

Comité du 3 décembre 2009

Une alerte dans le Golfe

L'annonce du moratoire demandé par le conglomérat Dubaï World pour le paiement de 3,5 milliards de dette arrivant à maturité le 14 décembre a provoqué de violents à-coups sur l'ensemble des marchés financiers (chute des actions, hausse du dollar et de l'or,...) alors que les places américaines étaient fermées à l'occasion de *Thanksgiving* le 26 novembre. **Même si elle s'est faite dans des marchés très étroits, cette réaction traduit une certaine fébrilité des investisseurs** et a rappelé que les systèmes financiers devront vivre encore longtemps avec les conséquences de la crise que nous venons de traverser.

L'absence de contagion durable au-delà des bourses du Golfe apparaît comme un élément encourageant, et ce d'autant plus que cet événement a permis à certains indicateurs de sortir des zones d'euphorie où les avait conduits le récent rallyboursier.

La conjoncture macro et microéconomique reste favorable

Même si la dynamique économique telle qu'elle ressort des publications est en train de se modérer et si certaines données récemment publiées ont déçu les attentes, le retour à une expansion du PIB dans les pays développés, une solide croissance dans les zones émergentes et des perspectives revues en hausse pour les prochains trimestres restent des **éléments positifs**. De plus, à mesure que la reprise industrielle se confirme, la dégradation de l'emploi devrait devenir un peu moins marquée. La qualité des résultats des entreprises n'est pas optimale, puisqu'une large part des bonnes surprises en la matière est venue des réductions de coûts, mais les **révisions haussières des perspectives bénéficiaires se poursuivent** et devraient soutenir les cours.

Petit potentiel de hausse supplémentaire pour les actions

Dans les prochains mois, les problèmes directement issus de la crise, à savoir une croissance durablement sous le potentiel et la nécessité pour les pouvoirs publics de mettre fin à des politiques budgétaire et monétaire très accommodantes seront au centre de tous les débats.

Ces interrogations seront vraisemblablement une nouvelle occasion de douter pour les investisseurs, ce qui devrait entraîner **des mouvements plus erratiques sur les marchés**. Même si les Banques centrales vont s'efforcer d'assurer en douceur et très progressivement la normalisation des politiques monétaires, les investisseurs auront eu assez peu de temps pour se réjouir de la fin de la phase aigue de la crise.

A court terme, l'environnement fondamental reste plutôt porteur pour les actifs risqués et ces interrogations sont pour l'instant latentes. Par ailleurs, les flux qui sortent des marchés monétaires peu rémunérés se sont reportés massivement sur les obligations et beaucoup moins sur les actions, ce qui pourrait assurer à ces dernières un potentiel de hausse supplémentaire avant qu'elles ne se trouvent confrontées aux doutes mentionnés ci-dessus. Les volumes devraient être très limités à l'approche de la trêve des confiseurs, si bien que des mouvements assez marqués dans un sens comme dans l'autre peuvent survenir sans remettre en cause la dynamique positive suivie depuis le printemps.

ALLOCATION D'ACTIFS.....	2
PERSPECTIVES ECONOMIQUES.....	3
Point de vue.....	3
Zones développées.....	4
Zones émergentes.....	7
MARCHES OBLIGATAIRES.....	10
Obligations Gouvernementales.....	10
Crédit IG et HY.....	11
MARCHE DES CHANGES.....	12
MARCHES ACTIONS.....	13
Marchés développés.....	13
Marchés émergents.....	18
STRATEGIES ALTERNATIVES.....	21
AVERTISSEMENT.....	22

Achevé de rédiger le 11 décembre 2009



ALLOCATION D'ACTIFS

Décisions d'allocation

- Surpondération maintenue sur les actions en raison de la reprise économique et des profits et de l'environnement de taux bas.
- Neutralité sur l'obligataire d'Etat, toujours dans un *trading range*. L'absence de pressions inflationnistes est contrebalancée par la reprise cyclique et les nombreuses émissions. En relatif, toujours privilégier les obligations européennes.
- Surexposition au crédit IG maintenue : la valorisation est devenue moins attractive mais les fondamentaux s'améliorent. Neutralité sur le HY : momentum positif à court terme avec la bonne absorption des émissions mais importants risques latents.
- Matières premières : réduction de la surexposition sur l'or et l'agriculture, le rythme de la hausse récente paraissant difficilement soutenable à court terme.

Arbitrage actions développées

- Vision favorable sur la zone euro (exposition au cycle mondial, valorisations attractives par rapport au reste de l'univers développé) et, dans une moindre mesure le Royaume-Uni (Sterling faible, politique monétaire toujours très accommodante).
- Léger biais positif sur les Etats-Unis où les perspectives bénéficiaires devraient profiter d'un dollar faible.

- Réduction de la Suisse à neutre en raison du « bruit » sur le secteur financier et d'une devise toujours forte.
- Neutralité sur l'Australie : l'impact positif de l'exposition à la reprise asiatique est contrebalancé par la poursuite du resserrement monétaire et une valorisation chère en termes relatifs.
- Sous-exposition au Japon (pressions déflationnistes, yen fort) et au Canada (surprises économiques négatives et valorisation relative chère).

Arbitrage actions émergentes

- Préférence pour l'Asie (Chine, Inde et Corée du Sud) à l'exception de Taiwan où certains facteurs techniques sont moins porteurs.
- Augmentation de l'Inde à positif : même si les valorisations sont chères, le cycle économique favorable devrait entraîner des révisions à la hausse des bénéfices.
- Pari négatif sur l'Afrique du Sud où le cycle économique est décevant et les conditions monétaires toujours assez peu favorables.

Portefeuille modèle diversifié type – Clients institutionnels

Les paris de ce portefeuille modèle se mesurent contre le cash et peuvent être transposés dans tout autre portefeuille, benchmarké ou non.

MULTI-ASSET CLASS1

	Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES			
Developed Equities	0.2	1.0%	1.0%
Emerging Equities	0.1	0.6%	0.5%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0.0	0.2%	0.1%
Investment Grade	0.1	1.9%	1.2%
High Yield	0.0	0.2%	0.1%
COMMODITIES			
Brent Oil	0.0	0.1%	0.1%
Base Metals	-0.1	-0.5%	-0.3%
Gold	0.0	0.2%	0.4%
Agricultural	0.1	0.8%	0.9%
Cash Euro		-4.4%	-4.1%
Module Total		0.0%	0.0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	1.00%
Real Ex-ante Volatility	0.88%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES1

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.1	0.3%	0.0%
Canada	-0.2	-1.5%	-2.0%
Euroland	0.3	2.4%	1.9%
Japan	-0.2	-1.5%	-1.1%
UK	0.1	0.7%	0.3%
Switzerland	0.0	-0.2%	0.7%
Australia	0.0	-0.4%	0.2%

Module Total 0.0 0.0% 0.00%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN 1

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	-0.2	-9.3%	-7.2%
Euroland	0.2	11.0%	10.4%
Japan	0.0	-0.8%	-1.0%
UK	0.0	-0.2%	-1.0%
Switzerland	0.0	-0.8%	-1.0%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

EQUITY EMERGING COUNTRIES 2

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	0.0	0.1%	-0.3%
China	0.1	1.2%	1.1%
India	0.1	0.6%	-0.9%
South-Korea	0.1	0.7%	0.9%
Taiwan	-0.1	-0.5%	0.4%
Russia	0.0	-0.1%	-0.2%

South Africa -0.1 -1.6% -1.1%
Turkey -0.1 -0.5% 0.1%

Module Total 0.0 0.0% 0.00%



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Point de vue

Quels risques pour 2010 ?

Même sans les intégrer dans notre scénario central, **identifier les risques est indispensable dans la mesure où certains pourront rapidement devenir des sujets de préoccupation pour les investisseurs** et donc influencer les évolutions des marchés financiers et, par ricochet, la conjoncture économique.

Des déficits et des dettes publics trop importants. Il ne s'agit pas d'un risque mais d'une réalité suite aux plans budgétaires massifs de relance de la demande interne. Selon les calculs de l'OCDE, le déficit budgétaire de la zone (hors Mexique et Turquie), qui s'établissait à 3,5 % du PIB en 2008, dépassera 8 % en 2009 et 2010 et ne refluera que modestement en 2011 pour revenir à 7,6 %. L'OCDE conseille aux Etats de s'engager sur des stratégies d'assainissement à moyen terme crédibles mais l'organisation précise qu'il est important pour assurer la reprise que les mesures de relance déjà décidées soient « intégralement mises en œuvre ».

Comme les gouvernements, les institutions internationales semblent avoir pris leur parti de voir l'endettement public se substituer à l'endettement privé à condition que ce soit temporaire. **Cette substitution, si elle devait perdurer, risque en effet de conduire à une remontée des taux longs** qui entraînerait un renchérissement du coût de la dette et donc une nouvelle hausse des déficits. Dans un contexte où les émissions ont déjà été massives en 2009 et devraient encore progresser en 2010 –notamment dans certains pays contraints de renouveler une dette dont la maturité moyenne est courte comme les Etats-Unis– l'engagement de réduire progressivement les déficits semble en effet indispensable. Bien évidemment, des tensions importantes sur les taux longs font peser un risque sur la croissance économique. Nous n'envisageons pas ce cas de figure comme un élément central de notre allocation d'actifs mais des tensions ponctuelles peuvent survenir.

Une croissance trop faible ou au contraire trop forte. Plusieurs études ont montré qu'une **reprise économique qui survient après un choc financier mondial est moins rapide**. Quand une récession est de surcroît très

synchronisée, les écarts augmentent encore. Si bien qu'en supposant que la situation actuelle rejoigne la moyenne des récessions financières et très synchronisées étudiées par le FMI, on peut s'attendre à près de deux ans de récession (7,3 trimestres) qui verront le PIB décliner de 4,8 % avant de progresser au rythme de 2,8 % pendant une phase de reprise de dix-huit mois. Le scénario d'une croissance installée sous le potentiel dans les économies développées semble s'imposer au vu de ces données statistiques. Cette faible croissance se traduira par un marché du travail durablement dégradé dans la zone OCDE avec un taux de chômage (8,6 % en septembre 2009) qui s'établirait en moyenne à 9 % en 2010 et 8,8 % en 2011.

Ce scénario négatif sur l'emploi conduit les plus pessimistes à envisager un retournement brutal de l'activité, les ménages préférant épargner plutôt que consommer une fois les programmes de relance achevés.

Peut-on imaginer au contraire que la croissance se révèle plus forte ? A court terme, c'est possible notamment du fait de la dynamique des stocks. Le mouvement de restockage (que laissent envisager les enquêtes) peut en effet dopper la croissance « affichée » du PIB. Aux Etats-Unis où le déstockage a été violent, ce phénomène pourra donner l'impression d'un grand dynamisme voire d'une surchauffe début 2010.

Les Banques centrales vont être confrontées à la réalité économique mais surtout aux anticipations des investisseurs et des acteurs économiques. Qu'elles donnent l'impression de vouloir agir trop tôt et le moindre essoufflement des données sera interprété comme le signe du retour en récession qui entraînera des sorties massives des actifs risqués. Qu'au contraire elles semblent trop complaisantes et c'est la menace de l'inflation, y compris sous forme de bulle sur les actifs, qui fera sa réapparition.

L'histoire récente et les dernières déclarations de la Fed font peser le risque plutôt vers le « trop tard », ou tout au moins le « longtemps », que vers le « trop tôt ».

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP y.o.y %								Inflation y.o.y %									
	2008	2009				2010				2008	2009				2010			
		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M
M= Mean; H= High; L= Low																		
Developed Economies																		
USA	0.4	-2.4	-2.3	-2.6	[-2.5]	2.7	4.1	1.6	[2.6]	3.8	-0.4	-0.3	-0.7	[-0.4]	2.0	3.4	1.0	[1.9]
Canada	0.4	-2.4	-2.2	-2.7	[-2.4]	2.5	3.2	2.0	[2.6]	2.4	0.3	0.4	0.2	[0.4]	1.7	2.6	1.1	[1.8]
Euro zone	0.6	-3.8	-3.6	-4.2	[-3.9]	1.2	2.6	0.2	[1.1]	3.3	0.3	0.4	0.1	[0.3]	1.1	1.6	0.7	[1.2]
UK	0.6	-4.5	-4.1	-4.7	[-4.3]	1.2	2.0	-0.5	[1.3]	3.6	2.1	2.5	1.4	[2.0]	2.0	3.4	1.3	[2.0]
Switzerland	1.8	-1.8	-1.2	-3.4	[-1.8]	1.0	2.2	-0.4	[0.9]	2.4	-0.5	-0.3	-0.6	[-0.5]	0.6	1.0	-0.3	[0.7]
Japan	-0.7	-5.7	-5.2	-6.2	[-5.7]	1.4	2.2	0.7	[1.5]	1.4	-1.2	-0.7	-1.5	[-1.2]	-0.9	-0.2	-1.6	[-0.8]
Australia	2.4	0.9	1.1	0.5	[0.8]	2.7	3.5	1.7	[2.5]	4.4	1.8	1.9	1.6	[1.7]	2.4	2.8	2.0	[2.3]

Source: Consensus Forecasts as of 09/11/2009

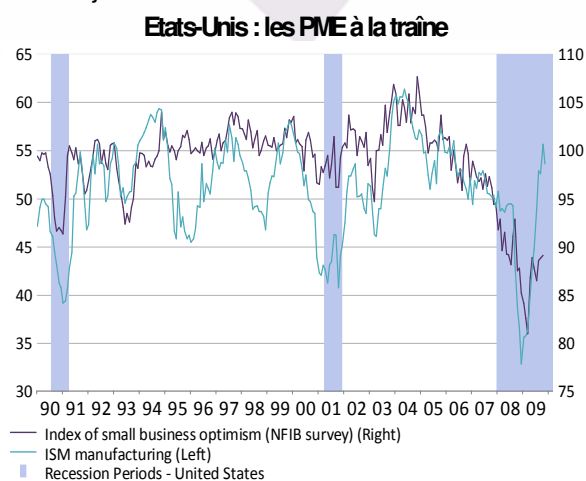
PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones développées

Deux points noirs pour l'économie américaine : l'emploi (si, si !) et la situation des PME

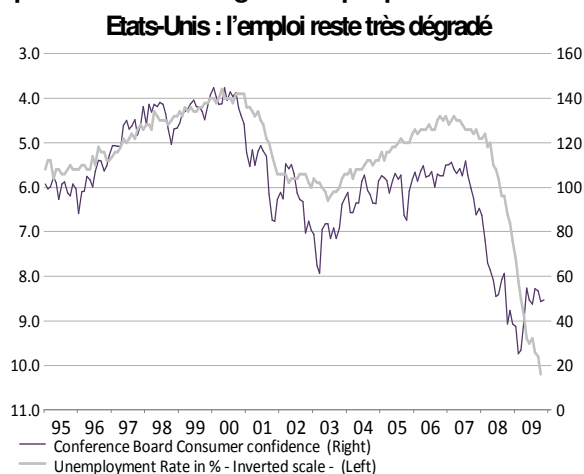
Le rebond industriel américain se poursuit et, même après un léger recul en novembre (53,6 contre 55,7 en octobre), le niveau de l'indice ISM permet d'envisager une croissance du PIB de plus de 3 % au 4^e trimestre (après 2,8 % au 3^e). La composante des commandes, indicateur avancé des commandes à l'industrie, a recommencé à progresser et l'indice décrivant la situation de l'emploi reste supérieur à 50. Malgré ces résultats, l'investissement productif et l'emploi ne se sont pour l'instant améliorés que marginalement. Une explication possible réside dans les difficultés persistantes des petites et moyennes entreprises, qui emploient la moitié des salariés du privé. Les dirigeants de PME déclarent encore vouloir de réduire leurs effectifs et leurs intentions d'investissement sont proches de leur plus bas niveau historique selon l'enquête NFIB. Des conditions de crédit jugées toujours tendues expliquent largement ce pessimisme et cette prudence.

L'amélioration graduelle mais confirmée du marché immobilier pourrait permettre un rebond de la confiance parmi les entreprises de construction (qui représentent 20 % de l'échantillon de l'enquête NFIB). L'enquête qui fait référence dans le secteur (celle de la NABH) montre que les promoteurs immobiliers restent pour l'instant prudents mais la prolongation et l'extension du crédit d'impôt pour l'achat d'un logement devraient jouer favorablement sur leur moral.



Le dernier rapport sur l'emploi a montré 11 000 nouvelles destructions nettes en novembre, un chiffre nettement inférieur aux attentes, dû pour l'essentiel à des embauches importantes dans l'intérim. Certains analystes font remarquer que les licenciements ont été massifs et rapides (hors secteur agricole, les effectifs ont baissé de 7,3 millions depuis décembre 2007, début officiel de la récession) et que le retour à l'emploi pourrait se faire tout aussi rapidement. Même si plusieurs éléments ont commencé à s'améliorer, les indicateurs avancés ne donnent pas tout à fait cette impression. Depuis quelques années

maintenant, le marché du travail américain est devenu moins sensible à la reprise qu'auparavant du fait d'un moindre recours au chômage technique (*temporary layoffs*) en lien avec le déclin du secteur industriel. Lors des récessions des années 70 et du début des années 80, les personnes concernées par ce système représentaient plus de 20 % des chômeurs. Ce pourcentage a graduellement baissé et s'affiche désormais à 12 %. Les constructeurs automobiles y ont toujours recours et ont indiqué que le programme de soutien à l'automobile cet été leur avait permis d'anticiper des réouvertures de chaînes de montage et donc la réintégration de leurs ouvriers. Il reste que la forte réactivité du marché du travail américain (au moins à l'embauche) a baissé. **L'hypothèse d'une croissance qui parviendrait à passer durablement au-dessus du potentiel parce que le rebond de l'emploi serait plus important qu'actuellement envisagé semble peu probable.**



Ben Bernanke a présenté le 16 novembre un point de vue pessimiste sur l'emploi et souligné la faiblesse de l'activité de prêt des banques. Cette prudence, liée à l'incertitude sur la situation des ménages et des entreprises, est une façon détournée pour la Fed d'assurer que les taux resteront bas pendant une « période prolongée » selon la formule désormais rituelle et encore répétée lors du FOMC début novembre. **Le consensus qui commence à s'établir pour un relèvement des taux directeurs dès le 3^e trimestre 2010 nous paraît un peu agressif.** Certains membres ont toutefois souligné que le maintien de taux d'intérêt très bas pendant longtemps peut conduire les investisseurs à une prise de risque excessive sur les marchés financiers ou à un dérapage des anticipations inflationnistes. Ce risque n'est pas jugé primordial mais va être surveillé même si la Fed souligne que c'est bien l'évolution des perspectives économiques qui va guider les taux directeurs dans les prochains mois. L'éventualité d'une bulle financière tout comme celle d'une faiblesse marquée du dollar entreront néanmoins en ligne de compte dans cet exercice délicat.



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

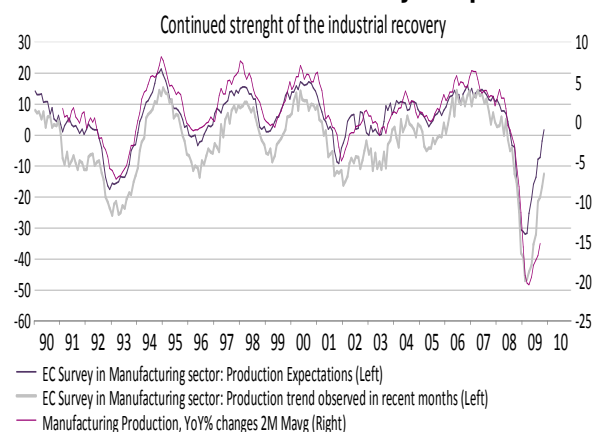
Zones développées

En Europe, tous les pays ne sont pas logés à la même enseigne

La zone euro n'est plus en récession comme le montre la hausse de 0,4 % du PIB entre le 2^e et le 3^e trimestre. Ce chiffre masque de nombreuses disparités entre les pays avec par exemple une poursuite de la contraction en Grèce (-0,3 %) et en Espagne (-0,3 %) où la demande interne, longtemps alimentée par le crédit, est en berne et une croissance plus élevée en Italie (+0,6 %) ou en Allemagne (+0,7 %), un pays qui enregistre de bons résultats à l'exportation mais où la consommation reste déprimée. En France, la hausse de 0,3 % résulte d'une nette progression des exportations et d'une stabilisation des dépenses privées. L'évolution des composantes du PIB européen n'est pas très encourageante avec une baisse de la FBCF (-0,4 %) et de la consommation privée (-0,2 %). La progression du PIB résulte d'une hausse des dépenses publiques (+0,5 %) et d'une contribution positive des stocks (+0,3 %) et du commerce extérieur (+0,2 %).

L'industrie est bel et bien sortie de l'ornière et la production industrielle augmente régulièrement, à l'image des enquêtes auprès des chefs d'entreprise. Le climat économique mesuré par la Commission européenne continue lui aussi à s'améliorer mais la confiance dans le secteur de la construction et le moral des ménages peinent à s'affirmer. Les ventes au détail restent ainsi très déprimées : après avoir reculé de 0,7 % au 3^e trimestre, elles se sont tout juste stabilisées en octobre, assurant un bien modeste début pour le 4^e trimestre alors même que la consommation privée n'a pas été particulièrement dynamique au cours de l'été.

Zone euro : l'industrie reste dynamique



C'est bien sûr l'état du marché du travail qui explique cette réticence des ménages à dépenser. Le taux de chômage s'est inscrit à 9,8 % en octobre, inchangé par rapport à septembre, au plus haut depuis fin 1998. Le taux d'épargne des ménages a été de 16,5 % au 2^e trimestre 2009 contre 16 % au trimestre précédent. La hausse à venir de l'inflation liée aux

effets de base sur les prix de l'énergie, risque de limiter encore un peu plus la consommation de certains produits.

Zone euro : le chômage pèse sur la consommation privée



La BCE prépare l'abandon des mesures exceptionnelles de soutien au système bancaire. A l'issue de sa réunion du 3 décembre, la BCE a apporté quelques précisions importantes quant à ses intentions dans les prochains mois. Jean-Claude Trichet a confirmé que l'opération de refinancement à 12 mois de décembre serait la dernière et indiqué qu'elle ne se ferait pas à taux fixe. Il s'agit en fait d'un système d'indexation au taux minimum de soumission des futures opérations normales (hebdomadaires). Ainsi, si les opérations régulières reviennent à taux variable d'ici fin 2010, le taux minimal sera appliqué *pro rata temporis* à l'opération à 12 mois. Par ailleurs, la dernière opération à 6 mois sera conduite en mars 2010. Ces aménagements—décidés, selon Jean-Claude Trichet, parce que les conditions de marché se sont améliorées—traduisent la volonté de la BCE de sortir peu à peu du système d'urgence qui consistait à allouer sans plafond et à très faible coût des liquidités aux banques. C'est le début de la normalisation de la politique monétaire même si de très prudentes prévisions de croissance et d'inflation et l'emploi du terme « approprié » pour qualifier le taux directeur *refi* (1 %) laissent envisager qu'il ne sera pas modifié rapidement sauf en cas de hausse brutale de la croissance et/ou de l'inflation.

Les derniers indicateurs conjoncturels confirment l'amélioration cyclique de l'économie britannique, même si la dynamique a tendance à s'essouffler. L'indice CIPS manufacturier, qui avait atteint en octobre son niveau le plus élevé en près de deux ans, a reculé en novembre (de 53,4 à 51,8) mais reste au-dessus de 50. L'activité est également en expansion dans les services, avec un indice pratiquement stable entre octobre (56,9) et novembre (56,6) et une confiance en hausse pour les prochains mois.

PERSPECTIVES ECONOMIQUES

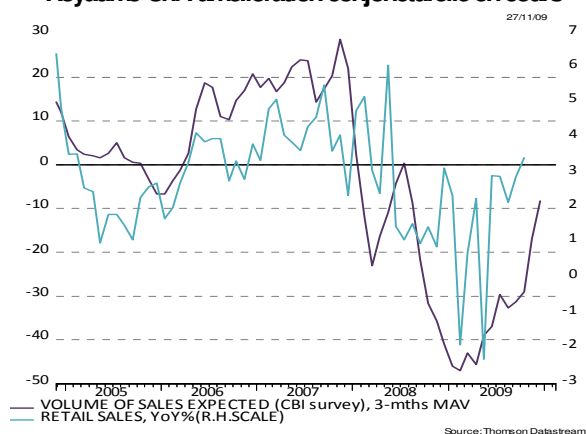
Zones développées

La Banque du Japon perd son bras de fer contre le gouvernement

La première estimation du PIB pour le 3^e trimestre a été révisée en légère hausse mais c'est encore une baisse qui ressort (-0,3 %) pour le sixième trimestre consécutif et le glissement annuel s'établit à -5,1 %. Malgré la faiblesse de la livre, la contribution extérieure est négative. Les indicateurs avancés pour l'industrie et les services et le redressement des prix de l'immobilier permettent d'envisager **une progression de l'activité au 4^e trimestre grâce à une reprise plus franche de la demande interne**. La hausse régulière des ventes au détail, même si elles sont dopées par d'importants rabais, va dans ce sens. Une partie de ces dépenses peut aussi correspondre à des achats anticipés avant la hausse du taux de TVA en janvier (de 15 % à 17,5 %).

Ce rebond conjoncturel semble assez fragile alors que les difficultés du secteur financier persistent. De surcroît, l'endettement massif de l'Etat (dette nette de 59,2 % du PIB fin octobre) limite la marge de manœuvre et la tenue du scrutin législatif dans les six prochains mois risque de limiter les initiatives d'un gouvernement affaibli, même si celui s'affirme comme un partisan de la poursuite des plans de soutien massifs à l'économie, face à des conservateurs qui prônent un retour rapide vers plus d'orthodoxie fiscale. **La Banque d'Angleterre devrait rester prudente dans sa stratégie de normalisation de la politique monétaire**, d'autant qu'une bonne part du rebond conjoncturel est due au bas niveau des taux. Le programme d'achats d'actifs ne devrait cependant pas être augmenté au-delà des 200 milliards de livres (réalisés à hauteur de 183 milliards fin novembre), ce qui constituera de fait une première indication d'arrêt du *quantitative easing*. En ce qui concerne le taux directeur (0,50 %), le statu quo devrait être observé pendant encore plusieurs trimestres. Toutefois une hausse brutale de l'inflation (+1,8 % en glissement annuel en octobre), liée à la faiblesse de la devise et à la hausse de la TVA, au-dessus des attentes de la BoE, pourrait contraindre Mervyn King à avancer cette première hausse. Cette attitude cadrerait assez bien avec la traditionnelle réactivité de la BoE.

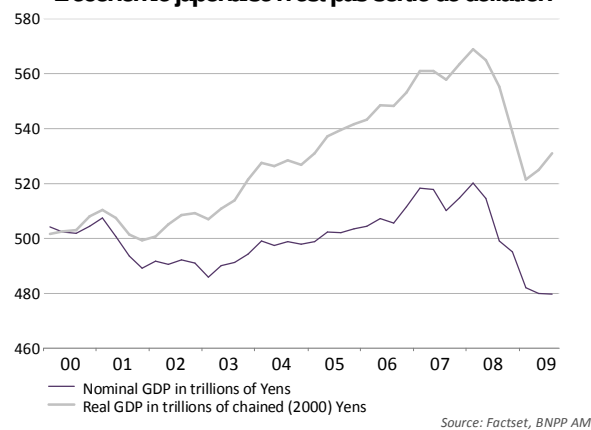
Royaume-Uni : amélioration conjoncturelle en cours



Un rebond en trompe-l'œil de la croissance japonaise.

La croissance du PIB au 3^e trimestre a été revue nettement à la baisse par rapport à la première estimation (+1,3 % en rythme annualisé contre 4,8 % initialement publié et 2,7 % au 2^e trimestre) Cette hausse est due à une forte contribution extérieure sous l'effet du dynamisme asiatique et à une contribution positive des stocks alors que le déstockage est resté relativement limité pendant la récession. Le rebond de la consommation privée depuis deux trimestres (qui s'observe essentiellement grâce aux achats de biens durables) reflète le plan de relance mis en place par le précédent gouvernement. Des mesures supplémentaires (soutien aux PME et à l'emploi notamment) sous forme d'une rallonge budgétaire pour l'exercice en cours viennent d'être annoncées alors que le gouvernement s'inquiète du **retour de la déflation**. L'inflation sous-jacente comparable à celle des autres économies du G7 est ainsi ressortie à -1,1 % en glissement annuel en octobre et à -1,3 % dans la région de Tokyo pour novembre. Une telle évolution est préjudiciable pour l'ensemble de l'économie, les anticipations déflationnistes ayant notamment pour conséquence d'inciter les ménages à différer leurs achats.

L'économie japonaise n'est pas sortie de déflation



Ils y seront d'autant plus incités que les dernières hausses salariales ne paraissent pas pérennes (recours accru aux heures supplémentaires) et que les traditionnelles primes de fin d'année devraient nettement baisser. Ces facteurs négatifs pourront être limités par le rebond de la confiance en lien avec la **fragile amélioration du marché du travail**.

Début décembre, l'annonce par la BoJ, à l'issue d'une réunion exceptionnelle, de l'introduction d'une facilité de prêt à 0,10 % à trois mois pour un total de 10 000 milliards de yens apparaît comme **une réaction assez modeste face à l'ampleur du problème**. En particulier, la BoJ n'a pas accentué ses mesures d'assouplissement quantitatif comme l'aurait souhaité le gouvernement.

PERSPECTIVES ECONOMIQUES

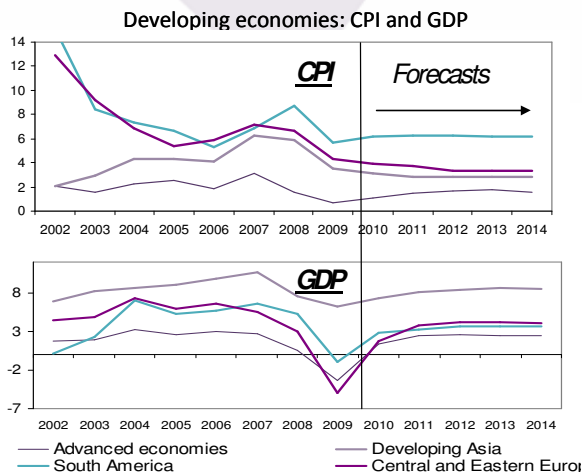
Zones émergentes

Reprise rapide de l'activité, mais pas (encore) de risque inflationniste en vue

Les économies émergentes continuent d'afficher une accélération de leur activité. Dans certains pays, la production industrielle a même dépassé le niveau d'avant la crise financière. La tendance positive va se poursuivre grâce à la reprise synchronisée (mais faible) de l'économie mondiale qui se répercutera favorablement sur les exportations. De plus, les conditions monétaires très accommodantes continuent de soutenir la demande domestique.

Les prévisions de croissance du PIB sont les plus élevées en Asie grâce à la vigueur exceptionnelle de l'Inde et de la Chine, tandis que l'Amérique latine et les pays de l'Est afficheront des taux positifs, mais bien inférieurs à ceux observés pendant la première partie de la décennie. L'inflation n'est pas encore un risque majeur car les capacités de production restent encore très sous-utilisées. L'attrait des devises émergentes et la faiblesse des taux d'intérêt peuvent toutefois alimenter des spéculations financières potentiellement néfastes pour la stabilité des prix.

Economies émergentes : PIB et inflation bien orientés

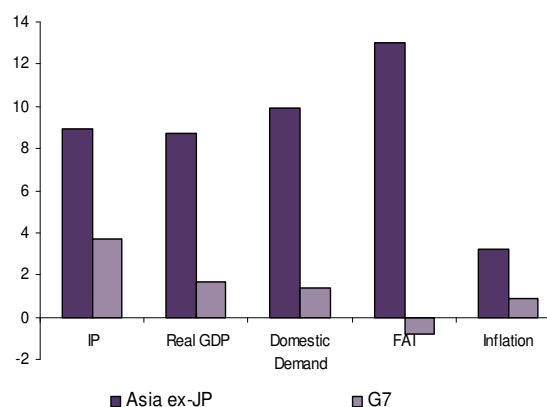


Les sondages d'opinion affichent toujours un optimisme élevé, tandis que les indicateurs avancés pour la région asiatique frôlent des niveaux record, suggérant que le momentum économique pourrait ralentir au cours des prochains trimestres et reflétant la diminution des effets des plans de relance.

Le consommateur des pays émergents est devenu un acteur de poids dans l'économie mondiale, et représente désormais 32% de la consommation totale, contre (seulement) 28% pour le consommateur américain. Ce gain massif de pouvoir d'achat du consommateur émergent va

entraîner des changements fondamentaux sur l'économie mondiale. A ce titre, les exportations d'un pays comme la Corée sont devenues beaucoup plus dépendantes des pays BRIC que du G3.

Reprise tirée par la demande domestique : exemple de l'Asie



L'économie chinoise continue d'être bien orientée, affichant une poursuite de l'expansion du PIB qui devrait dépasser 9,5%, après une hausse attendue de 8,5% pour 2009. En termes séquentiels, le pic est probablement derrière nous après le bond trimestriel de 15% au deuxième trimestre sous l'effet des plans de relance et du re-stockage. Les ventes au détail progressent à un rythme soutenu grâce à la bonne orientation des salaires et aux encouragements du gouvernement, tandis que l'activité industrielle poursuit sa hausse au rythme de 16,1% sur un an. La production industrielle devrait s'accroître au cours des prochains mois, probablement à un rythme supérieur à 18%, sous l'impulsion d'un retour progressif et synchronisé de l'économie mondiale et de la demande externe, comme le suggère la bonne orientation des indicateurs avancés. Ces perspectives sont corroborées par les derniers sondages PMI, stables par rapport au mois précédent, et indiquant toujours une expansion de l'activité. La dynamique des investissements publics affiche déjà des signes de ralentissement, qui sont souhaités par le gouvernement soucieux d'éviter des surcapacités et des inefficiences. Par contre, les investissements privés dans l'immobilier sont particulièrement forts.

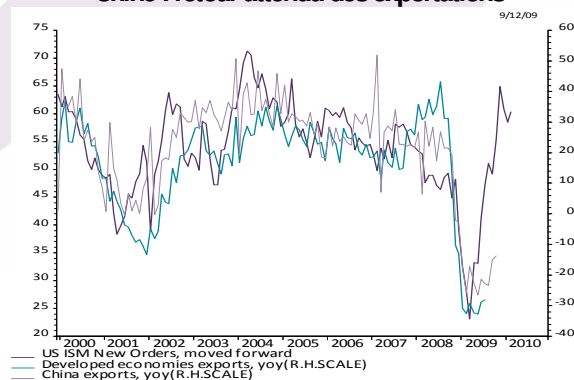


PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones émergentes

La demande privée restera soutenue en 2010 grâce aux meilleures perspectives sur l'emploi qui se répercuteront positivement sur les revenus et la confiance, sans compter l'effet de richesse induit par la hausse des prix des actifs. Le consommateur continue à bénéficier des initiatives fiscales du gouvernement destinées à stimuler la demande domestique, notamment les subventions pour l'achat d'équipements du foyer et d'automobiles. Par exemple, les ventes de véhicules personnels ont bondi de 98 % sur une année en novembre, dépassant 1,04 million d'unités. Ce chiffre illustre bien la confiance et la capacité financière d'une partie de la classe moyenne. Le stimulus fiscal, soit une baisse de la TVA de 10 % à 5 %, sera renouvelé l'année prochaine, assurant ainsi la tendance haussière des ventes d'automobiles.

Chine : retour attendu des exportations



Les autorités souhaitent faire de la demande privée un des piliers de la croissance, et cherchent à la doper de manière récurrente en accélérant l'urbanisation des employés migrants, et en facilitant la relocalisation de la population rurale vers les villes de petite et moyenne taille. Cette tendance crée une demande importante pour les logements en milieu urbain, assurant une activité soutenue dans la construction au cours des prochaines années. Des études ont démontré qu'en 2009 les nouveaux investissements dans l'immobilier représentent la moitié des dépenses de la consommation privée.

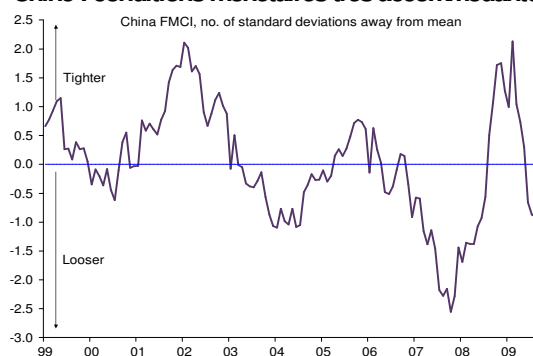
La hausse de plus de 50 % des ventes immobilières sur une année laisse craindre le développement d'une bulle, potentiellement source d'instabilité et d'inflation. Nous estimons que ces risques sont exagérés pour le moment. En effet, la demande de logements est tirée par une épargne abondante plutôt que par le comportement irresponsable des banques comme c'était le cas dans la crise des *subprimes*. Les acquisitions se font par un apport important de cash et de fonds propres, ce qui offre un bon

soutien en cas de forte correction des marchés. Quant à l'inflation, rappelons que les biens alimentaires constituent plus de 48 % du panier et les entreprises souffrent toujours de surcapacités, contrecarrant les tensions associées à une masse monétaire excessive. **Pour l'anecdote, le risque inflationniste n'a même pas été mentionné lors de la dernière réunion du Politburo en début décembre.**

Finalement, les conditions financières et monétaires, qui intègrent l'affaiblissement du yuan en termes effectifs ainsi que la hausse des marchés financiers, restent très favorables. Ces conditions attractives et le soutien des autorités vont continuer de soutenir les prix immobiliers et l'activité économique.

Pour conclure, nous pensons que les politiques économiques ont évolué de l'objectif de croissance à tout prix vers une croissance de qualité. Des plans de relance massifs dans l'infrastructure comme ceux de fin 2008 ne se répéteront pas (même si leurs effets sur l'économie perdurent au cours des prochaines années). Le dernier Politburo réitère toutefois le maintien d'une politique monétaire et fiscale accommodante, et reconnaît la nécessité de surveiller les risques de bulle en adaptant une flexibilité supérieure. **Le processus de sortie sera donc graduel.**

Chine : conditions monétaires très accommodantes



La vitesse de croissance de l'économie **indienne** au cours du dernier trimestre a été la plus forte depuis un an et demi et a été nettement supérieure aux attentes du marché. En effet, le PIB a progressé de 7,9 % y/y au T3 contre un consensus à 6,3 % et une croissance de 6,2 % au trimestre précédent. Avec un taux de croissance supérieur à 9 %, le secteur manufacturier et les services ont été les principaux moteurs de cette croissance. Par ailleurs, la contribution de l'agriculture a été plus modeste mais elle s'inscrit elle aussi au-dessus des attentes qui anticipaient d'importantes perturbations de la production dues au faible niveau des moussons. Il est également intéressant de constater la forte progression de la consommation privée passant de 1,6 % à

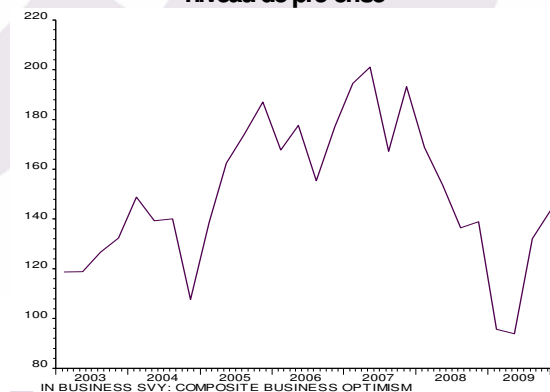


PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones émergentes

5,6 % (à comparer avec un niveau de 8 % lors des points hauts du cycle économique). Aussi, les exportations indiennes pour le mois d'octobre ont enregistré la plus faible baisse depuis dix mois grâce à la reprise de la demande des pays du G3 pour les logiciels, les bijoux et le cuir. Désormais, l'attention de la Banque centrale se porte vers le niveau de l'inflation et le contrôle de la liquidité. En effet, le prix de la nourriture, qui représente 26 % du WPI, a augmenté de 17,5 % y/y. Même si les pressions sur l'inflation sous-jacente devraient rester limitées, le WPI est sorti rapidement de la zone de déflation et, selon les estimations de la RBI, devrait atteindre 6,5 % à la fin de l'année fiscale. **Compte tenu de la reprise vigoureuse de l'économie, on estime que la première hausse des taux aura lieu en début d'année 2010.**

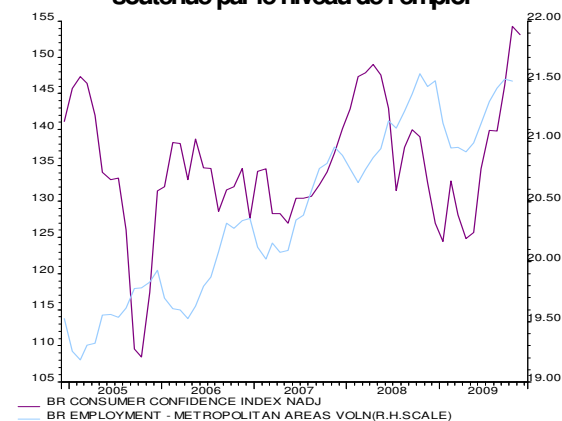
Inde : la confiance des entrepreneurs est revenue au niveau de pré-crise



L'économie brésilienne a particulièrement bien émergé de la crise financière mondiale et apparaît donc comme ayant une position de leader au sein des pays émergents. En effet, depuis le deuxième trimestre, la croissance du PIB a rebondi vigoureusement et les indicateurs d'activité domestique continuent de pointer vers une reprise économique solide. La confiance des consommateurs est revenue à un niveau qui n'avait plus été atteint depuis mai 2008 et le taux de chômage est désormais proche de ses points bas historiques. En outre, l'amélioration des conditions de crédit a contribué à soutenir la consommation interne. Avec un appétit au risque retrouvé et l'amélioration des conditions globales de liquidité, les flux de capitaux vers le Brésil sont montés en flèche depuis avril renversant la balance des paiements vers un large surplus. En conséquence, le *real* s'est fortement apprécié et cela a conduit les autorités à imposer une taxe sur les flux entrants de capitaux étrangers. Ce type de mesure pourraient s'étendre encore si l'appréciation de la devise se poursuivait. Par ailleurs, la nette amélioration de

l'économie devrait encourager les autorités à débiter la normalisation de la politique monétaire au cours du premier semestre 2010.

Brésil : la confiance des consommateurs est soutenue par le niveau de l'emploi



Des signes de reprise de l'activité russe apparaissent, mais les perspectives de croissance restent fragiles compte tenu des anticipations sur l'investissement et l'emploi qui devraient rester déprimées. Les dernières données sur l'activité reflètent un paysage économique contrasté. L'augmentation du prix du pétrole et la reprise mondiale a permis de réduire la vitesse de contraction de l'économie plongée dans une profonde récession depuis un an et demi. La production industrielle a décliné de 11,2 % y/y en octobre contre une diminution de 9,5 % le mois précédent. Cette tendance est reprise par les enquêtes du PMI manufacturier qui chute de 52 à 49,6 en octobre notamment à cause d'un niveau de production, de commandes et d'emploi plus faibles. Par contre, les ventes au détail enregistrent une belle progression mensuelle (+3,2 % entre septembre et octobre) mais demeurent malgré tout en zone négative en glissement annuel (-8,5 %). Le PMI concernant l'activité des services a poursuivi sa hausse pour atteindre 54,3 en octobre. De plus, la croissance des importations continue, soutenue par un rouble plus fort et la reprise de la demande interne. Aussi, l'inflation évolue toujours dans sa tendance baissière ce qui a permis à la Banque centrale d'abaisser ses taux directeur à 9 %, un point bas historique.



MARCHES OBLIGATAIRES

Obligations Gouvernementales

Recette de base pour une fin d'année pas tout à fait sereine

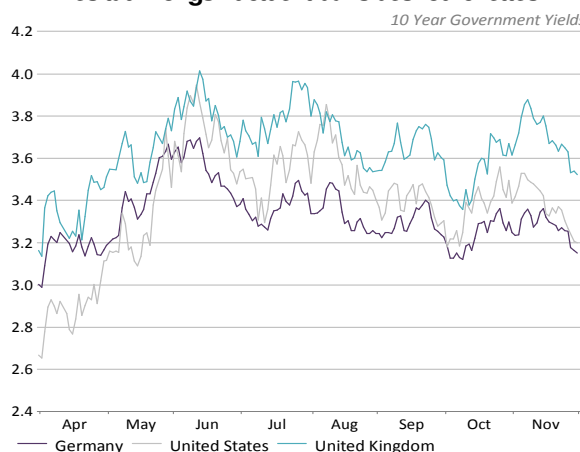
Commencez d'abord par les Banques centrales. Aux Etats-Unis Ben Bernanke a confirmé le maintien de taux bas pour une période prolongée et un scénario économique plutôt mitigé, pendant que d'autres déclarations officielles allaient dans le même sens. De son côté, la BCE a rappelé au marché que oui, les stratégies de sortie peuvent débuter, mais sans panique, car c'est seulement les mesures les plus « extrêmes » (financements à 12 et 6 mois à taux fixe) qui vont disparaître. Rajoutez ensuite, la publication de chiffres économiques bien meilleurs qu'attendu, et cela non pas dans un secteur quelconque, mais bien précisément pour l'emploi américain, un des facteurs les plus regardés. Mélangez maintenant le tout avec le retour du risque de la dette souveraine, revenu à l'actualité après les craintes liées à Dubaï et, plus proche de nous, à la Grèce. Résultat ? Pas étonnant : une alternance de hausses et de baisses des rendements, et cela n'est certainement pas fini.

Ce comportement va en effet se poursuivre début 2010, entre des signes de reprise économique qui vont continuer de se manifester, mais, au même moment, des perspectives de croissance peu enthousiasmantes, une inflation qui ne sera pas un problème dans l'immédiat mais qui suscite beaucoup d'interrogations, des Banques centrales en statu quo mais des anticipations de remontée des taux directeurs qui devraient commencer à se mettre en place au cours de l'année, notamment aux Etats-Unis.

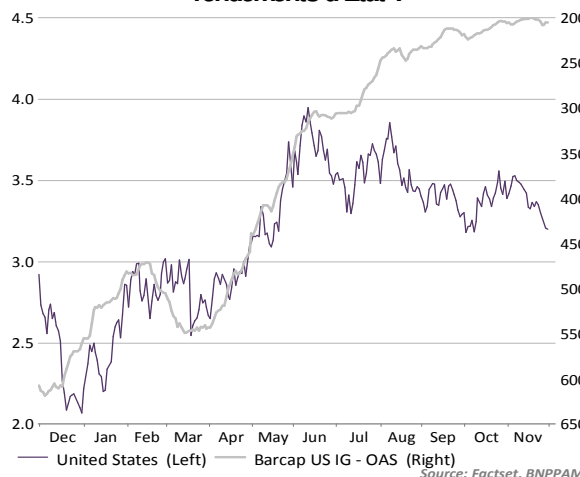
Puis, pour finir, restent les facteurs plus « techniques », difficiles à estimer, mais dont on a déjà essayé de tracer les grandes tendances. En 2010, l'offre de papier restera toujours très élevée, tandis que, du côté de la demande, des acteurs importants disparaîtront, avec la Fed qui achèvera au premier trimestre 2010 l'ensemble de ses programmes d'achats de titres (celui sur les *Treasuries* étant déjà arrivé à échéance) et la BoE qui devrait faire pareil. Qui comblera ce vide laissé par les Banques centrales aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ? Nous avons déjà évoqué le soutien actuel des Banques centrales étrangères, typiquement pour les obligations américaines, mais aussi des banques commerciales domestiques. Celles-ci ont bien sûr encore de la marge pour augmenter la part de titres d'Etat dans leurs actifs, mais ne pourront pas remplacer les achats de leurs Banques centrales respectives.

Au final, nous préférons garder une **exposition globale neutre aux obligations gouvernementales, avec une préférence relative pour la zone euro.**

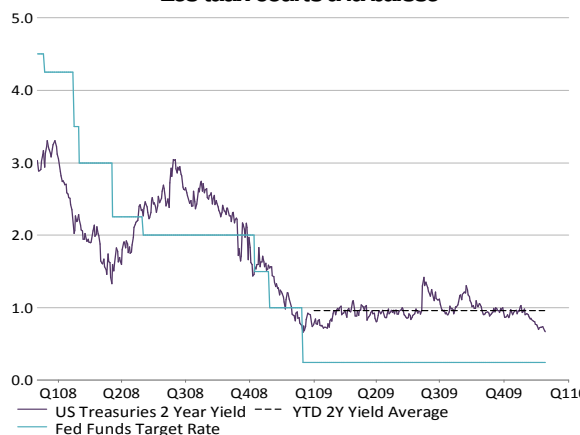
Les taux longs fluctuent dans des fourchettes



Un scénario moins optimiste suggéré par les rendements d'Etat ?



Les taux courts à la baisse



Source: Factset, BNPPAM



MARCHES OBLIGATAIRES

Crédit IG et HY

Un cru 2009 qui ne se répétera pas en 2010

Comme on l'a vu ces derniers temps, les fondamentaux continuent de s'améliorer doucement : les profits remontent un peu tandis que la dette se réduit (aux Etats-Unis), avec un effet final positif sur le levier. Ceci est un facteur de soutien pour les *spreads* des entreprises non financières, qui bénéficient bien évidemment de ce mouvement.

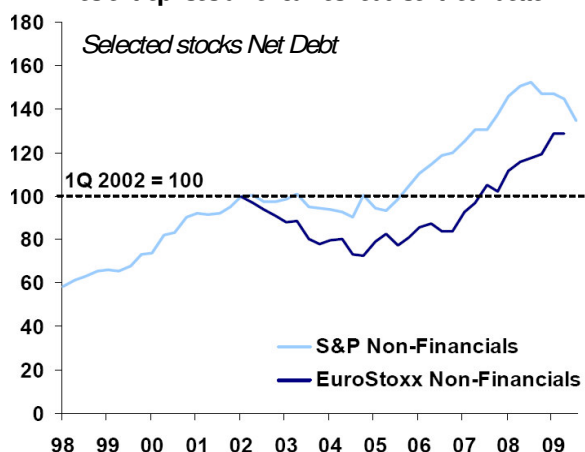
Cette tendance est amenée à se poursuivre dans les prochains mois, et sera probablement plus visible aux Etats-Unis qu'en Europe, où la réduction des coûts, liés notamment à l'emploi, serait normalement moins violente.

Dans l'univers **Investment Grade**, l'année 2009 aura été marquée par des volumes d'émissions d'entreprises non financières très élevés. Certes le deuxième semestre aura vu une baisse par rapport aux montants record du premier, mais aura quand même été très actif. En entrant en 2010, les besoins de refinancement ne sont pas très inquiétants, les entreprises ayant réussi à rallonger la durée moyenne de leur dette. L'histoire est un peu différente pour les sociétés financières, objet direct de la crise, qui, en début d'année, ont eu besoin des garanties de leurs gouvernements respectifs pour pouvoir recommencer à émettre du papier. Aujourd'hui la situation est moins tendue, et les émissions d'obligations senior non garanties possibles. Toutefois, les banques européennes auront à faire face à des échéances importantes entre 2010 et 2011 étant donné que, contrairement à leurs homologues américaines, elles n'ont pas pu réduire la part de dette à court terme.

De manière générale, nous continuons à penser que, dans les mois à venir, le processus d'amélioration du marché se poursuivra, mais les rendements seront certainement moins spectaculaires qu'en 2009.

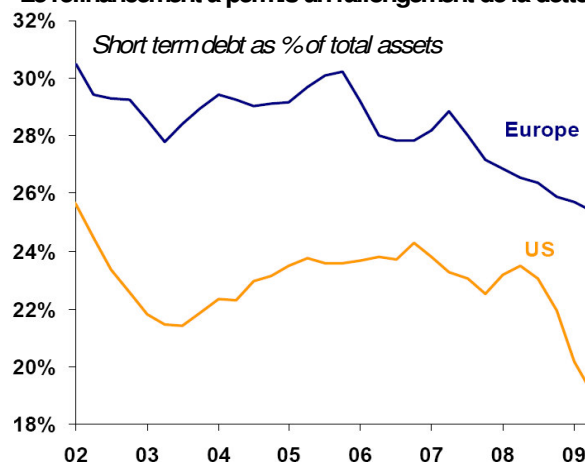
Du côté du marché **High Yield**, pas de changements dans les tendances principales, avec des investisseurs encore demandeurs de papier, des fonds qui enregistrent toujours des flux en entrée et des émissions qui continuent à un rythme soutenu, ce qui est visible de plus en plus pour le marché européen également. La capacité de refinancement, surtout pour les entreprises les plus fragiles, permet d'écarter la problématique des défauts dans le court terme, avec maintenant des échéances de dette qui commenceront à être importantes à partir de 2011. **Le momentum court terme reste donc positif au HY, et cela devrait encore être le cas en début 2010. Toutefois, des inquiétudes existent toujours à moyen terme, car notre scénario d'une croissance molle en dessous du potentiel ne nous permet pas d'être aussi optimistes sur l'environnement général et sur les prévisions des taux de défaut.**

Les entreprises américaines réduisent leur dette



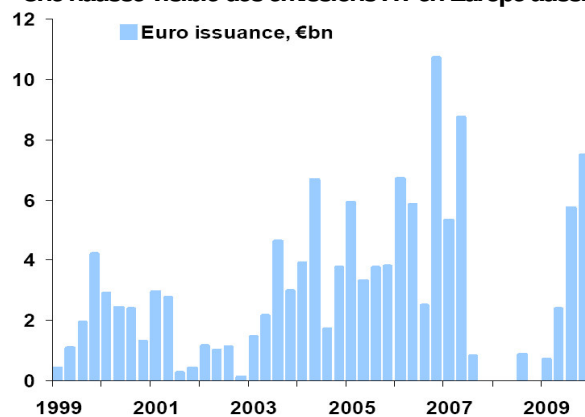
Source: Citigroup

Le refinancement a permis un rallongement de la dette



Source: Citigroup

Une hausse visible des émissions HY en Europe aussi



Source: Citigroup



MARCHE DES CHANGES

Renforcement progressif du dollar en 2010

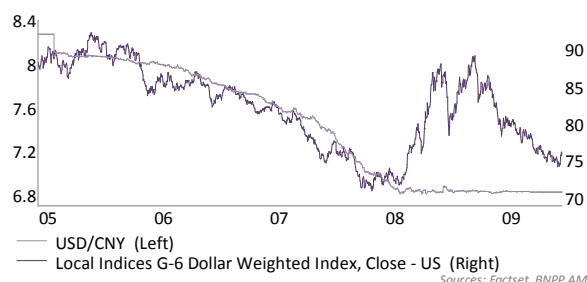
Le mois de novembre a été caractérisé par une remontée de la volatilité sur le marché des changes, l'indice VXY calculé par JP Morgan sur les devises du G7 passant à deux reprises au-dessus de 14%, seuil qui n'avait pas été touché depuis près de quatre mois.

Le dollar devrait s'apprécier en 2010. Le marché des changes sera fortement impacté dans les prochains mois par l'évolution des politiques monétaires. Les incertitudes entourant les stratégies de sortie que les Banques centrales vont adopter pourraient entraîner une légère réduction de l'appétit pour le risque sur les marchés financiers et, par conséquent, sur le marché des changes. Le dollar pourrait aussi bénéficier de la baisse de son attractivité en tant que devise de financement des opérations de portage. Dans ce contexte, la publication de données économiques de nature à entraîner des anticipations de relèvement des taux directeurs (comme par exemple les chiffres de l'emploi) devrait provoquer une appréciation du dollar en dehors de toute autre considération.

Le yen restera relativement fort à court terme. La Banque du Japon s'est pour l'instant contentée d'interventions verbales alors que la parité USD/JPY est brutalement tombée sous 85 le 27 novembre (contre plus de 90 fin octobre). Une modification de sa politique monétaire annoncée début décembre, bien que minime, a toutefois correspondu avec le retour ponctuel de la parité vers 90. Le niveau de 85 suscite manifestement une certaine inquiétude des opérateurs. L'appréciation du yen résulte de données économiques jugées encourageantes (en particulier une baisse inattendue du taux de chômage), qui ne reflètent toutefois pas la situation déflationniste à laquelle est confrontée l'économie japonaise. **Il se peut que le yen continue à profiter de certains éléments économiques à court terme** mais une faible productivité et la perspective de voir les taux maintenus à de très bas niveaux pour les prochaines années devraient commencer à affaiblir quelque peu la devise courant 2010.

La réévaluation du yuan n'est pas pour demain. En 2009, la Chine a résisté aux multiples pressions pour laisser le cours du yuan s'apprécier. Compte tenu du niveau relativement bas de l'excédent commercial chinois (en baisse de 32% sur onze mois par rapport à la période équivalente en 2008) et de l'absence de pressions inflationnistes, il est peu probable que les autorités chinoises fassent preuve de flexibilité et ne décident de renoncer à l'arrimage *de facto* du yuan au dollar. En outre, dans le contexte actuel, une telle réévaluation du yuan conduirait la Banque centrale chinoise à réduire ses achats de dollars sur le marché, ce qui conduirait inévitablement à une forte appréciation de l'euro face au dollar. **Pour ces raisons à la fois économiques et politiques, nous croyons fermement que le yuan restera stable à 6,83 face au dollar dans les prochains mois.** Une petite concession pourrait être faite en toute fin d'année 2010.

Stabilité du yuan



Stratégie à adopter pour 2010. Le scénario économique pour l'année à venir est de nature à réduire graduellement le niveau, aujourd'hui extrêmement élevé, de corrélation entre faiblesse du dollar et appétit pour le risque. Dans ce contexte, il sera plus difficile en 2010 de se laisser porter par une tendance sur telle ou telle devise ou par un thème unique d'investissement sur le marché des changes (comme par exemple le portage).

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2008	03-Dec-09	1Q 2010		2Q 2010		3Q 2010		4Q 2010	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.39	1.51	1.45	1.50	1.45	1.50	1.40	1.45	1.40	1.45
	USD / JPY	91	88	90	95	95	100	95	100	100	105
	USD/CAD	1.23	1.05	1.07	1.12	1.10	1.15	1.10	1.15	1.10	1.15
	AUD/USD	0.70	0.93	0.90	0.95	0.90	0.95	0.85	0.90	0.85	0.90
	GBP / USD	1.44	1.66	1.62	1.72	1.64	1.74	1.68	1.78	1.68	1.78
	USD / CHF	1.06	1.00	1.02	1.05	1.05	1.08	1.09	1.12	1.09	1.12
EUR Block	EUR / JPY	126	133	133	140	140	148	135	143	143	150
	EUR / GBP	0.97	0.91	0.86	0.91	0.85	0.90	0.80	0.85	0.80	0.85
	EUR / CHF	1.48	1.51	1.50	1.55	1.55	1.60	1.55	1.60	1.55	1.60

Source: BNPP AM as of 3/12/2009



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

Légère surpondération maintenue

L'environnement macro-économique et monétaire demeure favorable.

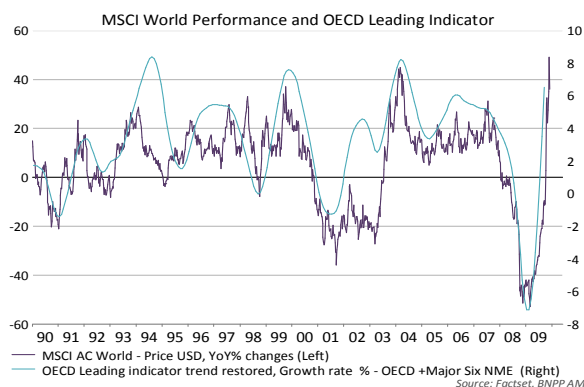
Les marchés continuent à faire preuve de nervosité face à la perspective de sorties des politiques monétaires et fiscales ultra accommodantes. Ainsi, la publication récente de chiffres de l'emploi très encourageants et bien meilleurs qu'attendu aux Etats-Unis n'ont pas déclenché une forte accélération de marché, en raison de l'incertitude sur la soutenabilité de la croissance une fois ces stimuli retirés. Nous pensons toutefois que la réduction des mesures non conventionnelles sera très progressive et que les Banques centrales prendront soin de ménager les marchés et veilleront particulièrement à leur communication. Quant aux remontées de taux, nous continuons à les anticiper pour la fin de l'année 2010 au plus tôt, dans un environnement de pressions inflationnistes toujours limitées et d'une économie mondiale encore convalescente. Ceci reste positif pour les marchés actions, au moins jusqu'au premier trimestre de cette même année. **Par ailleurs, si le momentum de surprises et d'amélioration des chiffres d'activité économique perd clairement de sa vigueur, il demeure pour le moment encore légèrement positif et donc également favorable aux marchés actions.**

Dans un contexte d'amélioration continue de l'activité des pays émergents et d'une reconstitution des stocks encore à venir, les indicateurs PMI toujours ancrés au-dessus du seuil d'expansion économique de 50 laissent augurer d'une poursuite de la croissance des pays développés au cours du premier semestre 2010, d'autant plus que de nombreuses mesures exceptionnelles de soutien à la consommation et au secteur immobilier résidentiel ont été prolongées ou sont sur le point de l'être.

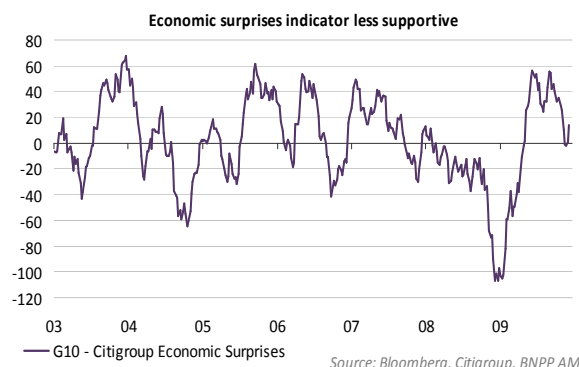
Forte croissance des résultats attendue en 2010.

Après une saison de publication de résultats très favorable en termes de surprises positives, en particulier aux Etats-Unis, qui a montré une amélioration des chiffres d'affaires en plus de marges solides, nous pensons que les résultats des entreprises demeureront bien orientés en 2010 pour plusieurs raisons. Le potentiel d'amélioration des marges s'amenuise clairement alors que les coûts ont déjà été drastiquement réduits et que le *pricing power* reste faible, mais il n'est pas encore totalement épuisé. Par ailleurs, la seule fin du destockage – sans même anticiper une reconstitution importante des stocks – et la reprise cyclique attendue des dépenses d'investissement (après une phase de fort sous-investissement) constitueront temporairement un soutien supplémentaire pour les chiffres d'affaires.

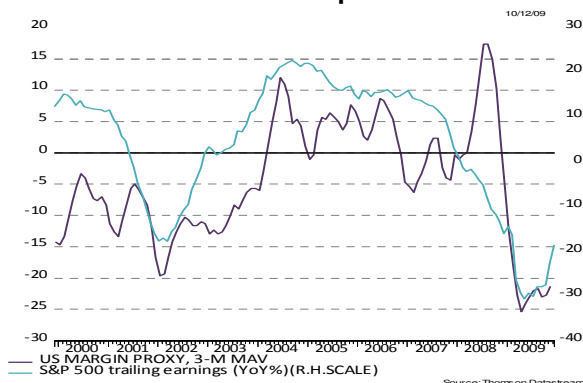
Les marchés demeurent soutenus par le rebond économique...



...et des surprises toujours légèrement favorables



Le potentiel d'amélioration des marges n'est pas encore totalement épuisé



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

Cette amélioration cyclique conjuguée à un effet de base très important permet d'anticiper une progression très significative, en pourcentage, des résultats des entreprises en 2010 même si le niveau atteint demeurerait toujours inférieur au pic de 2007. Notre modèle économétrique, relativement prudent, anticipe ainsi une hausse de 13.5 % pour les résultats des entreprises américaines en 2010, contre une progression de 25 % attendue par le consensus des analystes sur la même période.

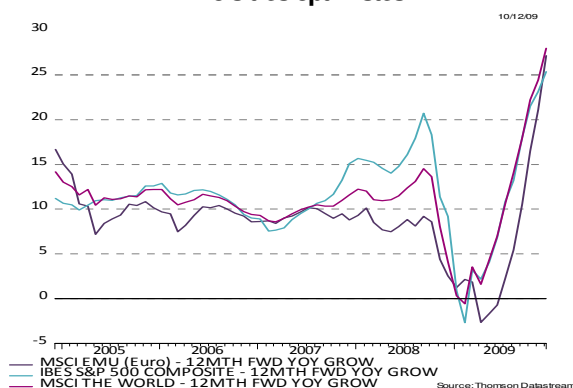
De plus, le momentum de révision des anticipations de progressions bénéficiaires demeure lui aussi positif et devrait continuer encore quelques temps sur cette tendance grâce à la bonne tenue des indicateurs d'activité, et donc offrir un soutien supplémentaire au marché pour encore quelques mois.

Au-delà, à partir du milieu de l'année prochaine, alors que la progression de l'emploi et des salaires restera faible et que le désendettement des ménages se poursuivra, en particulier aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, les pressions sur la consommation des ménages, et donc sur la progression des ventes, demeureront fortes. Celles-ci seront exacerbées par une attitude progressivement moins généreuse des gouvernements qui devront tôt ou tard commencer à implémenter des mesures destinées à réduire leurs déficits et dettes. Nous pensons toutefois que ceci ne se fera pas avant la fin de l'année 2010, et ne devrait donc pas trop impacter les marchés en première partie d'année.

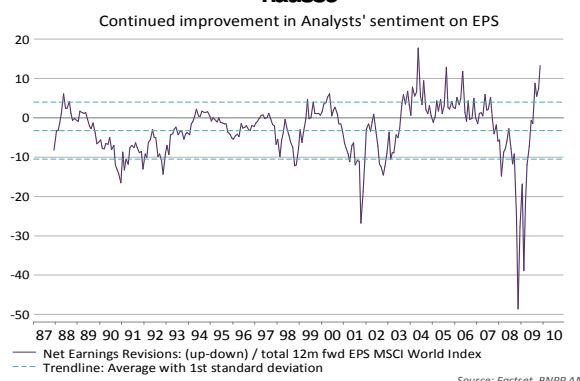
Valorisation toujours neutre en agrégé, mais potentiel très limité d'expansion des multiples.

Les ratios de valorisation se sont mécaniquement dégradés au cours du *rally* des neuf derniers mois, sans toutefois retrouver des niveaux excessifs. Les P/E prospectifs à 12 mois ou les ratios P/B se situent à des niveaux proches – mais encore inférieurs – de leurs moyennes de longue période. Par ailleurs, le faible niveau d'inflation actuel et une anticipation d'accélération très modérée de la progression des prix au cours des prochains trimestres, correspond à une configuration très favorable pour les niveaux de valorisation et justifie largement les niveaux actuels. Quant aux ratios corrigés du cycle des bénéfices, tels que les P/E « Shiller » ou « Graham & Dodd », ils s'établissent aujourd'hui légèrement au-dessus de leur moyenne historique.

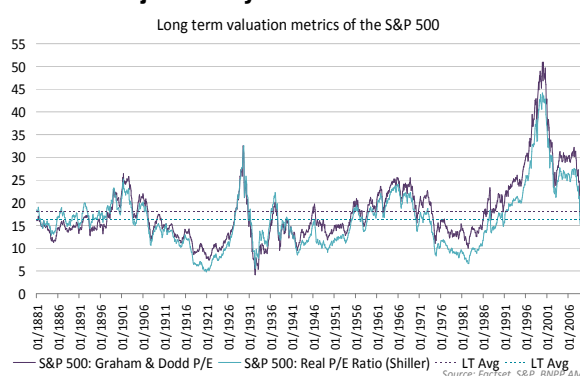
Des anticipations de progression bénéficiaires à 12 mois très optimistes



Des révisions de bénéfices toujours orientées à la hausse



P/E ajusté du cycle du marché américain



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

Dans l'ensemble, les valorisations ne sont donc pas excessives mais ne constituent certainement plus un catalyseur pour les marchés actions. Ainsi, le potentiel d'expansion supplémentaire de ces multiples nous paraît très limité dans un contexte d'incertitudes sur les perspectives d'activité au-delà du rebond cyclique actuel, d'autant plus qu'une phase de sortie de récession – qui correspond à la situation actuelle au sens technique et sans préjuger de l'évolution future de l'économie – coïncide généralement avec un pic des niveaux de valorisation.

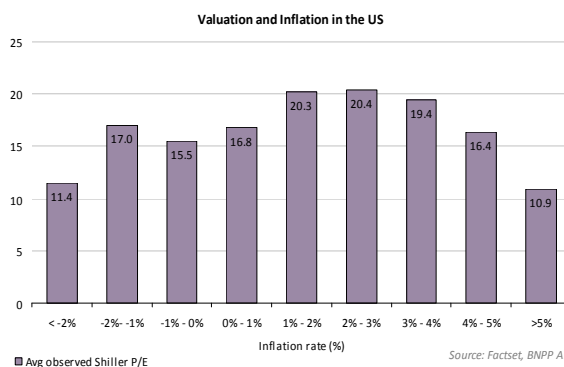
Des facteurs techniques toujours favorables, mais de moins en moins.

Les indicateurs de tendance à long terme tels que l'indice Coppock mais surtout les moyennes mobiles longues délivrent toujours un message haussier. Le degré de participation au mouvement de hausse, le « breadth » du marché, ne témoigne pas encore d'un essoufflement du mouvement haussier, mais son niveau extrêmement élevé depuis plusieurs mois maintenant le rend de plus en plus fragile.

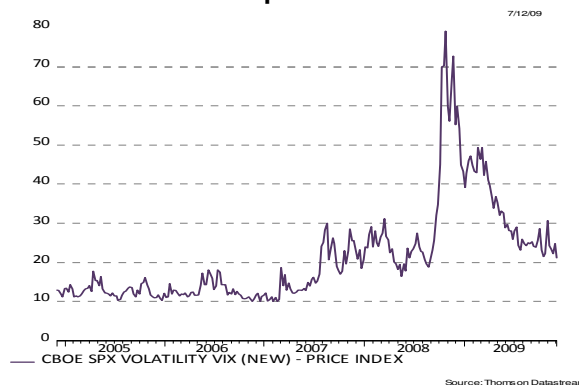
Si les indicateurs de sentiment à court terme sont devenus relativement optimistes et incitent donc à une certaine prudence, le niveau général d'aversion au risque demeure élevé par rapport au milieu de la dernière décennie et donc fondamentalement porteur. Les investisseurs de long terme (assureurs, fonds de pension) restent prudents face aux marchés actions et relativement peu exposés sur cette classe d'actif. Si nous n'anticipons pas une hausse sensible de l'exposition stratégique des institutionnels aux actions, la faiblesse des rendements du cash et des emprunts d'Etat pourraient cependant les inciter à revenir progressivement sur ce marché, éventuellement sur une correction des cours temporaire, ce qui constitue un soutien structurel. Enfin, des conditions très favorables aux opérations de fusion/acquisition sont toujours en place, ce qui permet d'envisager une ré-accélération de cette activité au cours des prochains mois.

Si nous considérons donc toujours que le potentiel de progression des actions n'est pas encore totalement épuisé pour les prochains mois, les facteurs de risque, connus, vont prendre de plus en plus d'importance au cours de l'année 2010 et progressivement peser sur la hausse des marchés tout en augmentant leur volatilité.

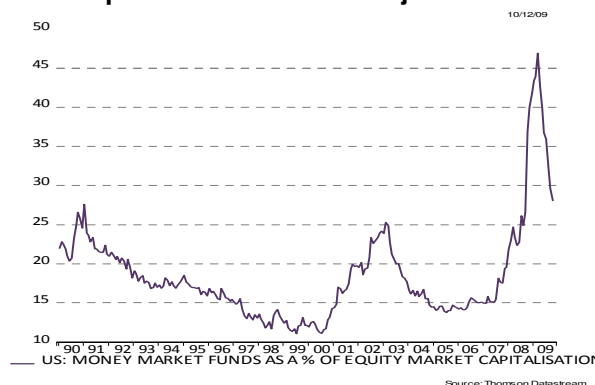
Les marchés sont correctement valorisés dans le contexte d'inflation actuel



L'aversion au risque a beaucoup baissé mais demeure historiquement élevée



Une exposition relative en cash toujours très élevée



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

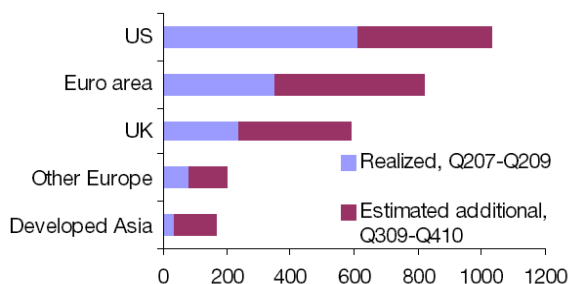
Un risque sur la pérennité de la croissance au-delà du rebond actuel. L'affaiblissement anticipé des stimuli fiscaux, la poursuite du désendettement du secteur privé, le niveau élevé du chômage sont autant de facteurs soulignant la fragilité de la reprise en cours. Ceci pourrait devenir d'autant plus préoccupant que le système bancaire demeure très affaibli par la crise et continuera à subir de fortes contraintes en raison de la combinaison de dépréciations d'actifs supplémentaires et d'exigences réglementaires plus contraignantes, en termes de solvabilité notamment. Cette contrainte sur le financement de l'économie mondiale sera d'autant plus accentuée que les Etats vont progressivement durcir leurs politiques budgétaires.

Parallèlement, le risque d'un retrait des politiques dites non conventionnelles et/ou de remontées des taux des Banques centrales qui seraient perçus comme prématurés par les investisseurs continue de peser sur les marchés. A court terme, celui-ci semble toutefois pouvoir être écarté. Les Banques centrales ont parfaitement conscience de l'enjeu et savent qu'une nouvelle crise financière et boursière serait fatale à la reprise naissante. Leur communication à cet égard demeure donc très prudente et rassurante pour le marché comme en témoigne, par exemple, le niveau toujours extrêmement bas des rendements des bons du Trésor américain à deux ans.

Conclusion. Au final, nous pensons donc que le potentiel de progression des actions n'est pas encore totalement épuisé mais qu'il devrait être concentré sur la première partie de l'année 2010. Nous demeurons donc légèrement exposés sur cette classe d'actif. Ensuite et au-delà de l'amélioration conjoncturelle en cours, les craintes sur les faiblesses structurelles de l'économie reviendront au premier plan et généreront une volatilité de plus en plus importante sur les marchés boursiers.

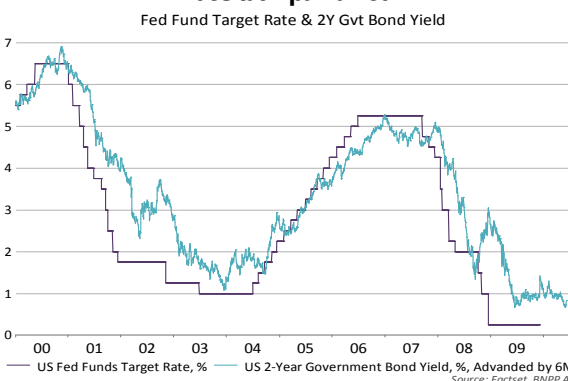
Les amortissements et pertes additionnels du secteur bancaire restent conséquents

Realized & Expected Bank Writedowns/Loss Provisions
 By region, Q207-Q410, US\$ billions



Source: IMF. Developed Asia: Australia, Hong Kong, Japan, NZ and Singapore
 Other Europe: Denmark, Iceland, Norway, Sweden and Switzerland.

Le marché n'anticipe pas encore de hausse imminente des taux par la Fed



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

Rester à l'écart du Japon et du Canada ; privilégier la zone euro et le Royaume-Uni

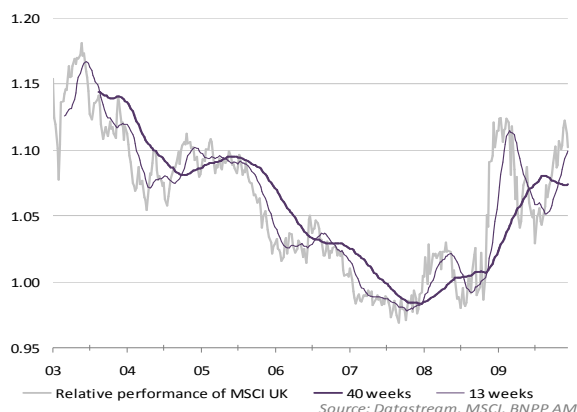
Surexposition aux marchés européens. La sensibilité de la zone euro à la reprise du commerce mondial devrait soutenir l'accroissement des bénéfices, malgré un euro fort qui semble toutefois être en partie reflété dans des valorisations relatives plus faibles. Nous avons légèrement augmenté le pari positif sur le marché britannique. La politique monétaire demeure très accommodante, la dynamique de révisions des BPA est positive, grâce notamment à la faiblesse de la livre qui soutient la croissance des bénéfices réalisés à l'étranger (un peu plus de 55 % du chiffre d'affaires des sociétés du FTSE 100). De plus, la valorisation est attractive tant en absolu qu'en termes relatifs. Ces facteurs devraient permettre à ce marché de surperformer en dépit d'un contexte économique difficile. A contrario, l'exposition de la Suisse est abaissée à neutre. La reprise de l'activité et le momentum bénéficiaire sont favorables mais la persistance d'incertitudes pesant sur le secteur financier suisse et la fermeté de la devise nous incitent à plus de prudence.

Neutre à légèrement positif sur le marché américain en raison d'un *policy mix* qui devrait rester très accommodant. En effet, nous n'anticipons pas de resserrement monétaire rapide de la Fed. En outre, les révisions à la hausse des prévisions de croissance bénéficiaire continuent d'être importantes, grâce à l'impressionnante réduction des coûts et à la faiblesse du dollar (impact positif sur les exportations et les bénéfices rapatriés). Toutefois, comparativement aux autres bourses de notre univers, la valorisation ne constitue pas encore un facteur de soutien.

Neutralité sur l'Australie. L'impact positif sur la croissance de l'exposition à la reprise asiatique et l'amélioration des révisions bénéficiaires sont contrebalancés par la poursuite du resserrement monétaire et une valorisation chère en termes relatifs. De plus, le momentum de prix relatifs est devenu négatif.

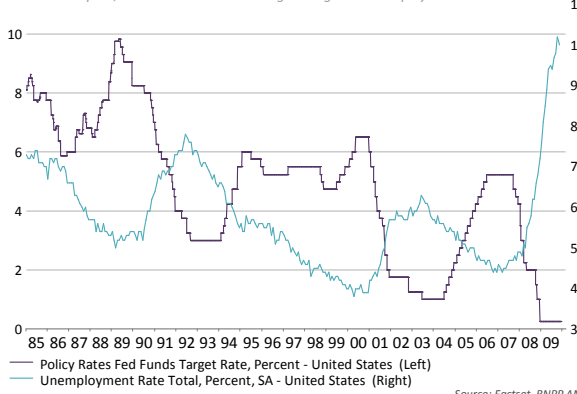
Maintien de la sous-exposition au Canada et au Japon. Le marché canadien reste cher en termes relatifs et les révisions des perspectives de bénéfices sont moins favorables. **Au Japon, les perspectives d'activité sont médiocres et l'inflation de retour dans le rouge alors même que la vigueur du yen pénalise les exportations et commence à peser sur les profits des sociétés qui étaient ces derniers mois fortement revus à la hausse.** Le momentum de prix relatifs est toujours négatif. A très court terme toutefois, le marché japonais –survenu et en nette sous-performance– pourrait bénéficier des nouvelles mesures prises par les autorités (nouvelle relance fiscale de 1,5 % du PIB et ligne de crédit pour les banques) de même que les attentes de mesures quantitatives de la BoJ qui pourraient affaiblir le yen.

UK : tendance positive des prix relatifs

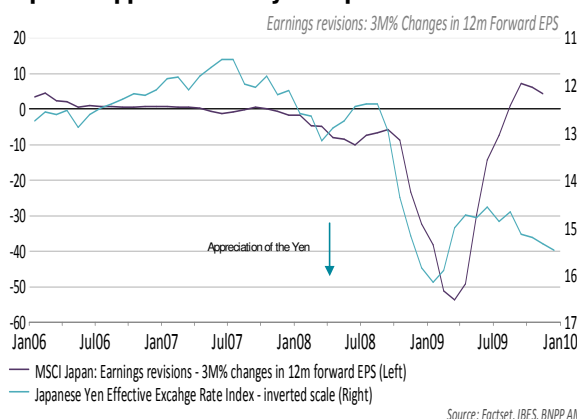


USA: pas de resserrement monétaire en vue

In the past, the Fed has not started tightening until unemployment rate declines



Japon : l'appréciation du yen va peser sur les bénéfices



MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

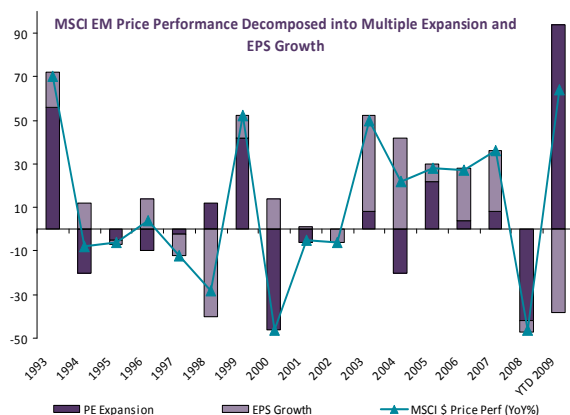
Phase de transition du cycle économique = volatilité supérieure

Les problèmes financiers de Dubaï offrent une analyse intéressante sur les marchés émergents. En effet, le coût d'assurance sur les emprunts des pays BRIC (CDS), un bon proxy de l'aversion au risque émergent, est resté relativement stable, alors que ce même indicateur a rebondi à la hausse pour les économies développées, pour des raisons différentes certes. Cela illustre bien que les marchés émergents sont devenus plus matures et les investisseurs plus sélectifs.

L'évolution des indices émergents sera plus volatile et la tendance moins claire. Historiquement, les marchés émergents délivrent le maximum de leur performance dans la phase haussière des indicateurs avancés, correspondant aussi à un momentum positif des données économiques. Dans certains pays comme la Chine ou la Corée, la phase d'accélération maximale du cycle est probablement derrière nous, réduisant ainsi l'ampleur de la hausse au cours des prochains trimestres.

Nos modèles de cycle montrent un certain essoufflement de la surperformance des marchés émergents par rapport aux marchés développés. Les indicateurs de tendance sont aussi devenus moins vigoureux et leur pertinence diminue à mesure que les indices poursuivent leur évolution sans tendance. Finalement, l'analyse chartiste met en garde contre d'importants niveaux de résistance rendant difficile la poursuite de la hausse sans une brève période de consolidation. A moyen terme et selon la même méthodologie, l'indice émergent a le potentiel de revenir vers ses niveaux de printemps 2008 dans le courant 2010, soit un gain de 20 %

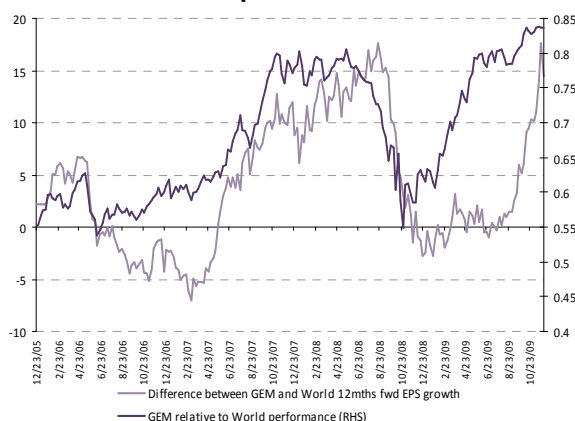
Marchés émergents : performance uniquement basée sur l'expansion des multiples



La valorisation des marchés émergents est devenue correcte selon les critères traditionnels de valorisation. En effet, la majorité des multiples sont revenus vers leur

moyenne historique et sont désormais comparables à ceux des marchés développés. Par contre, la rentabilité des fonds propres (13,6% contre 14,8% pour le monde développé mais au prix d'un effet de levier très supérieur) est revenue à des niveaux d'avant la crise grâce à une amélioration des marges bénéficiaires, à une meilleure rotation des actifs tout en abaissant le niveau des risques grâce à un taux d'endettement inférieur. Les perspectives bénéficiaires sont toujours excellentes et devraient même justifier une prime. Le consensus anticipe une progression des bénéfices sur les marchés émergents de 27 % et 19 % pour 2010 et 2011, respectivement, alors que les révisions sont toujours fortement orientées à la hausse. Comme les perspectives de croissance sont meilleures pour les économies émergentes, leurs bourses devraient offrir une croissance supérieure dans le long terme.

Surperformance des émergents justifiée par la croissance supérieure des bénéfices



Finalement, les conditions financières et monétaires demeurent toujours très favorables. **Dans le cas asiatique, la diminution des risques déflationnistes et la stabilisation de la croissance, le recul des taux réels et de change ainsi que la hausse du prix des actifs financiers continuent d'offrir des soutiens puissants aux bourses.** Dès lors, les risques de bulles dans les marchés émergents ne peuvent être exclus pour les prochains semestres. En effet, la croissance modérée des économies développées et le faible rendement des actifs qui en résulte vont encourager la réallocation des fonds vers les zones à forte croissance comme l'Asie et les autres économies émergentes. De plus, la thématique des émergents est devenue consensuelle tandis que beaucoup d'investisseurs sont encore sous-exposés sur ces marchés, offrant un potentiel d'afflux de nouvelles liquidités.

MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

Au niveau des marchés individuels, nous maintenons toujours une préférence pour la **Chine**. La normalisation des politiques économiques après une année extraordinaire en termes de plans de relance est bénéfique pour la stabilité de la croissance. Mais cette phase de transition, avec toutes ses incertitudes, va aussi entraîner une augmentation de la volatilité sur les actifs financiers. La décélération du taux de croissance des prêts bancaires (35 % en 2009) vers un niveau plus réaliste, éventuellement vers sa moyenne historique de 17 % par an, et surtout le timing de leur retrait, constituent un frein supplémentaire à l'envolée des bourses, même s'il est vrai que ces orientations concernent principalement les entreprises publiques tandis que le secteur privé jouit toujours d'une activité soutenue. Rappelons que le secteur financier représente plus de 40 % de la capitalisation boursière. La valorisation est correcte et correspond à sa tendance sur quatre ans. Les révisions de bénéfices sont bien orientées et la liquidité est encore très abondante.

Chine : dangereuse corrélation entre prêts bancaires et bourse



La performance de la **Corée** par rapport à l'univers émergent a été très décevante, surtout compte tenu des très bons chiffres économiques, souvent bien supérieurs aux attentes. Nous pensons que la mauvaise performance est associée aux prises de profits des investisseurs locaux, trop empressés de prendre des profits (ou minimiser les pertes) quand l'indice Kospi est revenu vers ses niveaux pré-crise financière. Cette pression vendeuse devrait diminuer, et le marché devrait mieux refléter les fondamentaux économiques et de valorisation. Cette dernière offre une décote similaire à 2005. Les bénéfices devraient progresser de plus de 30 % en 2010, après un bond de 54 % en 2009. Enfin, l'économie coréenne est devenue plus sensible à la demande des pays du BRIC que des pays du G3, ce qui permet un potentiel de croissance supérieur. Quant à **Taiwan**, nous avons abaissé l'exposition

à très légèrement négatif pour des raisons techniques et de valorisation relative à l'univers émergent. C'est un marché principalement technologie et la bonne orientation des ventes de semi-conducteurs assure un important rebond des bénéfices, depuis des niveaux très déprimés certes. Nous pensons que ces bonnes perspectives sont déjà en partie dans les prix, comme le suggère le fort momentum de révision des bénéfices.

Won coréen : encore très sous-évalué

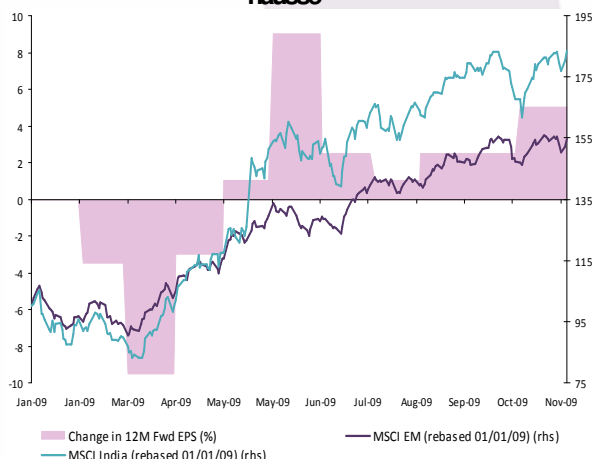


L'indice de la bourse **indienne** a quasiment doublé depuis son plus bas en mars. En effet, les afflux de capitaux étrangers ont atteint 15 milliards de dollar depuis le début d'année et pourraient surpasser le plus haut niveau historique de 17 milliards atteint en 2007. Les perspectives économiques indiennes particulièrement favorables devraient continuer de soutenir la croissance des bénéfices, et ainsi prolonger l'attrait du pays aux yeux des investisseurs étrangers. De plus, les inquiétudes liées à la montée de l'inflation et à la stratégie de sortie de la politique monétaire et fiscale expansive qui prévalaient au cours des deux derniers mois, semblent être désormais intégrées dans le prix des actions indiennes. Nous anticipons un prolongement de la tendance haussière du marché mais à un rythme plus modéré et plus volatil. Aussi, étant donné la forte exposition de la bourse indienne à l'économie domestique, **nous avons ramené notre position à un niveau légèrement positif** en tant que pari contre une performance limitée des marchés émergents.

MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

Inde : les révisions des bénéfices sont encore à la hausse



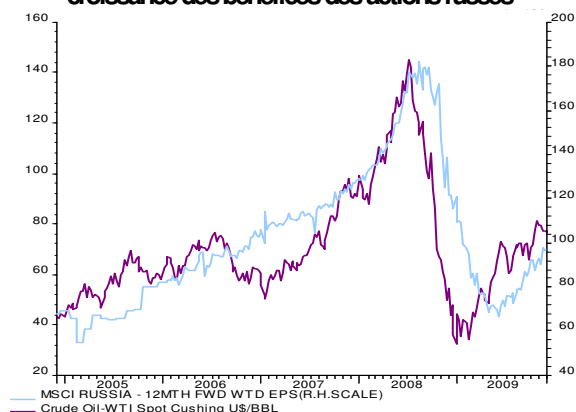
Nous sommes revenus à une exposition neutre sur le marché **brésilien**, considérant la forte reprise économique du pays. L'appréciation du *real* demeure une préoccupation importante pour les autorités qui pourraient implémenter de nouvelles mesures pour stopper la hausse de la devise en cas de besoin. Cependant, l'impact de ce type de mesure sur le marché actions devrait rester limité. Par ailleurs, les valorisations demeurent moins attractives relativement aux autres marchés émergents.

Brésil : Les valorisations sont moins attractives



Nous conservons une position neutre sur la **Russie**, considérant que le potentiel de hausse du prix du pétrole est limité. Les niveaux de valorisation sont attractifs mais les estimations de croissance des bénéfices souffrent toujours de la morosité de l'économie russe.

Russie : forte corrélation entre le prix du pétrole et la croissance des bénéfices des actions russes



La valorisation des actions **turques** demeure toujours attractive en termes relatifs mais le cycle de baisse des taux arrive à sa fin. Une forte reprise des dépenses et crédits à la consommation est attendue et devrait soutenir à moyen terme les bénéfices du secteur bancaire qui représente la moitié de l'indice turc. Cependant, à l'heure actuelle, la confiance des consommateurs demeure faible. Aussi, les indicateurs de tendance et de croissance des bénéfices ne sont pas les mieux orientés en termes relatifs. **Nous poursuivons donc la réduction de notre pari pour aboutir à une note légèrement négative sur la Turquie.**

La conjoncture économique de **l'Afrique du Sud** s'est récemment améliorée. En effet, le PIB affiche une hausse de 0,9 % q/q pour le T3 ce qui devrait marquer la fin de la récession débutée il y a un an. Aussi, pour la première fois depuis 18 mois le PMI se trouve au-dessus de 50. Cependant, l'Afrique du Sud se trouve toujours en retard par rapport aux autres pays dans la phase de reprise du cycle économique. **L'Afrique du Sud est notre principal pari négatif dû à la combinaison défavorable d'une devise forte, d'un taux de chômage croissant et de risques élevés sur les bénéfices des entreprises.** Nous continuons cependant à réduire l'importance de notre pari considérant que la sous-performance de ce marché est entamée depuis longtemps et devrait se retourner dans les mois à venir.

STRATEGIES ALTERNATIVES

Matières premières

Nous réduisons notre exposition aux matières premières

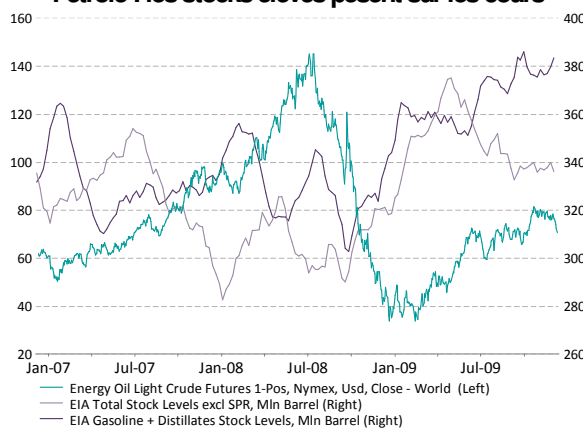
L'amélioration de la demande de produits pétroliers a déçu les investisseurs en novembre. Seule la conjonction d'une forte réduction des importations de **pétrole** et de l'activité des raffineurs a permis d'éviter une hausse importante des stocks. La reprise économique devrait soutenir la demande de produits pétroliers (notamment de diesel) dans les prochains mois. L'arrivée de l'hiver sur la côte Est des Etats-Unis constitue un facteur de soutien. Cependant, après le rebond spectaculaire des cours du pétrole en 2009, le marché attendra probablement des signes concrets d'amélioration avant de reprendre sa marche en avant. Nous restons **neutres sur le pétrole**, dans l'attente d'un point d'entrée intéressant.

Après avoir atteint des niveaux record dans la plupart des devises des pays développés, les cours de **l'or** ont montré quelques signes de fragilité. Dans un premier temps, ce sont les craintes autour de Dubaï qui furent à l'origine d'une forte correction « intra-day » des cours, ce qui nous a amené à **couper notre exposition sur le métal**. En effet, l'or a bénéficié d'un intérêt très fort de la part des spéculateurs au cours des dernières semaines et les mouvements de liquidité ont un impact grandissant sur les cours (à la hausse comme à la baisse). Dans une période marquée par des volumes moins importants, ces mouvements peuvent être violents. Ainsi, ces derniers jours, la légère appréciation du dollar a servi de prétexte à une liquidation de positions sur l'or, entraînant les cours 100\$ en dessous des niveaux records de la semaine précédente.

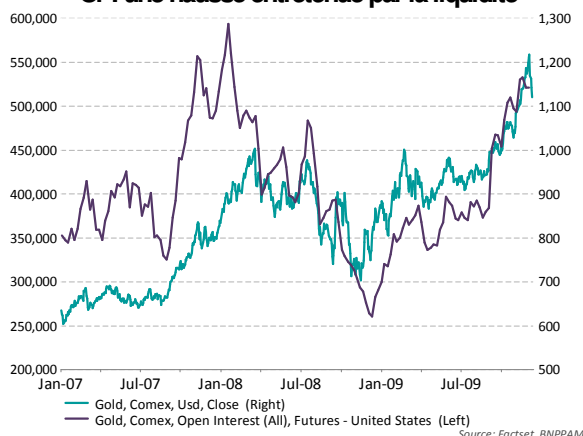
Nous **conservons une sous-pondération** sur les **métaux de base**. En effet, si l'amélioration du climat économique devrait se poursuivre et permettre le rebond de l'activité industrielle dans les pays de l'OCDE, certains facteurs de risques existent à court terme. Comme pour les métaux précieux, la liquidité a été un facteur important de la hausse des cours et la fin d'année pourrait être moins favorable à cet égard. D'autre part, le re-balancement des grands indices de matières premières devrait conduire à une baisse de la pondération des métaux de base, ce qui pourrait entraîner une sous-performance à court terme. Cependant, l'environnement reste favorable aux métaux industriels et une correction pourrait constituer une opportunité d'achat.

Nous **continuons de réduire légèrement notre exposition positive** aux **céréales**. Après des récoltes difficiles en raison d'une météo peu favorable, les investisseurs guettent avec attention les signaux autour de la demande, notamment à l'exportation. Si le soja devrait continuer de profiter des fortes importations de la part de la Chine, le blé pourrait souffrir de la compétitivité d'autres pays, d'autant que les mouvements du dollar sont actuellement moins favorables. On surveillera également l'évolution des positions spéculatrices qui ont fortement rebondi.

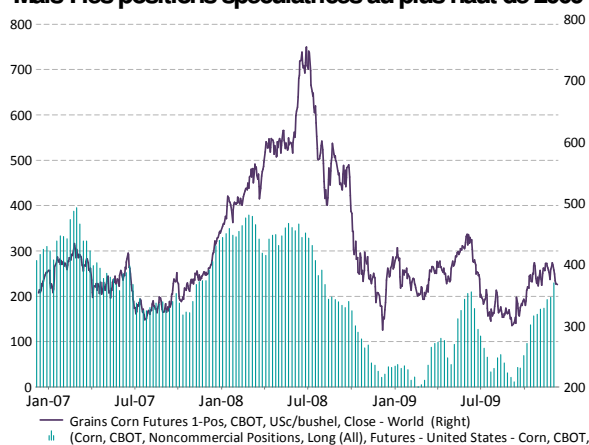
Pétrole : les stocks élevés pèsent sur les cours



Or : une hausse entretenue par la liquidité



Maïs : les positions spéculatrices au plus haut de 2009





AVERTISSEMENT

Le présent document est émis par BNP Paribas Asset Management (BNPP AM), membre de BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**, à titre d'information uniquement. Il ne constitue pas une offre de vente ni une sollicitation d'achat, et ne doit pas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit, ni être considéré comme un conseil d'investissement.*

L'information et les opinions contenues dans ce document sont basées, entre autres, sur des sources publiques sur lesquelles BNPP AM pense de bonne foi pouvoir se fonder, étant toutefois précisé que BNPP AM ne peut garantir l'exactitude et le caractère exhaustif de cette information. Les opinions exprimées dans ce document constituent le jugement de BNPP AM au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Elles ne doivent pas être considérées comme faisant autorité ni se substituer au jugement personnel du destinataire, et ne sauraient constituer la seule base d'évaluation des stratégies ou des instruments évoqués dans ce document. Les performances passées ne constituent pas un engagement sur les performances futures. Nulle société du groupe BNP Paribas ne saurait être tenue responsable pour toute perte, directe ou indirecte résultant de l'utilisation de tout ou partie de l'information contenue dans le document. Toute société du groupe BNP Paribas peut, dans les limites légales, avoir agi soit sur la base ou utilisé les informations contenues dans le présent document, soit dans les recherches ou analyses sur lesquelles le document est basé avant sa publication. Ce document est réservé à l'usage de ses destinataires et ne peut être transmis ou utilisé par un tiers sans l'accord écrit de BNPP AM. De plus toute traduction, adaptation, reproduction partielle ou totale de ce document, par quelque procédé et quelque pays que ce soit, est interdite sans l'accord écrit de BNPP AM.

** 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 simplifiée, au capital de 62 845 552 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 l'entité Partenaire locale.*

