



| | |
|-----------------------------------|----|
| ALLOCATION D'ACTIFS..... | 2 |
| PERSPECTIVES ECONOMIQUES..... | 3 |
| Point de vue..... | 3 |
| Zones développées..... | 4 |
| Zones émergentes..... | 5 |
| MARCHES OBLIGATAIRES..... | 6 |
| Obligations Gouvernementales..... | 6 |
| Crédit IG et HY..... | 7 |
| MARCHE DES CHANGES..... | 8 |
| MARCHES ACTIONS..... | 9 |
| Marchés développés..... | 9 |
| Marchés émergents..... | 11 |
| STRATEGIES ALTERNATIVES..... | 13 |
| Matières Premières..... | 13 |
| AVERTISSEMENT..... | 14 |

Une rentrée à risque

L'été s'est avéré assez favorable à toutes les classes d'actifs : actions, obligations et matières premières ont toutes progressé de concert. Cette configuration favorable à tous les actifs en même temps nous apparaît fragile.

Nous avons réduit en août notre exposition aux actions des pays développés et recommandons désormais un portefeuille destiné à résister à un contexte d'aversion au risque élevée (cf page 2). Notre scénario économique, inchangé, nous amène en effet à penser que le ralentissement des économies développées va se confirmer dans les prochains mois, mettant les actions sous pression. Par ailleurs, le « momentum » des révisions macro et microéconomiques nous paraît devoir s'inverser : les consensus d'économistes sur la croissance américaine nous apparaissent encore trop optimistes pour l'an prochain, et ceux des analystes financiers sur les profits des sociétés cotées devraient connaître le même sort. Enfin, il est perturbant de constater que le nouvel écartement des spreads souverains à l'intérieur de la zone euro ne semble pas avoir eu d'influence jusqu'à présent sur les autres classes d'actifs.

Que « pricent » les marchés ?

La question la plus épineuse actuellement est de savoir quel type de scénario les marchés valorisent. Ils ne sont évidemment pas fortement optimistes sur la croissance, à en juger par le niveau des taux longs dans les principales économies et par les multiples des actions. Néanmoins, nous doutons que les bourses des pays développés soient aujourd'hui capables de résister sans douleur à la confirmation d'un ralentissement. Bien que leurs valorisations ne soient pas tendues, il leur faudra absorber l'abaissement des consensus, ce à quoi elles se sont déshabituées depuis un an et demi. Par ailleurs, le niveau actuel relativement faible de la volatilité (l'indice VIX s'est rapproché de 20) indique un peu trop de complaisance face aux risques qui accompagnent un ralentissement. Enfin, la pente de la courbe des taux, encore assez prononcée, suggère plutôt l'anticipation d'une croissance dynamique. On peut toutefois douter de cet indicateur compte tenu du niveau très bas atteint par la partie courte de la courbe, ce qui la force à rester pentue.

Alors que les facteurs de soutien de court terme tels que les annonces de résultats d'entreprises ou les stress tests bancaires sont derrière nous, **nous ne voyons plus aujourd'hui de levier à court terme.** Par contre, les risques de correction liés à l'environnement économique ou aux risques structurels (dette publique, désendettement des ménages...) nous paraissent plus tangibles, bien qu'il soit difficile de les anticiper. Cette configuration inconfortable plaide à notre sens pour une légère sous-exposition aux actions. Nous restons neutres sur l'obligataire souverain et légèrement sur-exposés sur l'obligataire corporate (high yield). Parmi les matières premières, notre préférence va encore à l'or.



ALLOCATION D'ACTIFS

Décisions d'allocation

- Sous-pondération des actions développées
- Neutralité sur les actions émergentes, que nous continuons de préférer à moyen terme
- Neutralité sur les emprunts d'Etats, surpondération (réduite) sur le crédit High Yield
- Surpondération de l'or

Arbitrage actions développées

- Augmentation de la surpondération zone euro
- Passage en sous-pondération sur le Japon
- Surpondération maintenue sur les US (réduite au profit de la zone euro) et le UK

Arbitrage actions émergentes

- Légère surpondération de la Chine et de la Russie
- Retour à la neutralité sur l'Inde et le Brésil
- Passage en sous-pondération sur Taiwan

Portefeuille modèle diversifié type – Clients institutionnels

ASSET ALLOCATION MODEL PORTFOLIO

MULTI-ASSET CLASS1

| | Alpha | Current weight | Previous weight |
|---------------------|-------|----------------|-----------------|
| EQUITIES | | | |
| Developed Equities | -0.15 | -1.9% | -1.8% |
| Emerging Equities | -0.01 | -0.1% | -0.1% |
| FIXED INCOME | | | |
| Government Bonds | 0.02 | 1.4% | 2.2% |
| Investment Grade | 0.00 | 0.1% | 0.1% |
| High Yield | 0.07 | 1.9% | 1.9% |
| COMMODITIES | | | |
| Brent Oil | 0.00 | 0.0% | 0.0% |
| Base Metals | 0.00 | 0.0% | 0.0% |
| Gold | 0.06 | 0.6% | 0.6% |
| Agricultural | 0.00 | 0.0% | 0.0% |
| Cash Euro | | -2.0% | -2.8% |
| Module Total | | 0.0% | 0.0% |

PORTFOLIO STATISTICS

| | |
|---------------------------|--------|
| Target Ex-ante Volatility | 1.00% |
| Real Ex-ante Volatility | #NAME? |

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES1

| | Alpha | Current weight | Previous weight |
|--------------|-------|----------------|-----------------|
| US | 0.04 | 0.3% | 2.0% |
| Canada | 0.00 | -0.2% | -0.7% |
| Euroland | 0.11 | 1.4% | 0.2% |
| Japan | -0.16 | -1.6% | -0.1% |
| UK | 0.08 | 1.1% | 1.0% |
| Switzerland | -0.01 | -0.3% | -0.3% |
| Australia | -0.05 | -0.8% | -2.0% |
| Module Total | 0.0 | 0.0% | 0.00% |

BOND COUNTRIES SOVEREIGN 1

| | Alpha | Current weight | Previous weight |
|--------------|-------|----------------|-----------------|
| US | 0.2 | 5.4% | 5.4% |
| Euroland | -0.3 | -11.1% | 5.8% |
| Japan | 0.0 | 0.9% | -4.3% |
| UK | 0.2 | 3.9% | -5.9% |
| Switzerland | 0.0 | 0.9% | -0.9% |
| Module Total | 0.0 | 0.0% | 0.00% |

EQUITY EMERGING COUNTRIES 2

| | Alpha | Current weight | Previous weight |
|--------------|-------|----------------|-----------------|
| Brazil | 0.0 | 0.1% | 0.66% |
| China | 0.0 | 0.5% | -1.02% |
| India | 0.0 | 0.2% | -0.97% |
| South-Korea | 0.1 | 1.0% | 0.39% |
| Taiwan | 0.0 | -0.3% | 0.68% |
| Russia | 0.0 | 0.3% | 0.25% |
| South Africa | -0.2 | -1.8% | 0.01% |
| Turkey | 0.0 | 0.0% | 0.0% |
| Module Total | 0.0 | 0.0% | 0.00% |



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Point de vue

Baisse de régime

L'emploi toujours à la traîne aux Etats-Unis

Relancer la confiance des ménages et des entreprises

La zone euro caracole en tête du G3...

...pas pour très longtemps sans doute

Déceptions américaines. La saison estivale laissera l'impression d'une baisse de régime de l'économie américaine (1,6 % de croissance en rythme annualisé au 2^e trimestre) face à une zone euro en pleine forme (4 %). Cette image est sans doute un peu distordue : les « mauvais » chiffres publiés aux Etats-Unis en août et début septembre sont simplement venus confirmer le ralentissement de l'activité après le rebond industriel lié à la reprise du commerce mondial courant 2009 et à l'ajustement des stocks qui a suivi. L'emploi n'a toujours pas redémarré et cette nouvelle « reprise sans emploi » s'accompagne cette fois-ci d'une hausse importante de la durée de la période de chômage. Cette situation résulte essentiellement de la réticence des entreprises à embaucher alors qu'elles ont procédé à des licenciements massifs en 2008 et 2009. Elle risque d'alimenter un cercle vicieux où les ménages continueraient à reconstituer leur épargne bien au-delà des taux actuels (6 % environ), ne consommeraient donc pas et menaceraient ainsi la croissance économique et l'emploi. Une telle évolution pourrait alors déboucher sur le tant redouté « double dip ». Ce n'est pas notre hypothèse centrale mais les récentes déclarations de Ben Bernanke ou de Barack Obama montrent que l'emploi reste la principale préoccupation des autorités. Le Président a ainsi annoncé de nouvelles mesures pour promouvoir « la croissance et les embauches » et « encourager les entreprises à créer des emplois sur le sol américain » via des réductions d'impôts pour les PME et un meilleur accès au crédit. Il s'agit de redonner confiance aux acteurs économiques alors que le taux de chômage va rester élevé dans les prochains mois – sans empêcher fatalement des hausses de salaires. La croissance fragile reste sous surveillance.

Bonnes surprises pour la zone euro. Alors que les Etats-Unis et le Japon ont montré des signes d'essoufflement au 2^e trimestre, la zone euro a affiché une croissance de 1 % résultant d'une solide progression de l'investissement (+1,8 %) et d'une bonne tenue de la consommation (+0,5 %). L'Allemagne enregistre des résultats très flatteurs avec une hausse du PIB de 2,2 % portée par l'investissement (biens d'équipement et construction) et les exportations nettes. Les enquêtes conjoncturelles restent dans l'ensemble bien orientées, traduisant toujours l'expansion de l'activité mais Les perspectives dressées par les chefs d'entreprise et les responsables des achats commencent à s'infléchir montrant que l'incertitude domine au-delà du trimestre en cours. Même si la demande interne a progressé, les économies européennes (qui présentent de surcroît d'importantes disparités) ne paraissent pas pouvoir échapper au ralentissement mondial. Plutôt qu'à un « découplage », on assiste à l'habituel décalage de cycles économiques de part et d'autre de l'Atlantique. Le scénario le plus probable est celui d'une croissance modérée des pays développés dans leur ensemble, résultant d'une situation structurelle fragile où le désendettement des acteurs privés pèse sur les dépenses tandis que les déficits publics suscitent des craintes à plus long terme.

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

| | GDP y.o.y % | | | | | | | | Inflation y.o.y % | | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------------------|-------------|-----|-----|-----|-------|-----|-----|-----|-------------------|------|------|------|------|--------|------|-----|------|--------|---|-----|------|--|--|--|
| | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 | | | | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 | | | |
| | M | H | L | -1M | M | H | L | -1M | M | H | L | -1M | M | H | L | -1M | M | H | L | -1M | | | | |
| Developed Economies | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| USA | -2.6 | 2.9 | 3.2 | 2.6 | [3.1] | 2.8 | 4.0 | 1.8 | [3.0] | -0.3 | 1.6 | 1.9 | 1.3 | [1.7] | 1.4 | 2.7 | 0.2 | [1.5] | | | | | | |
| Canada | -2.5 | 3.4 | 3.6 | 3.0 | [3.5] | 2.7 | 3.5 | 2.1 | [2.8] | 0.3 | 1.8 | 2.2 | 1.5 | [1.9] | 2.2 | 2.7 | 1.8 | [2.2] | | | | | | |
| Euro zone | -4.1 | 1.2 | 1.5 | 0.8 | [1.1] | 1.4 | 2.1 | 0.6 | [1.4] | 0.3 | 1.5 | 1.7 | 1.3 | [1.5] | 1.6 | 2.1 | 1.0 | [1.5] | | | | | | |
| UK | -4.9 | 1.5 | 1.9 | 0.9 | [1.3] | 2.0 | 2.9 | 1.0 | [2.1] | 2.2 | 3.0 | 3.4 | 2.7 | [3.0] | 2.6 | 3.9 | 1.5 | [2.3] | | | | | | |
| Switzerland | -1.5 | 2.1 | 2.5 | 1.6 | [2.0] | 1.8 | 2.5 | 1.2 | [1.8] | -0.5 | 0.8 | 1.1 | 0.3 | [0.8] | 0.9 | 1.5 | 0.5 | [1.0] | | | | | | |
| Japan | -5.3 | 3.2 | 3.6 | 2.7 | [3.2] | 1.5 | 2.6 | 0.3 | [1.6] | -1.4 | -1.0 | -0.7 | -1.3 | [-1.0] | -0.2 | 0.4 | -0.6 | [-0.2] | | | | | | |
| Australia | 1.3 | 3.0 | 3.8 | 2.7 | [3.0] | 3.4 | 4.1 | 2.6 | [3.3] | 1.8 | 3.0 | 3.2 | 2.8 | [3.2] | 3.0 | 3.6 | 2.6 | [3.1] | | | | | | |

Source: Consensus Forecasts as of 09/08/2010



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones développées

La politique économique toujours présente

Les Banques centrales restent prudentes sur la conjoncture

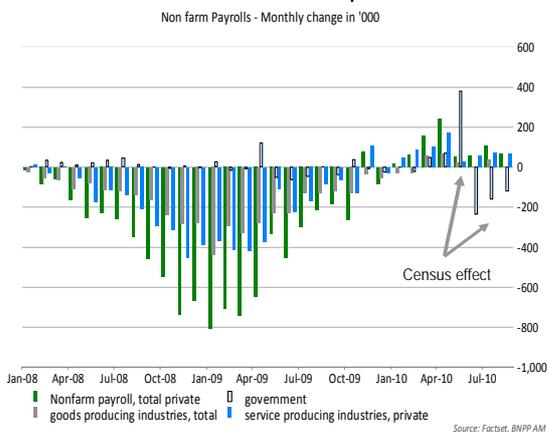
Les mesures non conventionnelles de politique monétaire ne sont pas remises en cause, bien au contraire

Encore un petit peu de relance ?

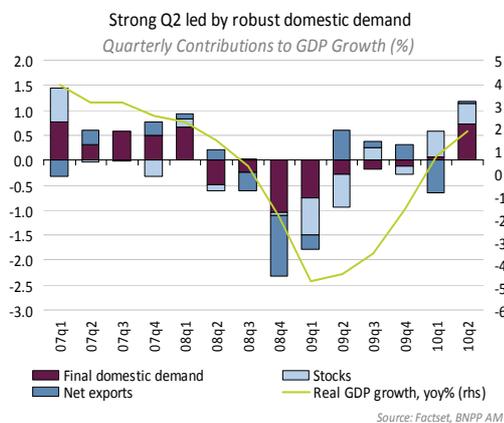
Les Banques centrales ne relâchent pas leurs efforts. En août, le ton a radicalement changé : alors que les commentaires des Banques centrales évoquaient jusqu'à présent les stratégies de sortie des politiques monétaires non conventionnelles, elles ont au contraire prolongé ou accentué ces mesures. La Fed a ouvert le bal en indiquant le 10 août qu'elle allait réinvestir en titres du Trésor à long terme le produit des titres de dette d'agences et de MBS arrivés à échéance ou remboursés avant le terme. Cette opération vise à maintenir constant le montant total de titres détenus (2 050 milliards au 4 août) pour éviter un « resserrement passif ». Les sommes en jeu sont modestes (400 milliards d'ici fin 2011) mais Ben Bernanke a laissé entendre que des achats supplémentaires pourraient être envisagés et ne pas se limiter aux T-notes. Il s'agirait là d'un assouplissement quantitatif à proprement parler que la Fed, divisée sur le sujet, pourrait décider en cas de nouvelle dégradation du contexte économique. Fin août, la Banque du Japon a augmenté le montant des prêts à taux fixe accordés aux banques pour leur permettre de financer l'économie. La Banque centrale européenne a confirmé que les opérations exceptionnelles de refinancement à taux fixe sans plafond seraient reconduites jusqu'à début 2011 au moins. Enfin, la Banque d'Angleterre semble disposée à reprendre ses achats de titres publics alors que la croissance s'essouffle. Même dans les grands pays développés qui ont entamé leur cycle de resserrement monétaire (Australie, Norvège, Canada), le rythme devrait être adapté à l'environnement économique international. Les taux directeurs sont amenés à rester bas longtemps, ce qui constitue un élément important de soutien.

Des ajustements budgétaires modérés. Le FMI souligne qu'un « durcissement prématuré de la politique budgétaire pourrait compromettre la reprise naissante » mais qu'il ne doit pas y avoir « d'impulsion supplémentaire ». Hormis dans les pays soumis à la surveillance des marchés financiers, comme la Grèce ou le Portugal, les gouvernements semblent bien décidés à reporter les mesures de rigueur budgétaire. Même si les montants en jeu sont limités, le Japon et les Etats-Unis ont annoncé de nouveaux plans de relance, déjà en grande partie financés, destinés à soutenir la demande interne et l'emploi. Les économies développées ne semblent pas encore en mesure de supporter le retour brutal de politiques économiques « normales » (remontée des taux courts, réduction des déficits). Il est même probable que si les risques d'une nouvelle récession augmentaient de façon importante, de nouvelles mesures de relance seraient décidées avec l'aval des organisations internationales.

Etats-Unis : créations d'emploi décevantes



Zone euro : croissance bien équilibrée



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones émergentes

Décélération rapide et cyclique de l'activité. Stabilisation en Chine

Poursuite du ralentissement cyclique dans les émergents

Le ralentissement cyclique de l'activité économique se poursuit, confirmant le message donné par les indicateurs avancés depuis deux trimestres. La décélération devrait encore durer quelques mois, comme le suggère aussi la chute de la composante des nouvelles commandes du sondage ISM américain. Les signes de ralentissement sont bien visibles en Corée et à Taiwan, où les exportations sont en contraction en rythme mensuel, impactées d'une part par l'affaiblissement de la demande globale, et d'autre part par le cycle baissier de l'informatique. L'élimination du surplus d'inventaires va accentuer la baisse.

Forte demande domestique, liquidité abondante

La demande domestique reste toujours bien orientée, mais le resserrement monétaire et un niveau de confiance déjà proche des pics historiques limitent le potentiel d'amélioration. Le report du resserrement monétaire dans les pays développés réduit la pression sur les Banques Centrales émergentes, qui pourront maintenir une liquidité abondante, ce qui est bénéfique pour la demande domestique. La croissance 2010 des économies émergentes ne devrait pas être affectée, tandis que la croissance 2011 n'a subi qu'un modeste ajustement baissier (-0,2 %), ramenant le taux de croissance à 5,8 %.

L'économie indienne continue à se montrer résistante et forte

L'économie brésilienne a clairement dépassé son pic de croissance, soutenue par une contribution importante des stocks, qui devrait disparaître au cours des prochains trimestres, ce qui nous donne un taux de croissance pour le Brésil beaucoup plus faible en 2011.

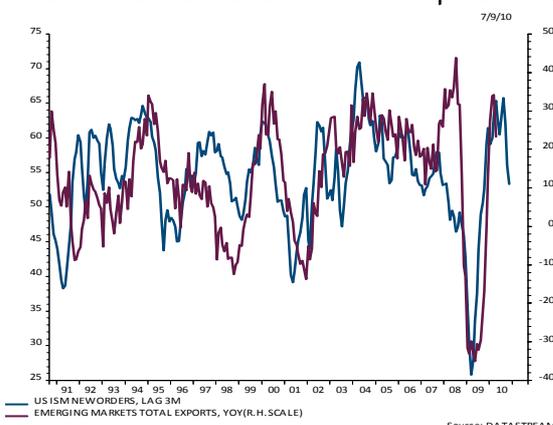
L'activité reste très soutenue en Inde. Le deuxième trimestre a progressé de plus de 8,8%, bien supérieure aux attentes, et tirée par les activités manufacturières de services, de même que par de bonnes récoltes.

Fin de la décélération du cycle économique en Chine

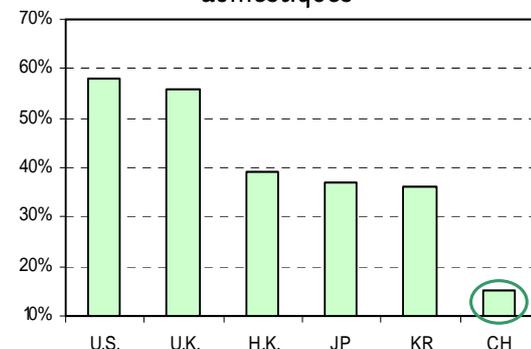
En Chine, un atterrissage en douceur de l'économie semble confirmé, avec un rééquilibrage vers la demande domestique. En effet, le PMI, la production industrielle et les ventes au détail accélèrent à nouveau. Mieux encore, les prêts bancaires semblent aussi repartir. L'inflation est en hausse, mais tirée par les prix des biens alimentaires, sous l'effet des récentes inondations, alors que l'inflation sous-jacente maintient sa tendance baissière. Le resserrement sur l'immobilier devrait se poursuivre, car les autorités chinoises veulent éviter un dérapage de la bulle immobilière, qui pourrait menacer la solidité de son système bancaire et la stabilité sociale. Le faible niveau d'endettement des ménages, et l'exposition modérée des bilans des banques à l'immobilier réduisent le risque systématique.

Immobilier toujours en surchauffe, mais pas de risque systémique

Attention au ralentissement des exportations



Prêts Immobiliers en % du total des crédits domestiques



Source : BCA/PBoC



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

MARCHES OBLIGATAIRES

Obligations Gouvernementales

Pessimisme ou réalisme ?

Les craintes d'une rechute économique augmentent

La baisse récente des rendements est comme souvent fonction de plusieurs facteurs. La limite entre mouvements « normaux » et excès de réaction est vague, mais il semble que les marchés obligataires se montrent plus frileux que les marchés action ou crédit.

En ce qui concerne les facteurs économiques, la publication de chiffres décevants aux Etats-Unis a confirmé le ralentissement du rythme de croissance que nous attendions. Les statistiques indiquent également, via notamment des ventes de logements très faibles, que le marché immobilier américain demeure toujours fragile. Ces faiblesses, combinées à un marché de l'emploi peu dynamique, alimentent de nouvelles craintes de rechute en récession. Même si nous n'adhérons pas à ce scénario et privilégions celui d'une croissance positive mais faible, nous pensons que les risques de « double dip » ont augmenté.

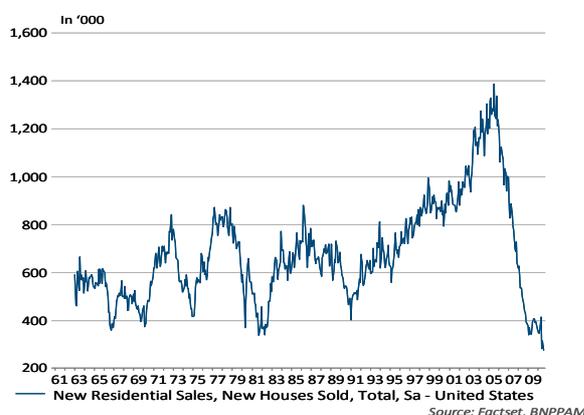
Du côté de l'inflation, les choses ne sont toujours pas rassurantes. Elle reste en territoire positif, mais la faible croissance des prix nous accompagnera encore quelque temps, ce qui empêchera une remontée de la prime sur les taux. En même temps, ceci laissera plus de marge de manœuvre aux Banques centrales pour éventuellement élargir l'assouplissement monétaire, soit via des rachats de titres supplémentaires (Fed, BoE) soit via des opérations de refinancement à plus long terme (BCE). En attendant les décisions concernant ces mesures, les pressions baissières sur les taux devraient persister.

Momentum positif, valorisations chères

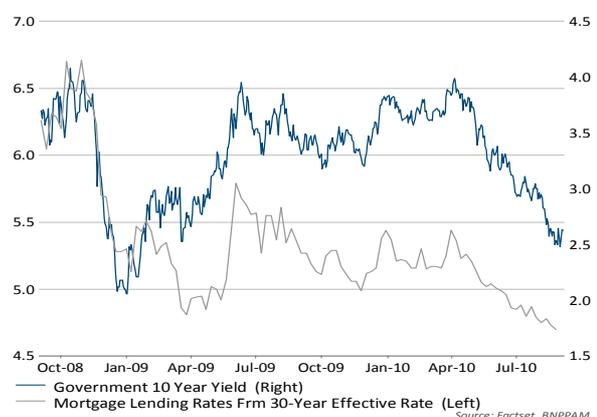
En conclusion, les craintes liées à une rechute économique et à la déflation, la possibilité de mesures quantitatives supplémentaires de la part des Banques centrales et les tensions liées à la crise souveraine européenne continueront d'exercer des pressions baissières sur les rendements. Toutefois, si on estime ces craintes exagérées, les obligations d'Etat restent plutôt chères en terme de valorisation, et donc exposées à des corrections en cas de publications de chiffres meilleurs qu'attendu.

Nous considérons que l'environnement global reste plutôt porteur à court terme pour les obligations d'Etat, qui par contre anticipent un scénario un peu trop pessimiste et traitent à des niveaux plutôt chers. Nous maintenons ainsi notre neutralité dans le portefeuille, avec une préférence pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni vis-à-vis du Bund allemand.

L'immobilier américain toujours en difficulté



Taux bas même sans mesures supplémentaires



MARCHES OBLIGATAIRES

Crédit IG et HY

Taux bas longtemps, mais la volatilité ?

Incertitudes économiques et risques souverains peuvent encore peser

Les obligations privées ont assez bien performé dans un contexte de dégradation des perspectives économiques, où les taux d'intérêt sous-jacents touchaient de nouveaux points bas, ce qui paradoxalement n'est pas sensé refléter un scénario très favorable aux entreprises.

Beaucoup a été dit, y compris de notre part, sur l'environnement idéal pour les marchés du crédit. Un contexte de désendettement, de croissance molle et de taux d'intérêt bas produit en effet un cadre porteur pour la classe d'actifs. Toutefois, d'autres éléments rendent aujourd'hui l'issue plus incertaine à moyen terme.

Premièrement, les incertitudes économiques continuent de s'accroître. Même si elle ne constitue pas notre hypothèse centrale, la possibilité d'un retour en récession continue à hanter les marchés. Si ces craintes n'ont pour l'instant pas eu d'effets visibles sur le crédit, elles demeurent néanmoins une source de risque importante.

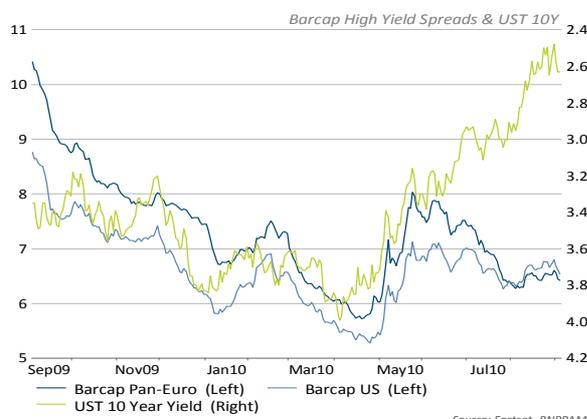
En outre, il est crucial de prendre en compte l'influence des risques liés aux Etats européens sur l'évolution des spreads de crédit. Une analyse plus détaillée nous montre en effet que le comportement des émetteurs est différencié selon qu'il soient basés dans des pays « core » ou dans des pays périphériques, à la fois dans les secteurs financiers et non-financiers. Ce risque souverain constitue un autre élément perturbateur pouvant rajouter de la volatilité aux marchés.

En conclusion, même si l'environnement actuel reste plutôt porteur pour le crédit, il existe à court terme des éléments de risque non négligeables. A moyen terme, écartée l'hypothèse d'une nouvelle récession, nous pensons que les spreads de crédit pourrait encore diminuer.

Réduction de la surpondération HY

En raison de ces risques, nous réduisons un peu pour l'instant notre surpondération sur le High Yield.

Divergence entre taux d'intérêt et spreads



Différence entre indices CDS, core et périphérie



MARCHE DES CHANGES

Les devises « refuge » toujours très recherchées

Les doutes sur l'économie américaine gouvernement pour l'instant le mouvement des devises

Le dollar est reparti à la hausse. Alors que l'euro avait retrouvé son plus haut niveau depuis trois mois à plus de 1,33 dollar début août, la publication aux Etats-Unis du rapport sur l'emploi décevant a déclenché la hausse du dollar. D'autres données américaines en demi-teinte ont alimenté ce mouvement et le dollar n'a pas pâti durablement de la décision du FOMC le 10 août de maintenir constante la taille de son bilan via des achats de titres du Trésor mais a au contraire profité, du fait de son statut de devise « refuge », du scénario plus prudent sur la croissance établi par la Fed. Dans le même temps, les données encourageantes sur la conjoncture européenne n'ont pas soutenu l'euro. C'est donc bien le thème du retour de « l'aversion pour le risque », et non celui du différentiel de croissance, qui explique en grande partie les récentes évolutions sur le marché des changes. Cette configuration devrait rester en place dans l'immédiat et la parité EUR/USD évoluerait au gré des publications d'indicateurs dans l'intervalle de fluctuations observé depuis la mi-août (1,25 - 1,30). A plus long terme, les problèmes structurels de la zone euro (endettement, disparités des situations entre pays membres, croissance potentielle limitée) sont de nature à peser davantage sur l'euro.

Stabilisation à court terme mais le biais sur l'euro reste baissier

Le yen et le franc suisse ont enregistré les plus fortes hausses au cours du dernier mois parmi les devises du G10. La parité USD/JPY semble désormais installée sous le seuil symbolique de 85, à des niveaux qui n'avaient plus été traités depuis quinze ans. Les autorités japonaises sont revenues à des déclarations plus « musclées » pour dénoncer un yen trop fort mais sans parvenir à un résultat tangible. Les hésitations au cours de l'été sur le sujet, les mesures modestes finalement annoncées par la Banque du Japon et une situation politique confuse limitent en effet la portée des commentaires. Sauf en cas d'appréciation supplémentaire très marquée du yen, une intervention directe sur le marché des changes paraît peu probable et ce d'autant plus que le Japon n'a pas reçu, pour l'instant, le soutien de ses partenaires.

Le yen devrait rester fort à court terme...

Le franc suisse a atteint un nouveau point haut historique face à l'euro fin août. La parité EUR/CHF est en effet passée sous 1,30 le 25, au lendemain de la dégradation de la note de l'Irlande par une agence de notation qui a relancé les craintes autour de la crise de la dette souveraine. Début septembre, elle est ponctuellement passée sous 1,28. En juin, la BNS avait supprimé de son rapport de politique monétaire la mention de son opposition résolue « à une appréciation excessive du franc face à l'euro » et stoppé des interventions sur le marché des changes qui s'étaient révélées infructueuses alors que l'économie suisse reste solide. Comme la BoJ, la BNS paraît assez isolée face à problème.

...le franc suisse également

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

| End of Period | | 2009 | 09-Sep-10 | 3Q 2010 | | 4Q 2010 | | 1Q 2011 | | 2Q 2011 | |
|---------------|-----------|------|-----------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|
| | | | | Min | Max | Min | Max | Min | Max | Min | Max |
| USD Block | EUR / USD | 1.43 | 1.2745 | 1.20 | 1.30 | 1.20 | 1.25 | 1.15 | 1.20 | 1.10 | 1.15 |
| | USD / JPY | 93 | 83.92 | 85 | 90 | 87 | 95 | 90 | 100 | 100 | 105 |
| | USD / CAD | 1.05 | 1.0369 | 0.95 | 1.05 | 0.95 | 1.05 | 0.95 | 1.05 | 1.00 | 1.10 |
| | AUD / USD | 0.90 | 0.9187 | 0.82 | 0.87 | 0.82 | 0.87 | 0.85 | 0.90 | 0.85 | 0.90 |
| | GBP / USD | 1.61 | 1.5485 | 1.47 | 1.56 | 1.44 | 1.53 | 1.38 | 1.47 | 1.37 | 1.46 |
| | USD / CHF | 1.03 | 1.0097 | 1.06 | 1.10 | 1.07 | 1.11 | 1.11 | 1.15 | 1.16 | 1.21 |
| EUR Block | EUR / JPY | 134 | 106.95 | 106 | 113 | 107 | 116 | 106 | 118 | 113 | 118 |
| | EUR / GBP | 0.89 | 0.8231 | 0.80 | 0.85 | 0.80 | 0.85 | 0.80 | 0.85 | 0.77 | 0.82 |
| | EUR / CHF | 1.48 | 1.2868 | 1.30 | 1.35 | 1.28 | 1.33 | 1.30 | 1.35 | 1.32 | 1.37 |

Source: BNPP AM as of 9/9/2010



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

Légère sous-pondération pour tenir compte d'une balance des risques négative

Perspectives de croissance faible, non de retour en récession,

...

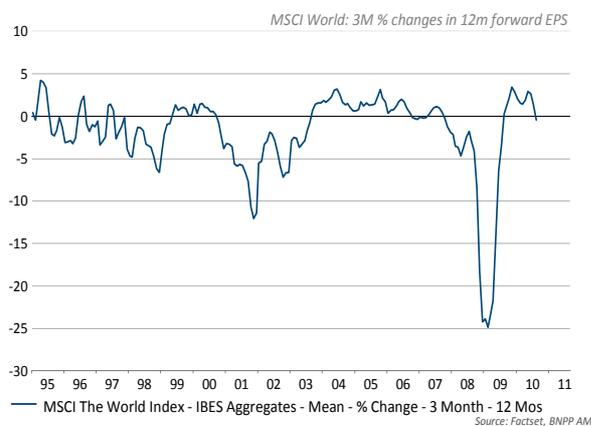
... et changement de ton des Banques centrales

Les statistiques économiques publiées ces dernières semaines ont rassuré quelque peu les investisseurs sur la nature du ralentissement économique en cours après un début de mois d'août marqué par de nombreuses déceptions économiques. Le rebond des indicateurs d'activité manufacturière pour le mois d'août (ISM aux Etats-Unis, PMI en Chine), la légère amélioration du marché de l'emploi aux Etats-Unis et la forte progression du PIB pour le 2^e trimestre en zone euro, entre autres, soulignent que **les craintes d'un retour en récession semblent excessives**. Pour autant, de nombreux risques baissiers pèsent sur l'économie (long processus de désendettement des ménages, restrictions budgétaires pour freiner le dérapage de la dette publique dans les années futures) et nous **conservons notre scénario d'une croissance positive mais beaucoup plus modérée à partir du second semestre 2010** et au-delà.

Compte tenu de la faiblesse de l'économie et des risques déflationnistes toujours présents, les Banques centrales des principaux pays développés ont adopté un ton plus prudent cet été alors que d'autres Banques engagées dans un cycle de normalisation monétaire préfèrent faire une pause afin de mieux jauger l'impact du ralentissement mondial sur leur économie (RBA par exemple). Les « stratégies de sortie » des mesures exceptionnelles de liquidité ne sont plus à l'ordre du jour (Fed, BCE notamment) et nous pensons qu'il ne peut être exclu que la Réserve fédérale américaine s'engage dans un nouveau programme de « *quantitative easing* » probablement d'ici la fin de l'année.

Dans un climat d'incertitude sur la pérennité de cette croissance faible et sur la réaction des autorités monétaires –alors que des marges de manœuvre budgétaire supplémentaire significatives sont quasiment épuisées dans les pays développés– nous anticipons une période de volatilité des marchés nous ayant conduits à **adopter une sous-exposition aux marchés d'actions développés fin août**¹. En l'absence de catalyseur à moyen terme pour une hausse des indices boursiers, à l'exception des annonces rassurantes sur la nouvelle réglementation bancaire (Bâle 3), la balance des risques nous semble effectivement négative.

Révisions à la baisse des BPA



Les marges ont déjà fortement progressé



¹ Flash « Réduction du risque dans notre allocation », 25 août 2010



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

Révisions à la baisse des bénéfices au cours des prochains mois

Par ailleurs, les marchés actions devraient être pénalisés par des nouvelles en provenance des entreprises de moins en moins porteuses après la très belle saison de résultats du 2^e trimestre.

Comme nous le soulignons depuis plusieurs mois, la progression des chiffres d'affaires des entreprises devrait s'éroder en ligne avec le ralentissement économique alors que le potentiel d'expansion supplémentaire des marges opérationnelles devrait être de plus en plus limité. Si les rachats d'actions et les activités de fusions et acquisitions pourront avoir un impact favorable sur les BPA (par la diminution du nombre d'actions ou par la croissance externe et les synergies), ils ne seront pas suffisants pour inverser la tendance à l'infléchissement de la croissance bénéficiaire. Les analystes devraient continuer à réviser à la baisse leurs anticipations de croissances bénéficiaires pour les trimestres à venir. Leur prévision d'une progression de 16 % en 2011 des BPA des sociétés du MSCI World, après 37 % en moyenne en 2010, apparaît en effet trop optimiste dans un environnement de croissance faible.

Allocation géographique : réduction de l'amplitude des paris et préférence pour la zone euro

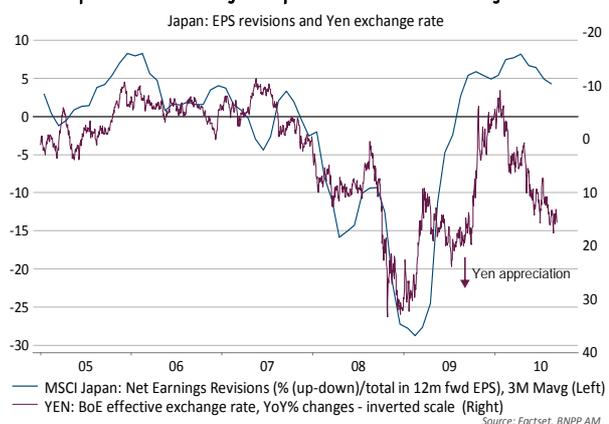
La hausse de la volatilité que nous anticipons, nous conduit à **réduire l'ampleur de nos paris géographiques. Nous augmentons temporairement notre exposition à la zone euro** qui bénéficie d'une devise relativement faible, du décalage de son économie par rapport au cycle américain et de la réduction des craintes sur le risque souverain des Etats périphériques. Le ralentissement mondial et les défis structurels de la zone limiteront toutefois la durée de ce pari à quelques mois au maximum. Nous demeurons également favorables à court terme au marché britannique du fait de valorisations et d'une politique monétaire toujours favorables, malgré les contraintes structurelles fortes qui pèsent sur cette économie. Parallèlement, nous diminuons sensiblement notre surpondération sur le marché US en raison d'un cycle macro-économique en ralentissement et en dépit d'une politique monétaire et fiscale particulièrement favorable. Notre sous-exposition sur le marché australien est maintenue en raison de la persistance de sa cherté et d'incertitudes sur les prochaines orientations de politique économique.

Enfin, nous ré-activons une sous-exposition nette au marché japonais, pénalisé par la fermeté du yen mais également par les incertitudes sur la politique économique de son gouvernement dans un environnement toujours déflationniste.

EMU : BPA positivement orientés à court terme



Japon : le Yen fort pèse sur les bénéfices



MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

Surperformance des secteurs défensifs, gros intérêts sur les petits marchés

Evolution latérale et volatile des bourses, selon les indicateurs avancés

La phase de consolidation des marchés émergents devrait se poursuivre, caractérisée par une évolution latérale et volatile des indices. Cette configuration devrait encore se poursuivre pour quelques mois, car les indicateurs avancés (LEI) continueront d'être négativement orientés, même s'ils s'approchent rapidement des niveaux bas. Notre indicateur de retournement, le « lead LEI », ne se retournera pas avant la fin de l'année. De plus, les indicateurs de révisions des bénéfices semblent enfin se retourner à la baisse, reflétant la prudence des entreprises et le ralentissement du cycle économique, ce qui n'est pas favorable pour les marchés.

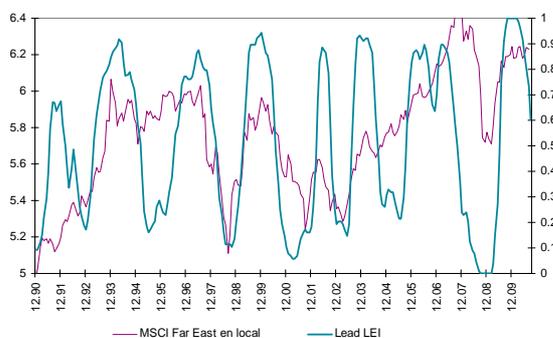
Cela est particulièrement visible pour les bourses très cycliques telles que Taiwan ou la Corée, dont la croissance estimée des bénéfices pour 2011 est très modeste par rapport à 2010, résultat d'un effet de base, et aussi des difficultés accrues dans le secteur de la technologie.

Forte surperformance des secteurs domestiques et défensifs, et des petits marchés

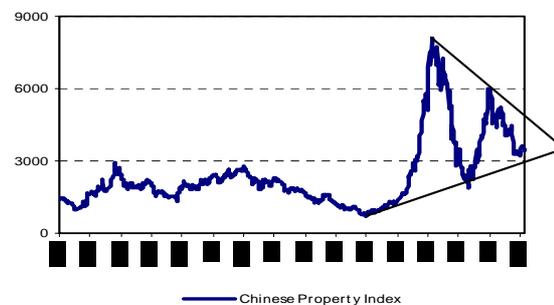
L'importante surperformance des bourses émergentes depuis le mois de mai est surprenante dans un contexte de resserrement monétaire dans les économies émergentes. Seul le marché chinois a réagi comme la théorie, en forte baisse et fidèlement corrélée avec le resserrement des conditions monétaires. Il est intéressant de relever que les secteurs émergents ayant le mieux tenu sont les valeurs domestiques et défensives, tandis que les cycliques (technologies, matériaux et industriels) affichent une performance en ligne avec les marchés développés. Au niveau pays, les petits marchés, peu liquides et avec un flottant faible, ont fortement décollé sous l'afflux massif des fonds internationaux attirés par l'importante composante domestique des bourses. Les principaux marchés comme la Chine ou le Brésil affichent, par contre, des performances modestes ou négatives depuis le début de l'année.

Nous décidons de ramener à la neutralité l'exposition sur les émergents, en ligne avec notre décision de réduction des risques dans notre portefeuille global. En effet, même si les fondamentaux sont devenus plus réjouissants dans les économies émergentes, et que les cycles économiques sont résistants à la conjoncture globale, les bourses émergentes ne pourront pas évoluer à contre-courant. La corrélation entre les bourses émergentes et développées a même augmenté, atteignant un coefficient de corrélation de 0,9. Ce phénomène s'explique par l'importance des fonds GEM passifs et des ETFs, véhicules privilégiés pour modifier le risque tactique des portefeuilles.

Lead LEI : pas de soutien cyclique pour les bourses



Immobilier chinois : sortie vers le haut (ou le bas)



MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

A moyen terme, nous maintenons notre optimisme sur les marchés émergents. En effet, le potentiel de croissance économique et des bénéfices est toujours intact, tandis que le pic du cycle d'inflation est derrière nous, autorisant les Banques Centrales à relâcher les freins monétaires. Au niveau plus structurel, on peut relever le bilan solide du consommateur, des entreprises et des gouvernements, la bonne santé du système bancaire, et le surplus de la balance courante qui devrait soutenir l'appréciation des devises.

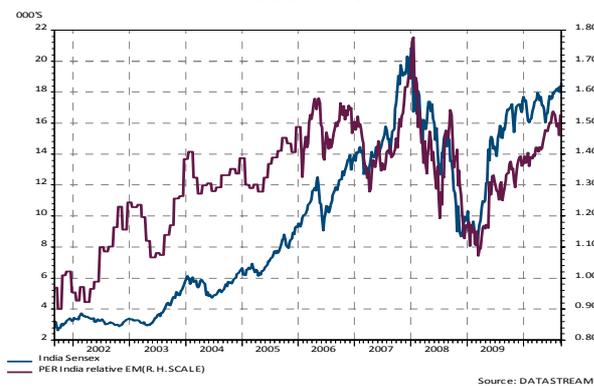
Légère supondération en Chine en attendant le retournement des indicateurs avancés

Nous maintenons notre faible sur-pondération en Chine, même si les réels catalyseurs de retournement n'apparaîtront qu'en fin d'année (masse monétaire M2, indicateurs avancés). Nous pensons que l'économie s'oriente vers un atterrissage en douceur, comme le suggère le rebond de l'indice PMI d'août et les prêts bancaires, ce qui est positif pour la politique monétaire et pour les bourses. Techniquement, le marché chinois (H-Shares), est en train de tester une importante ligne de résistance. La valorisation est correcte et la plupart des fonds ont sous-pondéré le marché.

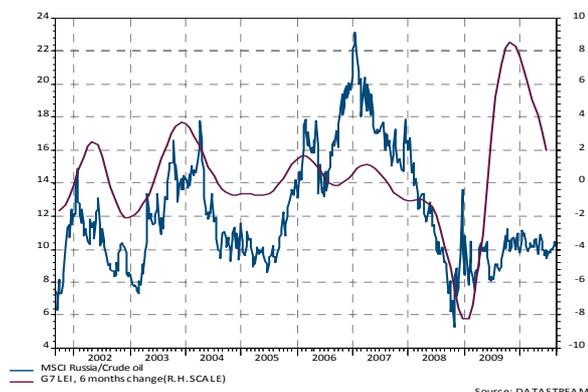
Inde : cher, mais économie domestique et bourse défensive

Nous abaissons notre pari sur la Russie. Malgré le fait que l'économie montre des signes de croissance, l'inflation demeure très élevée. Les valorisations restent extrêmement basses comparées à l'univers des marchés émergents (40 % de décote). Cependant, le marché est sensible au prix du pétrole (sur lequel nous sommes actuellement neutres). Concernant l'**Inde**, les derniers chiffres montrent que l'économie est en plein essor, alors que la majorité des autres pays émergents subissent un ralentissement cyclique. La demande domestique indienne offre un potentiel de croissance élevé et relativement immunisé contre la faiblesse du cycle global. Nous améliorons notre exposition à neutre. Par contre, les valorisations ne sont pas attrayantes. Les perspectives pour le marché des matières premières et les taux d'intérêt pénalisent les perspectives sur les revenus. La reprise économique du **B Brésil** se poursuit avec une progression impressionnante du PIB au 2ème trimestre, même si un ralentissement est attendu pour les semestres suivants en raison du déstockage des inventaires. En outre, la confiance des consommateurs a atteint un niveau record, réduisant le potentiel d'amélioration. L'inflation s'est stabilisée à un niveau satisfaisant, ce qui devrait motiver la Banque Centrale à relâcher la pression sur le frein monétaire. Nous augmentons notre allocation à neutre.

Inde : un pari cher, mais une économie résistante



Russie: sensible au pétrole et au G7



STRATEGIES ALTERNATIVES

Matières Premières

Positionnement prudent sur les matières premières. Préférence conservée à l'or

Les stocks pétroliers atteignent des nouveaux records malgré la progression de la demande

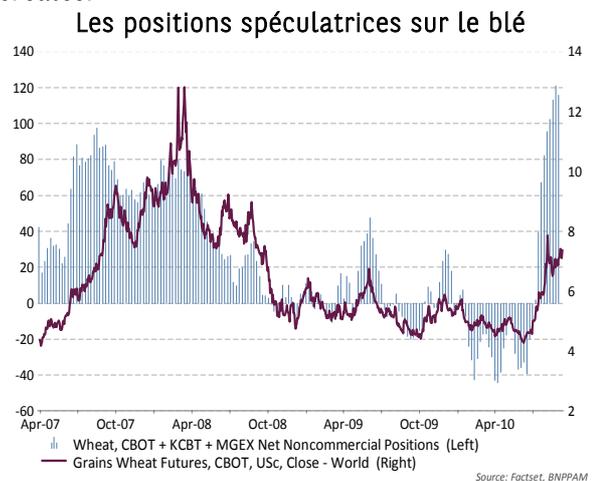
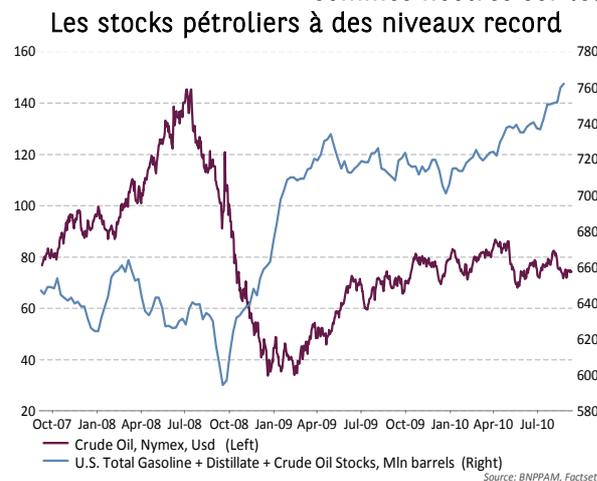
La dégradation des chiffres macro-économiques aux USA a fortement pesé sur les cours **brut** et ce d'autant plus que les statistiques sur les stocks pétroliers décevaient les investisseurs. En effet, les stocks de brut et de produits pétroliers ont atteint des niveaux record. Cependant, ces chiffres semblent partiellement occulter l'amélioration de la demande. En effet, les statistiques laissent apparaître une solide progression de la demande, à la fois sur le carburant et sur les produits destinés à l'industrie. Si la tendance devait se poursuivre, malgré le ralentissement économique, les cours du pétrole pourraient progresser. Toutefois, à court terme, les incertitudes sur la santé de l'économie sont nombreuses. **Nous restons neutres.**

La demande d'investissement devrait continuer de soutenir les cours de l'or

Malgré une demande en baisse (bien qu'en ligne avec les tendances saisonnières), et un environnement macro-économique moins porteur, **les métaux de base** ont assez bien résisté. Une des raisons est probablement liée à la confiance des investisseurs dans la santé des économies émergentes, qui sont celles qui participent le plus à la croissance de la demande de métaux. Cependant, le contexte macro-économique encore incertain et les doutes autour de la santé du secteur de la construction en Chine pourraient peser sur les cours. **Nous restons neutres sur les métaux de base.**

Dans un environnement macro-économique dégradé, **l'or** a continué de bénéficier d'un fort intérêt des investisseurs. Cette demande est vitale pour le métal dans la mesure où la demande « traditionnelle » liée au secteur joaillier peine à rebondir en raison des prix élevés. Cependant, au cours des prochains mois, les nombreuses incertitudes macro et la poursuite d'un environnement monétaire favorable devraient permettre de soutenir la demande d'investissement. **Nous conservons une exposition positive sur l'or.**

Les cours des **céréales** se sont envolés à la suite des pertes sur la production russe de blé, faisant resurgir les craintes de pénurie. Cependant les stocks mondiaux se sont fortement reconstruits après deux années de récoltes record, et à moins d'une seconde catastrophe météorologique, les cours devraient se stabiliser. La taille des positions spéculatrices incite aussi à la prudence dans la mesure où des prises de bénéfices pourraient survenir. **Nous sommes neutres sur les céréales.**



CONTACTS & AVERTISSEMENT

Equipe Stratégie :
Vincent Treulet

Nathalie Benatia
Antonio Bertone
Charles Cresteil
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.

