.2	2.3	2.4	2.1	[2.3]	2.0	2.5	1.5	[2.0]	1.8	2.9	3.0	2.8	[2.9]	2.0	2.8	1.7	[2.0]		
<b>Eurozone</b>	1.8	1.6	1.7	1.5	[1.6]	-0.1	1.0	-1.3	[0.4]	1.6	2.7	2.8	2.5	[2.7]	1.8	2.2	1.3	[1.8]		
<b>UK</b>	1.8	0.9	1.0	0.7	[1.0]	0.7	1.8	-0.5	[1.1]	3.3	4.5	4.7	4.4	[4.5]	2.7	3.3	0.9	[2.8]		
<b>Switzerland</b>	2.7	1.7	1.9	0.7	[1.8]	0.2	1.4	-1.1	[0.7]	0.7	0.3	0.4	0.2	[0.4]	-0.1	0.6	-0.7	[0.1]		
<b>Japan</b>	4.5	-0.6	0.1	-0.9	[-0.4]	2.0	2.9	0.7	[2.1]	-0.7	-0.2	0.3	-0.5	[-0.3]	-0.2	0.8	-0.8	[-0.2]		
<b>Australia</b>	2.6	1.9	2.2	1.5	[1.6]	3.5	4.5	2.5	[3.5]	2.8	3.5	3.6	3.3	[3.4]	2.8	3.6	2.3	[2.9]		

Source: Consensus Forecasts as of 12/12/2011



## ZONES DEVELOPPEES

### Zone euro : tout se dégrade !

#### La récession est là...

Janvier 2012 restera (peut-être) dans les mémoires comme le mois où l'agence de notation Standard & Poor's a abaissé la note de neuf pays européens, privant notamment l'Autriche et la France de leur AAA. La dégradation de la situation économique dans les principaux pays paraît plus préoccupante que cette péripétie et ne doit pas être masquée par la légère hausse de certains indices d'activité fin 2011. L'indice composite reflétant les enquêtes auprès des directeurs d'achats dans le secteur manufacturier et dans les services est remonté à 48,3 en décembre mais sa moyenne pour le 4<sup>e</sup> trimestre ressort à 47,2, au plus bas depuis la mi-2009. Un tel niveau est associé à une contraction du PIB et les composantes (emploi, commandes) laissent envisager une poursuite de cette tendance début 2012. Les ventes au détail ont nettement reculé en novembre et ne devraient pas trouver de soutien compte tenu de la hausse du chômage et du durcissement de la fiscalité dans plusieurs pays.

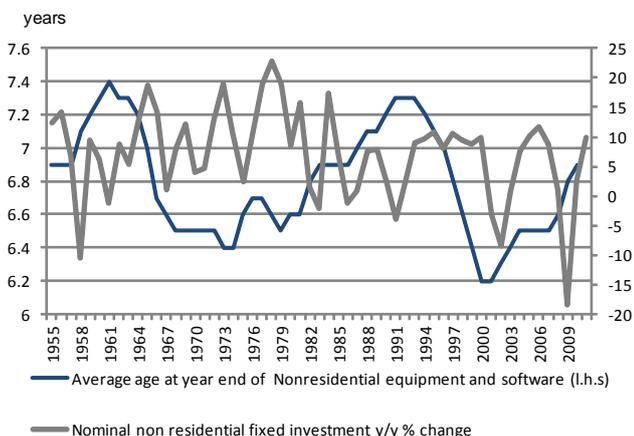
#### ...et elle est partout

D'après les premières estimations, **l'économie allemande** –toujours solide avec une croissance de 3 % en 2011 (après 3,7 % en 2010)– a enregistré une légère contraction fin 2011. L'enquête IFO auprès des chefs d'entreprise traduit de faibles perspectives en ce début d'année. En **France**, le PIB a stagné entre le 3<sup>e</sup> et le 4<sup>e</sup> trimestre après une faible progression (+0,2 %) de la demande interne par rapport au 2<sup>e</sup> trimestre et les enquêtes se dégradent rapidement depuis l'été. Les débats à l'occasion de la campagne en vue de l'élection présidentielle risquent d'entretenir une grande incertitude sur l'évolution de la politique économique (en particulier la fiscalité) et de peser sur la consommation. En **Italie**, où le PIB s'est contracté dès le 3<sup>e</sup> trimestre, le Président du Conseil a annoncé qu'il mettrait rapidement en place des réformes structurelles destinées à faire remonter le potentiel de croissance (0,2 % en 2011 selon l'OCDE) alors que les mesures de rigueur, visant à retrouver un budget à l'équilibre dès 2013, vont inéluctablement peser sur l'activité et menacer la pérennité de son gouvernement de techniciens. Les dernières nouvelles en provenance d'**Espagne** ne sont pas encourageantes : le nouveau gouvernement a laissé entendre que le déficit budgétaire pour 2011 dépasse largement les prévisions (8 % contre 6 %) ce qui pourrait donner lieu à des restrictions supplémentaires si l'objectif pour 2012 (4,4 %) était maintenu. La **Grèce** et le **Portugal**, qui dépassent également leur objectif de déficit budgétaire, vont connaître une récession marquée comme le montrent des enquêtes presque aussi dégradées que lors de la Grande récession. Avec une très légère baisse du PIB attendue en 2012 pour la zone euro (-0,1 %), le consensus nous paraît encore trop optimiste même si la relative résistance de l'économie américaine et la ré-accélération attendue dans les zones émergentes devraient permettre à l'Europe d'éviter une récession violente.

#### La BCE sauveur ultime ?

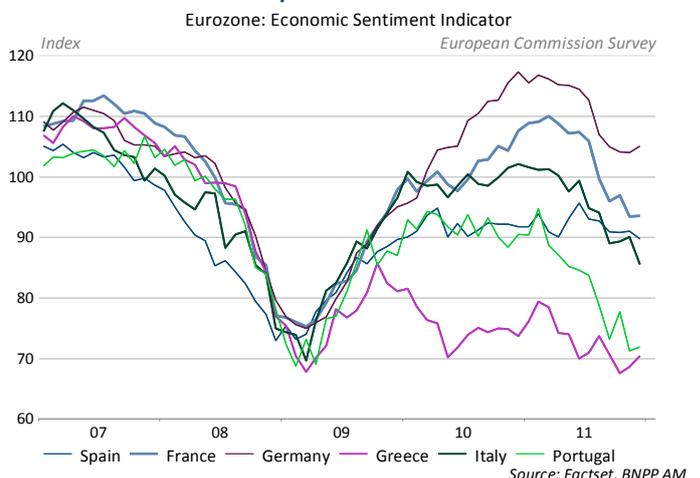
Le contexte économique difficile et le reflux attendu de l'inflation (2,8 % en décembre) vont permettre à la BCE de poursuivre la baisse du taux refi (ramené à 1 % en décembre). Elle devrait par ailleurs continuer à utiliser son arsenal de mesures non conventionnelles visant à assurer, coûte que coûte, la liquidité pour le système bancaire européen. Ces opérations sont présentées comme devant faciliter la bonne transmission de la politique monétaire et non comme un soutien exceptionnel aux établissements financiers ou au marché. La monétisation de la dette via des achats massifs de titres publics n'est pas à l'ordre du jour de la BCE mais pourrait s'y inviter alors que la Grèce se rapproche dangereusement de la faillite.

#### Etats-Unis : l'investissement devrait bien se porter



Source: Factset, BEA, BNPP AM

#### Ralentissement marqué de l'activité dans la zone euro



Source: Factset, BNPP AM



## ZONES EMERGENTES

### Le bas de cycle est proche

**Poursuite de la détérioration de l'activité économique, mais stabilisation des indicateurs avancés**

La décélération du cycle économique émergent se poursuit, alimentée par la détérioration de la demande des économies avancées (surtout l'Europe) et l'essoufflement de la demande domestique dans les grandes économies émergentes. Le resserrement monétaire commence à affecter la consommation domestique via le coût du crédit ou via une forte décélération dans les investissements et l'immobilier. Les indicateurs avancés des pays émergents affichent encore une poursuite du ralentissement économique pour les prochains mois, même si le rythme de détérioration s'est stabilisé, selon les sondages d'opinion. La production industrielle continue à se contracter en glissement annuel. L'inflation a aussi reculé, passant de 6,3 % à 5,3 % le mois dernier, ce qui conforte les autorités dans leurs efforts d'assouplissement monétaire.

L'Asie ralentit, pénalisée par les exportations bien sûr mais aussi par la demande domestique qui a été le principal moteur de la reprise. Les perspectives de croissance continuent à être révisées à la baisse, reflétant le resserrement monétaire ou les effets de la crise financière sur les conditions de crédit. Mais les risques de forte détérioration restent limités car les autorités ont les capacités financières de stimuler la demande interne si besoin.

**Raffermisssement de l'économie chinoise attendu au deuxième trimestre**

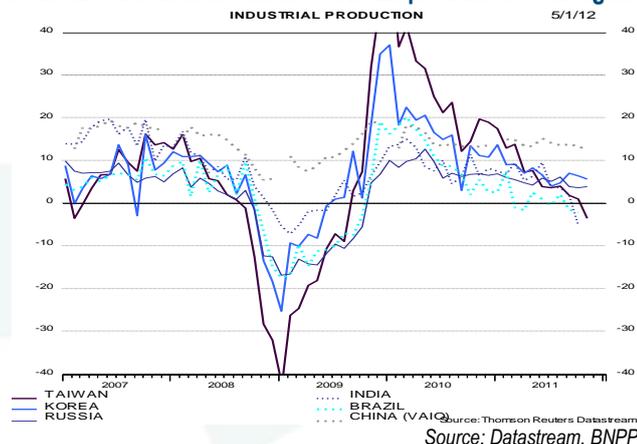
L'économie **chinoise** continue à ralentir mais devrait toucher son bas de cycle vers la fin du premier trimestre pour se raffermir à la fin de l'année. En effet, les exportations se sont détériorées, les PME sont affectées par l'assèchement des crédits, tandis que les prix de l'immobilier et le volume des transactions continuent à baisser dans la majorité des grandes villes. Parmi les mesures envisagées pour stimuler l'économie, relevons une augmentation des nouveaux prêts, une baisse du RRR (*Requirement Reserve Ratio*), la relance des programmes d'infrastructures comme le transport ferroviaire, une baisse des impôts pour doper la consommation privée ou encore des subventions pour certains achats immobiliers. Certains promoteurs immobiliers doivent liquider les stocks avec une forte décote, ébranlant la confiance des propriétaires, convaincus il n'y a pas si longtemps encore que l'immobilier était « solide comme de la pierre ». Une crise bancaire est improbable car le montant prêté est faible par rapport à la valeur du sous-jacent (moins de 50 %). Par contre, les banques seront affectées par les prêts aux collectivités locales, dont les garanties et surtout les revenus, sont fortement dépendants du prix de l'immobilier et du terrain. La détérioration de l'économie chinoise a entraîné une contraction des réserves de change, reflétant une sortie des flux de fonds spéculatifs et une augmentation des investissements chinois à l'étranger. Cela devrait réduire la pression sur l'appréciation du RMB.

**Inde : paralysie politique, augmentation des déficits et dépréciation de la devise**

La situation économique reste difficile en **Inde**, en raison de l'inaction des autorités, du niveau élevé des taux d'intérêt ainsi que d'un environnement mondial défavorable. De plus, le populisme élevé aggrave le déficit budgétaire, alors que la forte dépréciation de la roupie amplifie le déficit de la balance courante, dont le financement est devenu ardu avec la crise financière en Europe. Dans ce contexte, le gouvernement a révisé ses perspectives de croissance à 7 % pour l'année fiscale 2012. La situation s'améliore au **Brésil**. Le reflux de l'inflation devrait permettre à la Banque centrale de desserrer ses freins monétaires et de soutenir la demande domestique particulièrement dépendante du crédit à la consommation. La stabilisation des économies chinoise et américaine est également favorable pour les exportations.

**Perspectives favorables sur le Brésil grâce à l'assouplissement monétaire**

### Poursuite du ralentissement économique dans les émergents



Source: Datastream, BNPP AM

### Chine : perte de confiance dans l'immobilier



Source: Bloomberg, BNPP AM



## MARCHÉS OBLIGATAIRES

### OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

#### Les Etats-Unis se portent mieux que l'Europe...

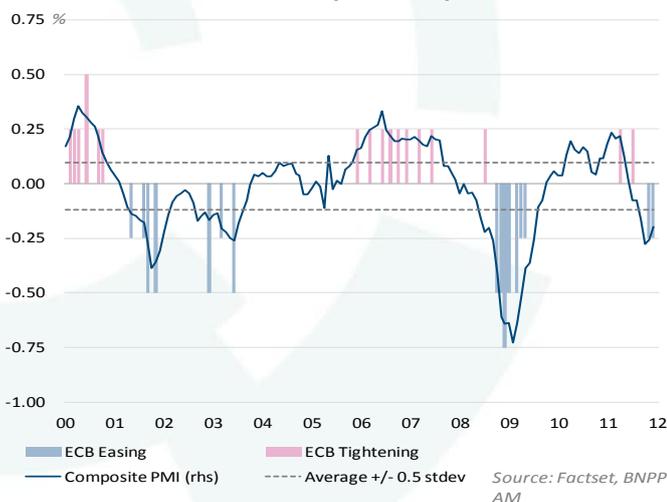
##### Confirmation d'une croissance douce, mais positive, aux US

Aux Etats Unis, les derniers chiffres économiques semblent confirmer le scénario d'une croissance douce mais positive. Les indicateurs avancés restent porteurs et semblent être stabilisés, tandis que les chiffres de créations d'emploi ne sont certes pas très hauts, mais néanmoins bien orientés. Toutefois, le pays n'est pas à l'abri d'un nouvel affaiblissement, et le biais de la Fed reste plutôt en faveur d'une politique monétaire plus accommodante, notamment pour soutenir le secteur immobilier (déclarations en ce sens de William Dudley, Eric Rosengren, Sandra Pianalto). Entretemps, elle procédera à la publication de ses prévisions pour le taux directeur à partir de la réunion de janvier. Dans ce contexte, le comportement des rendements longs américains soulève des questions. Avec une économie qui ne brille pas mais ne s'effondre pas non plus, et dans le sillage de surprises économiques positives, on aurait pu s'attendre à voir des tensions de taux qui ne sont pas arrivées. Bien entendu, nous ne voyons toujours pas les rendements revenir à des niveaux élevés bientôt, mais une certaine réaction aux bonnes nouvelles aurait été logique. Cela traduit probablement une aversion au risque, liée notamment aux problématiques européennes, et une « recherche de qualité » qui font tourner les investisseurs vers les obligations d'Etat américaines, nonobstant une dynamique fiscale loin d'être rassurante. Ceci nous fait encore préférer les Gilts et Bunds aux USTs.

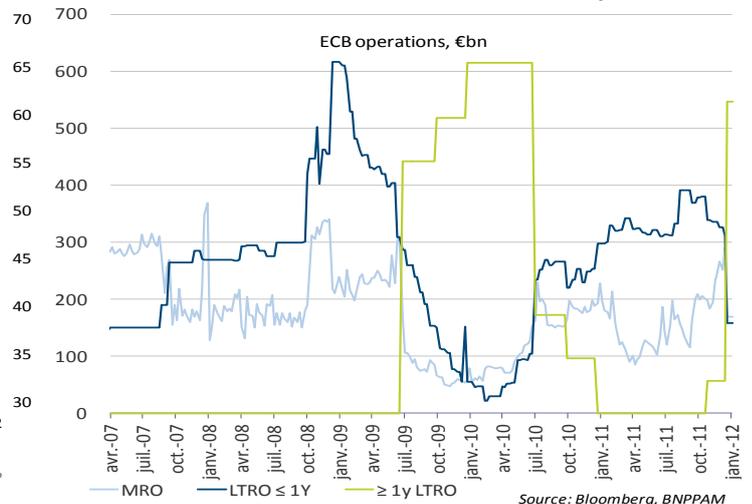
##### Des décisions à venir pour la Grèce

En Europe, les dernières valeurs des indicateurs avancés PMI ont montré quelques signes de stabilisation, suggérant une pause dans l'affaiblissement économique vu ces derniers mois. Toutefois, étant donné l'effort fiscal à venir, les risques restent pour l'instant à la baisse. Au-delà des aspects économiques, la crise souveraine reste encore et toujours d'actualité. Outre les discussions autour de l'intégration fiscale et des mécanismes de sauvetage, la finalisation des mesures concernant la Grèce est d'une importance particulière en ce début d'année. Les discussions autour de la participation du secteur privé (PSI) à une restructuration de la dette publique sont en cours, et s'avèrent délicates. Elles sont articulées autour de la détermination de la décote, du niveau du coupon des nouveaux titres offerts en échange, de l'introduction de clauses d'action collective, de la participation de la BCE ou encore du déclenchement des CDS. En outre, les marchés obligataires européens seront confrontés à un calendrier d'émissions assez chargé au premier trimestre, là où la demande de papier n'est pas certaine. La BCE devra dans ce contexte rester prête à intervenir quand nécessaire, même si nous connaissons bien sa réticence à une utilisation intense du programme d'achats de titres. Entretemps, elle a néanmoins fait une bonne opération avec le premier LTRO à trois ans, qu'elle a jugé positif, aidant à la repentification des courbes périphériques. Quant au niveau des taux directeurs, nous nous attendons encore à au moins une autre baisse.

#### Des baisses de taux probables pour la BCE



#### Le LTRO à trois ans considéré comme un succès par la BCE





## CREDIT IG ET HY

### ...et ceci vaut pour le crédit aussi

#### Environnement plutôt porteur aux Etats-Unis

Les dernières semaines auront confirmé que l'environnement économique aux Etats-Unis devrait rester porteur et aider à soutenir le crédit, y compris le plus spéculatif, mais les nouvelles en provenance d'Europe continuent de suggérer une certaine prudence.

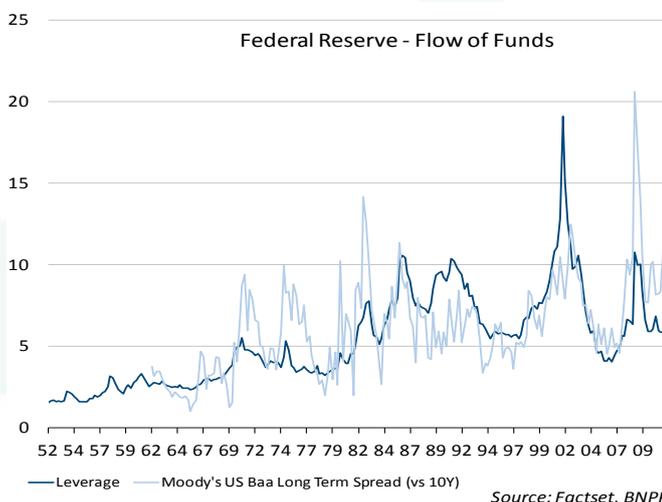
Le fait que la croissance américaine se dirige vers des niveaux faibles mais positifs est un contexte qui ne devrait pas être défavorable au crédit. Les valorisations y sont attractives, les fondamentaux sains et la classe d'actifs toujours attrayante dans un environnement de taux sous-jacents très bas. 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.

#### Sentiment positif pour le crédit européen, mais il ne faut pas oublier les problématiques structurelles

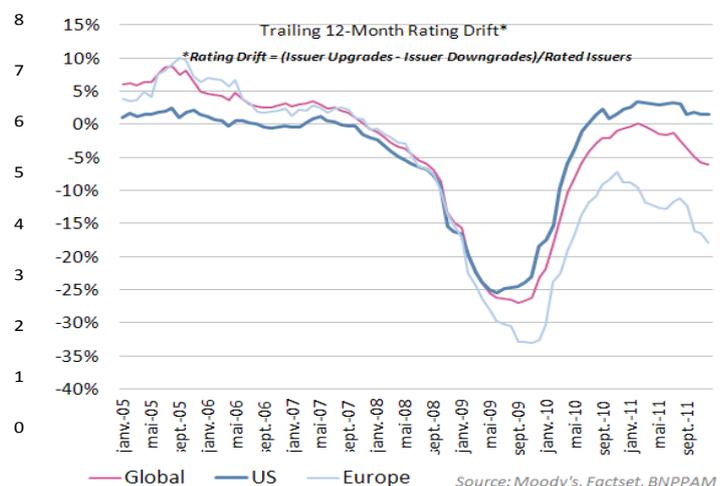
Toutefois, le marché reste évidemment sensible aux événements en Europe, où la crise souveraine demeure et la croissance va connaître une période difficile. Néanmoins, ce début d'année est pour l'instant plutôt favorable au marché du crédit. Le LTRO à trois ans de la BCE a contribué à soulager le secteur bancaire, fortement pénalisé en deuxième partie de 2011, tandis que le sentiment plus positif venant du secteur des obligations d'Etat périphériques et le resserrement des *spreads* ont aussi impacté positivement le marché du crédit. Cela a en effet aidé les émetteurs privés à venir sur le marché primaire avec des volumes importants, et dans les deux premières semaines de l'année les émissions « *unsecured* » ont dépassé celles de la même période de 2011. Toutefois, ce phénomène est surtout vrai pour les entreprises non-financières, car les financières souffrent encore d'un biais géographique en faveur des pays « *core* » par rapport aux périphériques. Aussi, le marché primaire voit encore des primes relativement élevées, avec le secondaire qui a tendance à s'aligner par la suite. En général, si ce sentiment positif peut perdurer encore un peu, il ne faut pas oublier les problématiques structurelles de la zone Euro qui ne sont toujours pas résolues, et qui nous incitent à maintenir une certaine prudence.

Nous maintenons encore une vue plus constructive pour le crédit aux Etats-Unis qu'en Europe.

#### Les fondamentaux top-down aux US encore solides



#### Les notations se dégradent en Europe





## MARCHÉ DES CHANGES

### La parité EUR/USD s'installe sous 1,30

#### Le différentiel de croissance et la crise souveraine pèsent sur l'euro

Le dollar, qui évoluait autour de 1,34 euro début décembre, a connu à partir du 12 une appréciation assez sensible qui l'a ramené rapidement sous 1,28 le 6 janvier, un niveau autour duquel il oscille depuis. Ce mouvement reflète un **recul de l'euro** : face à un panier de devise, la monnaie unique a perdu 2,3 % de la mi-décembre à la mi-janvier pour retrouver son plus bas niveau depuis la mi-2005 (sur la base du taux de change effectif calculé par la Banque d'Angleterre). Au cours des dernières semaines, l'euro a pâti des inquiétudes sur la crise souveraine (conclusions jugées peu convaincantes du sommet des chefs d'Etat et de gouvernement des 8 et 9 décembre, commentaires alarmistes des agences de notations) et de la dégradation le 13 janvier de la note de neuf pays européens par Standard & Poor's. Même si la crise souveraine semble sortie de sa phase aigue, les inquiétudes demeurent, en particulier autour d'une éventuelle faillite de la Grèce et des adjudications importantes (Italie, Espagne,...), qui vont animer le premier trimestre. Même si les premières émissions obligataires de l'année ont été plutôt bien absorbées, l'euro n'en a pas profité, signifiant ainsi que la sérénité sur cette question n'est pas encore au rendez-vous. La situation conjoncturelle est aussi de nature à peser sur la devise : la récession dans la zone euro a débuté, ce qui devrait conduire la BCE à poursuivre l'assouplissement de sa politique monétaire. A contrario, l'amélioration des données aux Etats-Unis laisse envisager une croissance modeste mais bien réelle de l'économie américaine apportant un soutien au dollar. Dans ce contexte, et au-delà d'éventuelles corrections de court terme qui pourraient résulter d'un déblocage des très importantes positions spéculatives, **nous envisageons une poursuite de la baisse de la parité EUR/USD**. Pour les mêmes raisons (politique monétaire accommodante et faibles perspectives économiques), la **livre sterling**, qui a récemment profité des difficultés de l'euro, devrait perdre du terrain face au dollar en 2012.

#### Le yen se stabilise

La parité **USD/JPY** est restée relativement stable autour de 78 en décembre avant de fléchir en toute fin d'année pour passer sous 77 malgré des commentaires très prudents des autorités nipponnes sur la conjoncture avec notamment une révision à la baisse du diagnostic posé par la Banque du Japon qui s'attend désormais à voir la croissance stagner jusqu'au printemps 2012. Le seuil de 75 est, dans l'esprit des opérateurs, le niveau à partir duquel la BoJ déclenche ses interventions sur le marché des changes et devrait donc constituer un plancher pour la parité. A contrario, le caractère « défensif » de la devise nipponne limite la possibilité d'une rapide dépréciation dans le contexte actuel toujours agité.

#### Le franc suisse toujours sous contrôle

La démission du Président de la Banque nationale suisse suite à un conflit d'intérêt en lien avec des opérations réalisées par l'épouse de Philippe Hildebrand n'entraînera pas de changement de la politique de change de l'institut d'émission. Le plancher de 1,20 pour la parité **EUR/CHF** devrait continuer à être défendu alors que l'euro est repassé sous 1,21 franc suisse à la mi-janvier.

Le scénario économique d'ensemble n'est a priori pas négatif pour les devises dont l'évolution est traditionnellement liée à celle des cours des **matières premières** mais il faudra attendre un retour plus net de l'appétit pour le risque avant de pouvoir constater leur appréciation. Les couronnes norvégienne et suédoise sont ainsi pénalisées par leur proximité avec la zone euro.

### FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2011	13-Jan-12	1Q 2012		2Q 2012		3Q 2012		4Q 2012	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.30	1.2797	1.20	1.30	1.15	1.25	1.15	1.25	1.15	1.25
	USD / JPY	77	76.76	75	80	75	80	77	87	77	87
	USD / CAD	1.02	1.0206	0.97	1.07	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05
	AUD / USD	1.03	1.0310	0.95	1.05	0.97	1.07	0.97	1.07	0.97	1.07
	GBP / USD	1.55	1.5319	1.44	1.62	1.33	1.50	1.33	1.50	1.33	1.50
	USD / CHF	0.94	0.9460	0.96	1.04	1.00	1.08	1.04	1.13	1.04	1.13
EUR Block	EUR / JPY	100	98.22	94	100	90	96	92	104	92	104
	EUR / GBP	0.84	0.8354	0.77	0.87	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90
	EUR / CHF	1.21	1.2106	1.20	1.30	1.20	1.30	1.25	1.35	1.25	1.35

Source: BNPP AM as of 13/1/2012



## MARCHÉS ACTIONS

### MARCHES DEVELOPPES

#### Au-delà des améliorations cycliques récentes, les contraintes structurelles continuent de peser de tout leur poids

##### **Poursuite de l'amélioration cyclique au niveau mondial**

La poursuite de l'amélioration cyclique des indicateurs d'activité au niveau mondial (PMI) a soutenu les actifs risqués au premier rang desquels les actions. Néanmoins, il est encore prématuré d'envisager une amélioration pérenne alors que les problèmes de fond demeurent, en particulier au sein de la zone euro. Les mesures pro-cyclique de consolidation budgétaire qui sont en train d'être mises en œuvre en Europe et qui vont encore être accentuées au cours de l'année continueront à peser sur une croissance déjà faible et fragile. Par ailleurs les taux de surprises sur les données macroéconomiques publiées récemment ont atteint des pics historiques, en particulier aux Etats-Unis, et devraient logiquement devenir de moins en moins favorables aux marchés actions au cours des prochains mois.

##### **Des Banques centrales de plus en plus actives...**

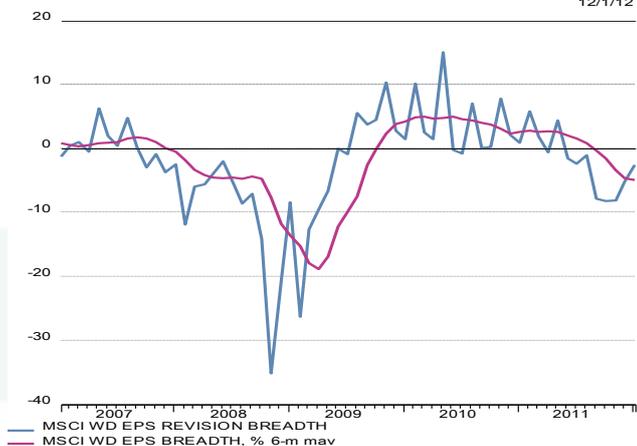
En dépit de courbes des taux très positives et de taux réels faibles, les conditions financières demeurent tendues en raison d'une forte aversion au risque. Les politiques monétaires des grandes Banques centrales demeureront donc particulièrement accommodantes. Pour le moment la BCE, si elle ne procède pas à un assouplissement quantitatif stricto sensu (veto de l'Allemagne et des partisans d'une stricte orthodoxie monétaire au sein de la zone euro), tente d'injecter des liquidités dans l'économie via le système bancaire. Son pari consiste à fournir aux banques des liquidités à taux très faible et de manière illimitée, afin que celles-ci en profitent pour acheter de la dette souveraine et qu'elles prêtent aux entreprises et aux ménages. Pour l'instant les résultats sont faibles, mais le processus est encore très récent. Les contraintes réglementaires qui poussent notamment les banques à réduire leur bilan et leurs engagements risqués constituent un frein considérable au succès de cette opération même si elle permet au moins de pallier les problèmes de liquidité (financement à court terme) que rencontrent actuellement les banques.

##### **Révisions bénéficiaires moins négatives mais la tendance à long terme ne s'est pas encore inversée**

La saison de publication des bénéfices du quatrième trimestre débute actuellement. Après de nombreuses mises en garde de la part des entreprises, les attentes se situent à des niveaux relativement peu élevés, ce qui limite considérablement le risque de déceptions pour ce trimestre. A plus long terme toutefois, les anticipations consensuelles de croissance bénéficiaire nous paraissent toujours très optimistes. En effet, si les analystes anticipent, correctement selon nous, un ralentissement prononcé de la croissance des ventes, ils tablent dans le même temps sur une poursuite de la hausse des marges à partir des niveaux extrêmement élevés actuels. Un potentiel d'ajustement supplémentaire à la baisse des anticipations bénéficiaires demeure donc selon nous et devrait continuer à peser sur la progression des marchés. La pente du solde de révisions bénéficiaires lissée sur six mois demeure d'ailleurs légèrement négative au niveau mondial, même si elle s'améliore. Si cet indicateur devait à nouveau se retourner à la hausse (soit de moins en moins de révisions négatives), il constituerait un signal très favorable pour les marchés. Nous n'en sommes pas encore là mais demeurons très attentifs à son évolution.

**MSCI WORLD : solde (breadth) des révisions bénéficiaires**

12/1/12



Source: Datastream, BNPP AM

#### **Croissances bénéficiaires attendues par le consensus des analystes: ralentissement des ventes, hausse des marges**

MSCI WORLD	2011e	2012e	2013e
EPS growth expectations	9.7%	10.7%	11.9%
Sales growth expectations	7.6%	3.5%	4.2%
Net margin level (EPS/sales)	7.7%	8.2%	8.8%

Source : Datastream, I/B/E/S, BNPP AM



## MARCHES DEVELOPPES

**Il est encore trop tôt pour se focaliser sur les valorisations**

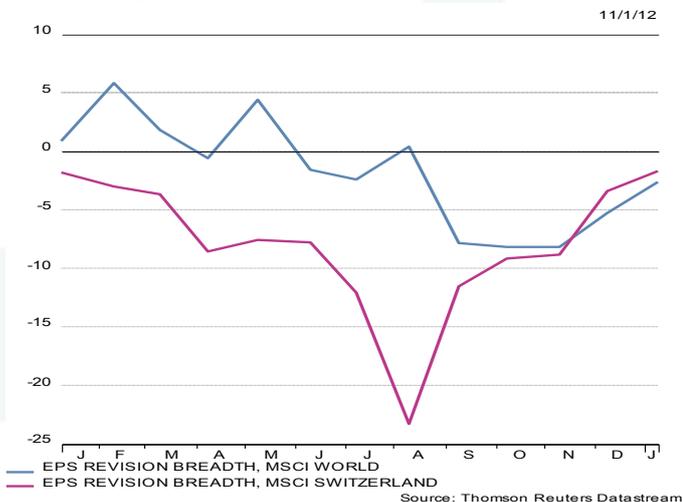
Par ailleurs, nous continuons de penser qu'il est encore trop tôt pour utiliser des critères de valorisation comme signal d'achat. En effet, les risques qui continuent de peser sur les révisions bénéficiaires relativisent l'attractivité apparente des PER prospectifs. De plus, les contraintes structurelles sur l'économie et le manque de visibilité limitent le potentiel d'expansion des multiples de valorisation. Le seul indicateur de valorisation clairement favorable aux actions demeure celui de la comparaison avec les produits de taux, obligations d'entreprise ou emprunts d'Etat.

En termes technique, les indicateurs de tendance à long terme des marchés se sont sensiblement redressés dans le sillage du rebond des bourses, ils ne donnent toutefois pas encore de message d'achat formel. De plus, les indicateurs de sentiment se sont fortement améliorés au cours des dernières semaines et ne constituent donc plus, d'un point de vue contrariant, un soutien pour les marchés.

Au sein de nos paris géographiques, nous réduisons à neutre notre exposition aux actions **japonaises**. En dépit de niveaux de valorisation toujours particulièrement attractifs tant en termes relatifs qu'absolus, ce marché est pénalisé par la persistance de la fermeté du yen ainsi que par une reprise économique plus faible qu'escompté après le drame de Fukushima. Après des mois de sur-performance nous réduisons également à neutre notre exposition aux actions **américaines**. Si celles-ci devraient continuer à bénéficier d'une politique monétaire et fiscale particulièrement favorable en termes relatifs ainsi que d'une aversion au risque élevée, certains facteurs de soutien se réduisent. Les révisions bénéficiaires se dégradent en termes relatifs, une tendance qui pourrait se poursuivre avec l'appréciation du dollar et des anticipations de croissance bénéficiaires, notamment des marges, encore trop optimistes selon nous. De plus, les valorisations commencent à être légèrement tendues. A contrario, nous augmentons notre exposition aux actions **australiennes** à neutre. L'assouplissement monétaire en cours, quoique limité, exerce un soutien bienvenu pour le secteur financier, qui représente près de la moitié de ce marché, ce qui se traduit notamment par une amélioration du rythme de révisions bénéficiaires pour l'ensemble du marché. Ceci contrebalance une exposition importante à la croissance chinoise et au cours des matières premières. Nous continuons à privilégier le marché **helvétique** pour ses qualités défensives et un momentum de révisions toujours favorable dans le sillage de l'affaiblissement récent du franc, ces éléments compensant des valorisations toujours élevées. Nous conservons également une surpondération sur les actions **britanniques**, en dépit d'une valorisation maintenant moins favorable. La poursuite d'une politique monétaire particulièrement accommodante dans une contexte de ralentissement rapide de l'inflation en 2012 constituera un soutien de poids pour ce marché. Nous demeurons pour le moment prudents sur les marchés de la **zone euro**, en dépit de leur niveau de valorisation et de la baisse de l'euro, en raison notamment d'un calendrier d'émissions obligataires souveraines et privées chargé à court terme. Enfin, la sous-exposition aux actions **canadiennes** reste de mise, celles-ci demeurent chères et très dépendantes des cours des matières premières.

**Réduction de l'exposition aux actions japonaises à neutre**

**Marché suisse : forte amélioration des révisions bénéficiaires**



**Marché US : valorisation relative de plus en plus tendue**





## MARCHES EMERGENTS

### Baisse des taux, hausse des bourses

#### **Inflexion des indicateurs avancés positive pour les bourses émergentes**

Le niveau de valorisation des marchés émergents (PBV, PER) est proche des bas historiques, similaire à ceux des crises précédentes de 2003 et 2009. Après une forte chute, la tendance des révisions des bénéfiques semble se stabiliser, corroborant les signes d'inflexion des indicateurs avancés, exprimés en progression semestrielle et annualisée. C'est également en ligne avec les perspectives de stabilisation de l'activité économique au deuxième trimestre dans les pays émergents, après une longue période de décélération, même si la consommation domestique reste modérée.

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. La forte sous-performance des émergents par rapport aux développés (-10 % en 2011) s'explique par l'aversion au risque, et par un cycle monétaire globalement restrictif dans les pays émergents. Le phénomène est amplifié par le rôle prépondérant des fonds passifs (les deux plus gros ETF actions émergentes représentent à eux seuls 80 milliards de dollars!), limitant fortement le pouvoir discriminant des marchés par les fondamentaux.

#### **Retour de l'appétit pour le risque et baisse des taux soutiennent l'expansion des multiples**

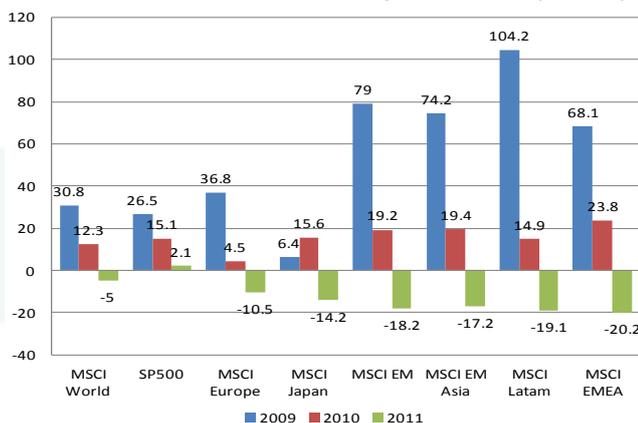
Mais l'appétit pour le risque semble de retour, tandis que le reflux de l'inflation permet aux Banques centrales d'abandonner progressivement leur politique restrictive, libérant ainsi la pression sur la compression des multiples de valorisation. Ce phénomène explique la chute du PER du marché chinois depuis novembre 2009 et sa stabilisation depuis l'apparition des signes d'assouplissement monétaire au cours des deux derniers mois. Dans les prochains mois, la combinaison des stimuli fiscaux et monétaires ainsi qu'une augmentation des quotas des prêts bancaires devraient soutenir une expansion des multiples du marché chinois.

A court terme, l'absence de visibilité continue d'affecter les bourses émergentes, qui évolueront probablement en sympathie avec les marchés développés, même si les fondamentaux économiques y sont meilleurs. Dans ce contexte, nous privilégions les bourses avec de solides fondamentaux domestiques et peu exposées au cycle mondial. Nous évitons encore les marchés souffrant de déséquilibres comme la Turquie ou l'Inde, mais sommes devenus plus constructifs considérant la forte sous-performance de ces deux places au cours des derniers mois.

#### **Chine : assouplissements monétaire et fiscal favorables pour les bourses**

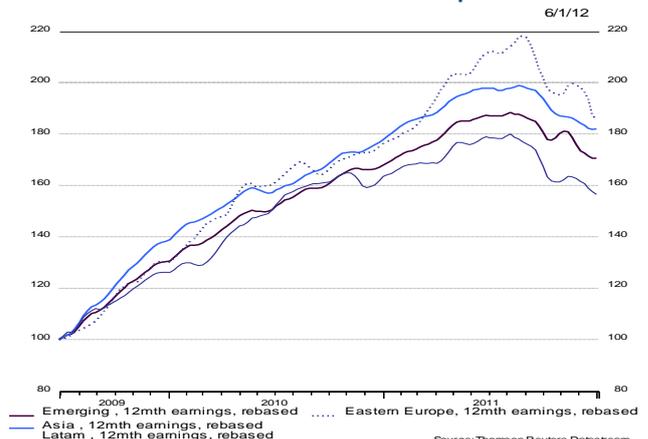
Nous maintenons la surpondération sur la **Chine**. Le cycle économique continue à décélérer, freiné par la demande externe, la baisse des investissements dans l'infrastructure et dans la construction. La correction du prix de l'immobilier va non seulement affecter la confiance des consommateurs mais également l'état financier de beaucoup de gouvernements locaux. Mais les perspectives s'améliorent. Les agrégats monétaires sont à nouveau à la hausse, le PMI est revenu en mode expansion, l'inflation diminue, et les autorités mettent l'accent sur une croissance modérée mais stable. Davantage de réductions des taux RRR, de hausse des quotas des prêts et d'autres plans fiscaux vont être implémentés. Dans ce contexte, les multiples de valorisation, qui sont à des niveaux très déprimés de 9x, devraient se détendre et renforcer l'orientation haussière des indices.

#### Différents fondamentaux, mêmes performances (USD, %)



Source: Bloomberg, BNPP AM

#### Révisions des bénéfiques : leurs d'espoir en Asie



Source: Databream, BNPP AM



## 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 augmentons notre surpondération sur le **Brésil**. L'inflation et les prix à la production continuent à baisser. Les perspectives d'emploi et la balance commerciale sont positivement orientées et devraient bénéficier pleinement de l'assouplissement de la politique monétaire ainsi que des mesures fiscales. Le niveau des multiples de valorisation est comparable à ceux de la crise de 2008 mais les attentes de croissance des bénéfices sont modestes. L'assouplissement monétaire et la stabilisation de l'économie sont des facteurs particulièrement favorables pour l'indice Bovespa.

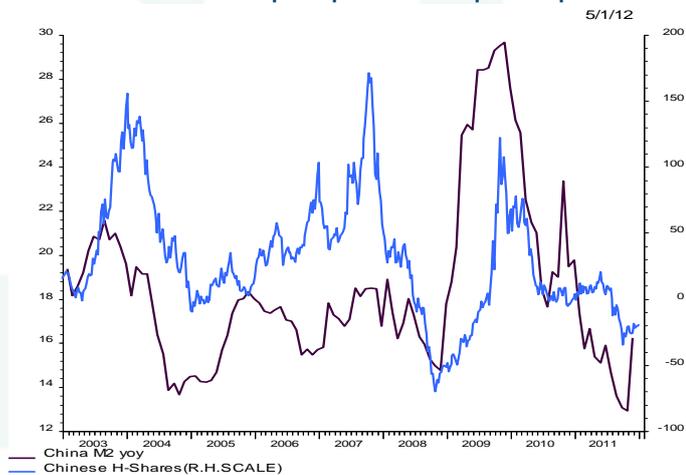
Nous réduisons notre biais positif sur la **Russie** qui a été jusqu'à présent bien soutenue par les prix du pétrole et offre une protection contre une éventuelle crise géopolitique au Moyen-Orient. La valorisation des actions russes est dans les bas historiques, justifiée en partie par la prime politique avant les élections. Le risque serait de voir le nouveau pouvoir adopter une orientation plus populiste, augmentant encore plus le budget en ponctionnant davantage les revenus de l'énergie.

Nous avons réduit la **Corée du Sud** à neutre le mois dernier, en raison de la faiblesse des exportations. La Corée est parmi les rares économies affichant une détérioration du PMI, expliquée par la faiblesse des nouvelles commandes; mais les autorités envisagent de lancer un plan fiscal dans les prochains mois, tandis que la Banque centrale pourrait débiter l'assouplissement monétaire pour stimuler la croissance, malgré un taux d'inflation encore élevé. Nous réduisons le biais négatif sur **Taiwan**. Le marché est une source de liquidité pour les gérants en cas de forte aversion au risque ou de volatilité. Mais la réélection du président sortant Ma Ying-jeou, du parti KMT favorable au rapprochement avec la Chine, devrait enlever beaucoup d'incertitudes et encourager le retour des investisseurs. Finalement, la bourse de Taiwan est un bon proxy du Nasdaq, et devrait rester bien orientée dans l'hypothèse d'une reprise économique américaine et du secteur de la technologie.

**Prudence sur les marchés indien et turc en raison des déficits élevés**

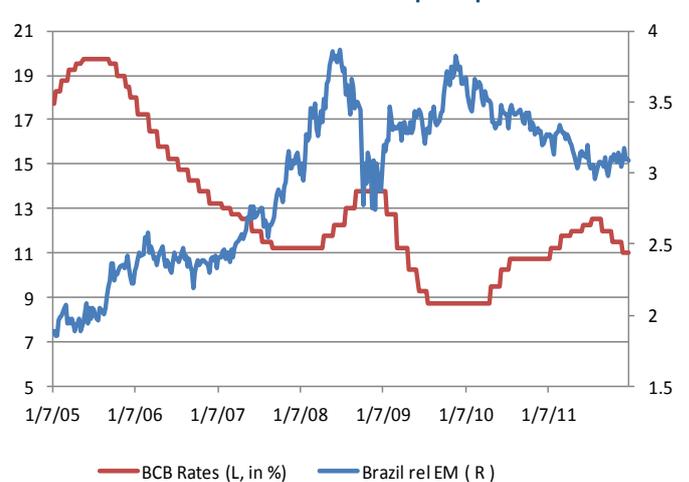
Nous restons prudents sur **l'Inde**. Même si l'indice Sensex a perdu 37 % en 2011 en USD, amenant la valorisation à un niveau acceptable de 12 fois les bénéfices, et que les révisions des bénéfices se sont stabilisées. Mais la dépréciation de la roupie, l'inflation toujours élevée, les déficits budgétaires et de la balance commerciale sont des risques importants. D'autant que le système politique semble paralysé, retardant les réformes tant nécessaires à l'économie. Le biais sur la **Turquie** reste toujours négatif. L'inflation est orientée à la hausse, entraînée par les effets des récentes hausses des taxes et par le prix des biens alimentaires, et devrait compliquer la politique actuelle de baisse des taux. Ceci, combiné avec un déficit de la balance courante s'élevant à 10 % du PIB, et financé à hauteur de 60 % par les banques européennes, devrait mettre davantage de pression sur la devise.

**Chine : un marché principalement tiré par la liquidité**



Source: Thomson Reuters Datastream  
Source: Datastream, BNPP AM

**Brésil : corrélation inverse avec la politique monétaire**



Source : Bloomberg, BNPP AM



## STRATÉGIES ALTERNATIVES

### MATIERES PREMIERES

#### Nous maintenons notre préférence à l'or

**Les tensions géopolitiques masquent des fondamentaux moins favorables pour le pétrole**

L'augmentation des tensions entre l'Iran et les Etats-Unis, et notamment les inquiétudes au sujet d'un risque de blocage du détroit d'Hormuz, ainsi que les troubles au Nigéria, ont permis aux cours du **brut** de se maintenir à des niveaux élevés, le baril de Brent restant au-delà des 110\$. Cependant, à différence du printemps dernier, le contexte géopolitique tendu ne s'accompagne pas d'une tension des fondamentaux pétroliers. En effet, les deux composantes de la demande pétrolière américaine, la demande de carburant et celle de distillés moyens (type fioul et diesel), sont en recul par rapport aux niveaux de l'an dernier. Si les températures hivernales plus douces que la moyenne ont pu avoir un impact, la tendance est bien celle d'un ralentissement de la demande pétrolière dans les économies développées depuis quelques mois. D'autre part, la production de brut reste soutenue avec un nouveau plus haut de 3 ans pour la production de l'OPEP en décembre. Ainsi, à moins d'une accélération de la croissance mondiale ou d'un évènement géopolitique majeur, les stocks de produits pétroliers devraient augmenter au cours des prochains mois. Nous préférons **maintenir notre neutralité sur le pétrole**.

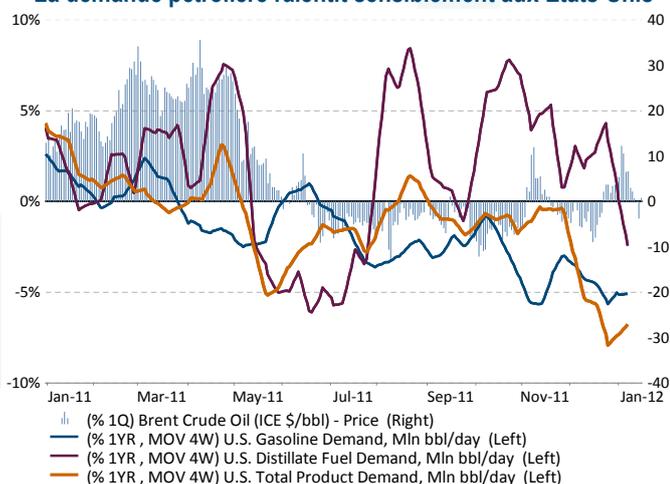
Les marchés des **métaux de base** ont connu un peu de répit ces dernières semaines avec la publication d'indices d'activité manufacturière rassurants aux Etats-Unis et en Chine. D'autre part, les importations chinoises de métaux semblent rester très solides, en particulier pour le cuivre. Cependant, les inquiétudes sur la croissance mondiale au cours des prochains mois continuent de peser sur les cours, comme en témoigne l'écart relatif des cours du cuivre par rapport aux indices actions. Cependant, si les valorisations relatives peuvent sembler intéressantes, notre scénario économique prudent nous amène à **rester neutres sur les métaux de base**.

**L'appétit des investisseurs pour l'or devrait rester solide en 2012**

Les cours de **l'or** ont fortement chuté en décembre, perdant jusqu'à 200\$ par once, de 1750\$ à 1550\$, avant de se reprendre depuis le début d'année. La force du dollar ainsi que la faiblesse de la demande physique, notamment indienne, ont pesé sur le métal, mais nous pensons que les rebalancements de fin d'année des indices de matières premières et des portefeuilles des investisseurs ont également eu un impact important, rendant l'or vulnérable à une correction. Dans la mesure où nous estimons que l'appétit des investisseurs pour le métal devrait rester fort au cours des prochains trimestres, **nous restons positifs sur l'or**.

Les marchés des **céréales** se sont repris en décembre mais le répit fut de courte durée puisque la publication par département américain de l'agriculture du rapport mensuel sur l'offre et la demande a entraîné une nouvelle baisse des cours. En effet, ce rapport a fait état d'une production mondiale de céréales en hausse et d'exportations américaines révisées à la baisse. Après la récente correction, les risques nous semblent équilibrés. **Nous sommes neutres sur les céréales**.

**La demande pétrolière ralentit sensiblement aux Etats-Unis**



**Le cuivre ne parvient pas à suivre le S&P 500**





## CONTACTS & AVERTISSEMENT

Les graphiques présents dans ce document ont été mis à jour en janvier 2012, sauf indication contraire. BNPP IP est la source au 17 janvier 2012 des données chiffrées décrites dans cette lettre, excepté en cas d'indication spécifique.

### Equipe Stratégie :

Vincent Treulet

Nathalie Benatia

Antonio Bertone

Charles Cresteil

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.