

Comité du 5 mars 2010

Un petit peu moins de nervosité depuis un mois

La forte correction du début d'année s'est interrompue vers le 8 février pour faire place à une phase de retour au calme relatif, avec un reflux de l'aversion au risque. Les indices boursiers ont rebondi mais le mouvement n'est pas homogène et le retour à la situation qui prévalait avant la baisse n'est pas complet. Deux des principales sources d'inquiétude à l'origine de la baisse des actions en janvier sont toujours présentes : craintes pour la Grèce, malgré l'engagement pris par les autorités européennes d'apporter un soutien si nécessaire, et données économiques plutôt décevantes.

En ce qui concerne la Grèce, après plusieurs semaines au cours desquelles les déclarations officielles sont restées assez floues, l'annonce le 3 mars d'un nouveau volet de mesures très restrictives visant à remplir les engagements de réduction du déficit a été plutôt bien perçue. Cependant même après l'émission obligataire grecque de 5 milliards d'euros largement sursouscrites, des incertitudes demeurent. Par ailleurs, les indicateurs économiques se sont révélés décevants, surtout dans la zone euro où la sortie de récession se fait à un rythme très modeste et semble reposer largement sur la demande externe. L'économie américaine continue de son côté de bénéficier de la reprise industrielle mais l'emploi et le marché immobilier montrent toujours des signes de faiblesse et le discours des autorités monétaires sur la conjoncture reste très prudent.

A court terme : conserver la position sur les actifs risqués

Les investisseurs adaptent peu à peu leur scénario aux nouvelles informations. L'hypothèse d'un ralentissement progressif de la croissance mondiale s'impose peu à peu alors que le rebond industriel ne parvient pas à se diffuser à l'ensemble de l'économie dans les pays développés. Du côté de la politique monétaire, le retrait progressif des mesures exceptionnelles de financement montre qu'elles ne sont plus nécessaires parce que le fonctionnement du marché s'est amélioré. Enfin les investisseurs devraient prendre conscience que, pour des raisons politiques, la Grèce ne sera pas abandonnée par ses partenaires européens.

Ainsi, même si les thèmes dominants restent sensiblement les mêmes depuis le début de l'année, leur perception par les investisseurs pourrait varier au cours du temps, offrant dans un premier temps un répit aux marchés boursiers. Notons par exemple que deux sujets qui avaient contribué à la correction boursière de janvier, à savoir l'objectif de l'Administration Obama de réduire l'activité des banques sur les marchés financiers (« règles Volcker ») et les mesures de contrôle du crédit par la Banque de Chine, semblent avoir été « oubliés » par la suite.

Après trois à six mois, l'environnement paraîtra moins favorable

Les inquiétudes qui se sont manifestées récemment reflètent une réalité : ralentissement de la croissance dans les zones développées ; finances publiques dégradées qui imposent, sinon une cure d'austérité, du moins des efforts ; normalisation graduelle des politiques monétaires même si les taux directeurs vont rester bas au moins jusqu'à la fin de l'année. Même si, comme nous le pensons, les risques de retour de la récession et de faillite des Etats peuvent être éloignés, il est difficile d'imaginer que les investisseurs puissent rester durablement sereins face à ce nouveau cadre.

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.....	17
STRATEGIES ALTERNATIVES	20
Matières Premières	20
AVERTISSEMENT	21

Achévé de rédiger le 11 mars 2010

ALLOCATION D'ACTIFS

Décisions d'allocation

- Surexposition aux actions maintenue, avec toujours une préférence pour les marchés développés.
- Neutralité sur l'obligataire d'Etat : absence de pressions inflationnistes contrebalancée par la reprise cyclique et les nombreuses émissions. En relatif, privilégier les obligations US au UK.
- Surexposition au crédit : fondamentaux qui s'améliorent et facteurs techniques encore positifs, mais attention aux retournements dans un marché déjà très « long ».
- Surexposition à l'ensemble des matières premières avec un pari plus prononcé sur les métaux de base plus exposés à la reprise cyclique mondiale.

Arbitrage actions développées

- Adoption d'un pari négatif sur la zone euro. Malgré une valorisation relative attractive et l'exposition à la reprise du commerce mondial, les faibles perspectives de croissance domestique et la question de l'assainissement des finances publiques devraient continuer de pénaliser ce marché.
- Surpondération maintenue sur les USA (solide reprise industrielle, fort rebond des perspectives bénéficiaires et politique monétaire encore accommodante) et le UK (fragilités économiques compensées par l'impact positif de la faiblesse de la livre sur les exports et les bénéfices rapatriés et par une politique monétaire accommodante).

- Neutralité maintenue sur le Japon : relance budgétaire et exposition aux pays asiatiques à forte croissance mais pressions déflationnistes et yen fort pesant sur les perspectives bénéficiaires.
- Réduction de la sous-exposition au Canada en raison de notre vue plus positive sur les matières premières mais la vigueur du CAD et la valorisation relative militent pour la prudence. De même, légère réduction du pari négatif sur la Suisse : bonnes surprises économiques et momentum de prix relatifs positif.
- Sous-exposition à l'Australie maintenue : resserrement des conditions financières (politique monétaire et AUD fort) et valorisation relative chère.

Arbitrage actions émergentes

- Peu de changements ce mois-ci avec le maintien d'une préférence pour la Corée et Taiwan où les indices boursiers devraient profiter de la reprise mondiale, de perspectives bénéficiaires positives et d'une valorisation relative attractive.
- Pari légèrement négatif sur les BRIC, avec une sous-exposition à la Chine (essoufflement du momentum des révisions de bénéfices) et au Brésil (valorisation chère) et la neutralité sur l'Inde et la Russie.

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	0.1	1.1%	1.0%
Emerging Equities	0.1	0.6%	0.6%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0.0	0.0%	0.0%
Investment Grade	0.0	1.4%	1.4%
High Yield	0.1	0.9%	0.7%
COMMODITIES			
Brent Oil	0.1	0.4%	0.3%
Base Metals	0.1	0.6%	0.5%
Gold	0.0	0.3%	0.3%
Agricultural	0.0	0.3%	0.3%
Cash Euro		-5.6%	-5.1%
Module Total		0.0%	0.0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	1.00%
Real Ex-ante Volatility	0.78%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES1

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.2	2.1%	1.8%
Canada	0.0	-0.2%	-1.2%
Euroland	-0.1	-1.7%	1.4%
Japan	0.0	0.0%	-0.2%
UK	0.1	1.8%	1.2%
Switzerland	-0.1	-1.1%	-2.4%
Australia	-0.1	-0.8%	-0.7%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN 1

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.3	6.6%	6.4%
Euroland	0.0	-0.5%	-0.5%
Japan	0.0	-0.5%	-0.5%
UK	-0.3	-5.1%	-5.1%
Switzerland	0.0	-0.5%	-0.5%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

EQUITY EMERGING COUNTRIES 2

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	0.0	-0.4%	-0.5%
China	0.0	-0.5%	-0.3%
India	0.0	0.0%	-0.5%
South-Korea	0.0	1.6%	1.5%
Taiwan	0.0	0.9%	0.7%
Russia	0.0	0.0%	0.5%
South Africa	0.0	-1.2%	-1.6%
Turkey	0.0	-0.4%	0.3%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones développées

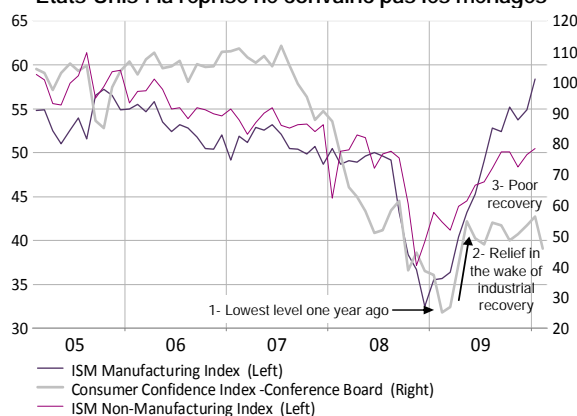
Aux Etats-Unis, l'activité manufacturière reste dynamique

L'indice ISM a légèrement baissé entre janvier (58,4) et février (56,5) mais demeure supérieur au seuil d'expansion de l'ensemble de l'économie (42) depuis 10 mois. L'activité manufacturière est en croissance depuis maintenant 7 mois et les commentaires plus qualitatifs ajoutés par les directeurs d'achats montrent que cette dynamique ne devrait pas s'essouffler à court terme (progression des commandes, hausse du prix des matières premières,...). L'indice reflétant l'emploi est passé au-dessus de 50 depuis trois mois sans que ce résultat ne se traduise pour l'instant par des embauches. Le secteur des services commence à rattraper en partie son retard (avec un indice à 53 en février). L'emploi dans le secteur (80 % du total) reste dégradé.

Ces enquêtes résument l'enjeu des prochains mois pour l'économie américaine : soit tous les secteurs profitent comme par le passé du rebond manufacturier et la croissance du PIB sera alors très solide jusqu'à la fin de l'année et même au-delà, soit **la reprise industrielle ne parvient pas à se diffuser pleinement à l'économie**. Nous privilégions cette seconde hypothèse sans pour autant conclure que la reprise actuelle ne sera qu'un feu de paille. Tout d'abord, la vigueur et la rapidité du rebond industriel reflètent l'effondrement survenu fin 2008. Ce phénomène transparait également dans le cycle des stocks, particulièrement marqué cette fois-ci tant dans la récession que dans la reprise. Ensuite, **l'emploi n'est pas au rendez-vous** et les entreprises ne semblent pas enclines à réembaucher aussi vite qu'elles ont procédé à des licenciements : 8,4 millions d'emplois ont été détruits en deux ans par rapport au point haut touché en décembre 2007 et seule une timide stabilisation est observable depuis 3 mois. Le recours au travail intérimaire (en nette progression depuis septembre 2009) est certes un élément précurseur du retour de l'emploi mais montre aussi que les entreprises s'accommodent bien de la flexibilité. Dans le même temps, les ménages sont toujours très préoccupés par le marché du travail.

Il est difficile d'imaginer que la consommation privée pourra dans ces circonstances dépasser de beaucoup le rythme de 2 % à 2,5 % de croissance et ce d'autant plus que le recours au crédit n'est plus de mise même si les conditions accordées par les banques sont désormais moins restrictives. Les récentes déceptions sur les transactions immobilières n'augurent pas selon nous un nouvel effondrement du marché mais montrent que la reprise sera timide après les années d'excès dont les conséquences sont encore visibles (reventes après saisies à des prix très bas qui « cannibalisent » le reste du marché) malgré les efforts des promoteurs pour réduire les stocks. Enfin, le rebond attendu de l'investissement productif après un gel quasi complet des dépenses devrait être limité aux renouvellements.

Etats-Unis : la reprise ne convainc pas les ménages



Au-delà des 5,9 % de croissance (rythme annualisé) au 4^e trimestre 2009 et d'un chiffre qui restera sans doute confortable aux 1^{er} et 2^e trimestres 2010, **l'économie américaine reste fragile**, ce qui a incité l'administration Obama à maintenir pour l'année en cours une politique budgétaire de soutien (hausse du déficit à 10,5 % du PIB pour l'année fiscale 2010), en adoptant de nouvelles mesures très ciblées, notamment sur l'emploi et les PME.

La hausse du taux d'escompte est une mesure essentiellement technique. Comme la Fed l'a précisé dès l'annonce le 18 février de sa décision de remonter de 0,50 % à 0,75 % son taux d'escompte, cette hausse n'est pas un resserrement de politique monétaire mais le signe que la normalisation des facilités de crédit est en bonne voie. L'expression « période prolongée » a été répétée, ce qui constitue un message important. En d'autres termes, la Fed augmente son taux d'escompte en raison de « la poursuite de l'amélioration des conditions sur les marchés financiers » mais va maintenir l'objectif des fonds fédéraux « exceptionnellement bas ». Dans les prochains mois, et alors que les données économiques commencent à envoyer un message un peu plus confus sur la croissance (rebond industriel mais fragilité persistante), la Fed va confirmer son scénario prudent et préciser son message avant de passer au véritablement resserrement monétaire qui se fera, en 2011, par une hausse des taux planchers (rémunération des réserves et objectif des fonds fédéraux) et une réduction de la taille de ces réserves excédentaires. A plus court terme, elle devrait continuer à relever son taux d'escompte pour ramener l'écart avec l'objectif des fonds fédéraux au niveau qui prévalait avant la crise (soit 100 pb) et achever fin mars, comme prévu, son programme d'achat de titres MBS et de dettes d'agence. Dans l'immédiat, elle ne devrait pas bouleverser sa communication à l'issue de la prochaine réunion du FOMC (16 mars).

PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones développées

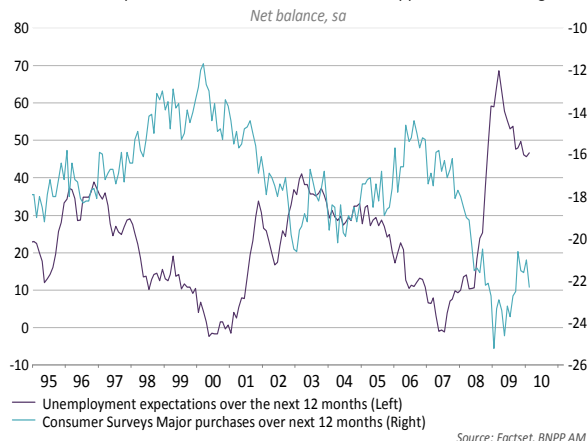
Crainces de rechute de l'activité dans la zone euro

La croissance du PIB de la zone euro a été confirmée à 0,1 % au 4^e trimestre 2009. Cette progression modeste, qui laisse le glissement annuel de fin d'année à -2,1 %, est due essentiellement à une contribution extérieure positive (+0,3 point). Les dépenses privées et publiques sont restées stables d'un trimestre à l'autre et l'investissement a continué à reculer (-0,8 %). La progression des exportations (+1,7 %) a bien évidemment soutenu l'industrie et devrait continuer à le faire : les carnets de commandes sont toujours bien garnis et la récente baisse de l'euro (-4 % environ par rapport au niveau moyen du 4^e trimestre 2009 face à un panier de devises) devrait jouer positivement dans les prochains mois.

Les enquêtes auprès des chefs d'entreprises confirment la bonne tenue du secteur manufacturier mais le **climat économique dans son ensemble devient un peu hésitant face à une sortie de récession extrêmement poussive**, surtout si on la compare aux performances des autres grands pays du G7 (Amérique du Nord et Japon). La demande en provenance des pays émergents devrait se maintenir à un niveau assez élevé – même si l'accélération en la matière est sans doute derrière nous – ce qui devrait profiter aux pays exportateurs et les inciter à relancer leur investissement productif. En Allemagne, où les exportations ont progressé de 3 % au 4^e trimestre après 3,4 % au 3^e, un rebond de l'investissement productif devrait intervenir après les chiffres très décevants de fin d'année.

Zone euro : la confiance des ménages s'étiole

Recent improvement in consumer confidence appears to be stalling



Les secteurs liés à la consommation domestique (commerce, services) risquent d'être pénalisés plus durablement en raison d'un taux de chômage toujours très élevé (9,9 % en janvier). Par ailleurs, les gouvernements vont mettre en place, ou du moins annoncer, des mesures de redressement des finances publiques. Elles seront sans doute moins drastiques que les décisions du gouvernement grec mais

il n'en demeure pas moins que les consommateurs peuvent s'attendre à voir les taxes augmenter ou, *a minima*, les soutiens fiscaux peu à peu supprimés. De telles anticipations les pousseront plutôt à renforcer leur épargne (15,8 % du revenu disponible au 3^e trimestre 2009, en très légère baisse) plutôt qu'à engager de grosses dépenses.

La BCE avance à pas de loup. Comme il l'avait annoncé en février, Jean-Claude Trichet a apporté à l'issue du Conseil des gouverneurs du 4 mars quelques précisions sur le retrait des mesures non conventionnelles. Les décisions prolongent celles prises en décembre dernier et le retour aux procédures de refinancement normales, telles qu'elles se déroulaient avant la crise est très graduel. Le taux d'intérêt appliqué à la dernière opération de refinancement à 6 mois sera indexé sur les futures opérations hebdomadaires, les opérations régulières à 3 mois retrouveront leur système d'enchères à partir du 28 avril et les opérations à une semaine resteront en l'état (pas de plafond, opération conduite au taux refi) au moins jusqu'en octobre. Il s'agit là d'une normalisation en douceur, et ce d'autant plus que les dernières prévisions des économistes de la BCE restent très prudentes : en moyenne, la croissance du PIB est attendue à 0,8 % en 2010 et 1,5 % en 2011. L'inflation (0,9 % en février selon l'estimation rapide d'Eurostat) devrait s'établir à 1,2 % cette année puis à 1,5 % l'an prochain, des niveaux nettement inférieurs à l'objectif de 2 % à moyen terme. La BCE considère que la reprise économique est en cours mais va rester inégale et réaffirme qu'à 1 %, le taux refi se situe à un niveau approprié. Dans ce contexte, nous confirmons notre hypothèse d'un statu quo sur ce taux directeur au moins jusqu'à la fin de l'année. Le retrait des mesures non conventionnelles va se faire dans les prochains mois en prenant soin de ne pas déstabiliser le marché interbancaire et en s'assurant que les banques continueront à avoir accès à toutes les liquidités nécessaires. Même si le choix du portugais Victor Constancio pour devenir le prochain vice-président de la BCE renforce les chances du Président de la Bundesbank, Axel Weber de remplacer Jean-Claude Trichet courant 2011 (selon une règle non écrite de « partage nord-sud » des responsabilités entre les pays de la zone euro), le retour de l'orthodoxie monétaire pure et dure n'est pas pour demain.

L'économie britannique va être pénalisée par ses déséquilibres. La croissance du PIB pour le 4^e trimestre a été revue en légère hausse et ressort désormais à 0,3 % (contre 0,1 % selon la première estimation). La consommation privée s'est reprise (+0,4 %) alors que l'investissement reste très déprimé (-5,8 %). Les premiers chiffres de production et de dépenses privées pour 2010 sont un peu décevants.



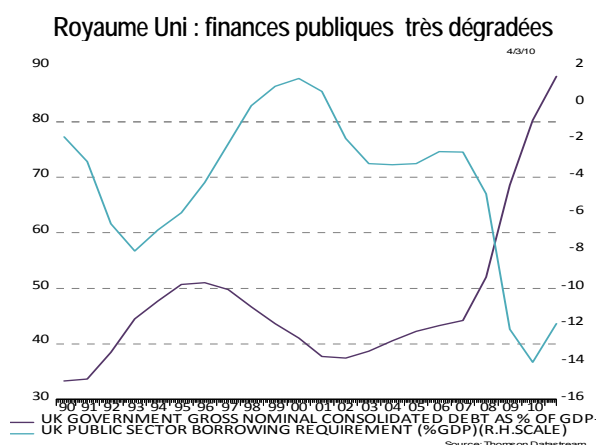
PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones développées

Fort rebond conjoncturel au Japon

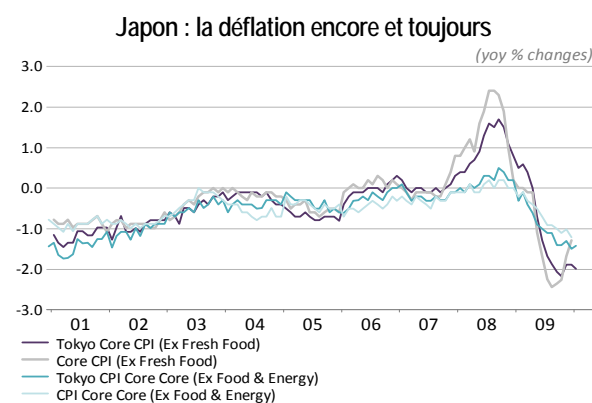
Les ventes au détail ont baissé de 1,8 % par rapport à décembre, vraisemblablement en raison de la hausse de la TVA qui a amené les ménages à anticiper leurs achats en décembre. Les conditions climatiques n'ont pas facilité les déplacements dans les magasins et ont également pesé sur l'activité manufacturière, en recul de 0,9 %. Ce dernier résultat ne devrait pas être le début d'une tendance baissière, les différentes enquêtes suggérant une amélioration du climat des affaires. L'enquête mensuelle dans l'industrie en février (CBI) souligne la reprise des commandes en provenance de l'étranger qui soutiennent les perspectives de production (au plus haut depuis mars 2008). Les enquêtes auprès des directeurs d'achats envoient le même message : l'indice PMI du secteur manufacturier s'est inscrit à 56,6 en février et celui des services à 58,4, au plus haut depuis janvier 2007.

En janvier, l'inflation s'est inscrite à 3,5 % en glissement annuel (après 2,9 % en décembre). Ce mouvement était attendu : il reflète la hausse de la TVA (de 15,5 % à 17,5 %), les effets de base moins favorables sur le prix de l'énergie et la faiblesse de la livre (hausse de 70 % environ en un an du prix du baril exprimé en GBP). Le gouverneur de la BoE a, conformément à ses obligations, écrit une lettre au Chancelier de l'Echiquier pour expliquer ce dépassement temporaire par rapport à l'objectif de 2 %. Comme déjà indiqué dans le rapport trimestriel, c'est plutôt le risque de décélération marqué de l'inflation, en lien avec la faible utilisation des capacités de production, qui préoccupe la BoE. La réunion du 4 mars s'est conclue sans modification de la politique monétaire (taux directeur à 0,5 % et programme d'achats de titres de 200 milliards de livres). Ce dernier volet pourrait être amendé dans les prochains mois compte tenu de la prudence de la BoE en matière de croissance et d'inflation et des perspectives de voir le gouvernement qui sortira des urnes mettre en place assez rapidement une politique budgétaire visant à éviter toute menace de dégradation de la note AAA du Royaume-Uni.



Très nette accélération de la croissance japonaise fin 2009. Après révision, la progression du PIB au 4^e trimestre ressort à 0,9 % d'un trimestre sur l'autre. Cette performance est liée à une forte contribution extérieure (0,6 point) mais aussi à la progression des dépenses privées (pour le troisième trimestre consécutif) et à la reprise de l'investissement productif. La contribution des stocks a été pratiquement nulle mais devrait devenir nettement positive compte tenu de l'importante réduction constatée en 2009. **Au 1^{er} trimestre 2010, la dynamique devrait rester favorable**, les indicateurs confirmant dans leur ensemble le rebond de l'activité industrielle et la relative bonne tenue de la consommation. Les enquêtes auprès des entreprises et des ménages montrent en effet que la confiance s'est redressée après quelques hésitations fin 2009 : les mesures budgétaires ont permis de relancer la croissance et d'améliorer l'emploi. Le taux de chômage, qui reflue depuis juillet (5,6 %), s'est inscrit à 4,9 % en janvier. Il reste très élevé dans l'absolu et se situe largement au-dessus du NAIRU que l'OCDE estime à 4 % environ. Plus généralement, l'orientation de la politique économique vers un soutien de la demande interne semble porter ses fruits. Le mouvement sera bien sûr très lent et les entreprises exportatrices restent capitales pour l'économie nipponne. Le niveau du yen depuis le début de l'année (autour de 90 pour un dollar) est peu éloigné du seuil considéré comme critique par les exportateurs (92,9 selon une récente enquête). Les perspectives de baisse graduelle de la devise nipponne en 2010 dans un contexte où la demande en provenance du reste de l'Asie va rester solide pourraient soutenir l'activité.

L'économie japonaise reste confrontée à la déflation (glissement annuel à -1,2 % en janvier pour l'indice hors alimentaire et énergie) et la BoJ ne paraît pas encline à prendre des mesures supplémentaires malgré la pression politique et a démenti les rumeurs d'un assouplissement monétaire supplémentaire. Elle devrait se contenter, au moins dans un premier temps, de prolonger les mesures d'apport de liquidités mises en place en décembre.



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones émergentes

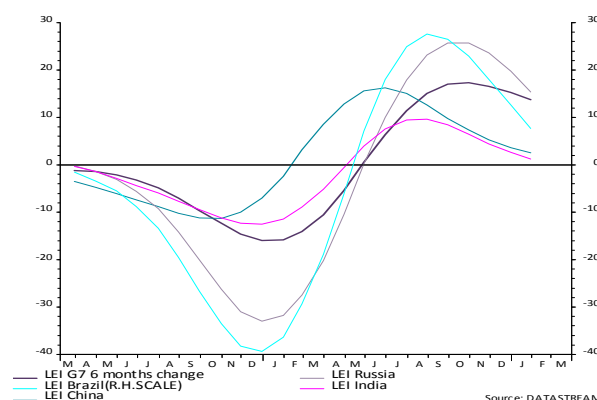
Croissance économique : moins d'accélération, mais niveaux toujours élevés

L'activité économique dans les pays émergents est toujours soutenue, comme le suggère le fort rebond de la production industrielle et des exportations. Pour un horizon de 2 à 3 trimestres, les indicateurs précurseurs ont déjà amorcé leur retournement, et la baisse s'est accélérée dernièrement. Cela signifie que le taux de croissance a cessé de progresser et qu'une pause est attendue pour les prochains mois. Au Brésil, la tendance des crédits privés, un *proxy* de la consommation qui représente 65 % du PIB, s'est retournée. En Chine, les investissements qui ont contribué à plus de la moitié du rebond économique l'année dernière, vont être fortement réduits cette année suite aux retraits des mesures fiscales et monétaires. L'Inde suit la tendance avec un réajustement de sa politique monétaire. Finalement, la Russie est en retard sur le cycle, affichant encore un momentum haussier de l'activité selon les indicateurs avancés.

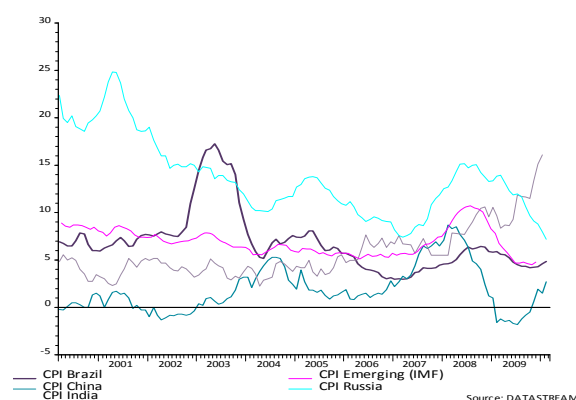
La croissance de la zone émergente se maintient à un niveau élevé, supérieur à 5 % pour 2010 selon le FMI, mais inférieur à la tendance de la décennie précédente. Le PIB des deux locomotives que sont la Chine et l'Inde devraient progresser de 9,5 % et 8 %, respectivement. Nous pensons que la transition d'une économie dopée par les stimuli fiscaux à une croissance autonome tirée par la consommation est en bonne voie. La consommation domestique est bien ancrée au Brésil et en Inde, tandis que les exportations et les ventes au détail chinoises vont prendre la relève des investissements. Rappelons que la crise des crédits souverains des pays périphériques européens ne devrait pas affecter les perspectives économiques dans les pays émergents. En effet, le taux d'endettement des pays émergents ne s'élève qu'à 40 % du PIB contre plus de 100 % pour les pays avancés, alors que le déficit budgétaire est relativement modéré grâce à des années de rigueur.

Alors que les risques inflationnistes sont modérés dans les pays développés, la situation est plus délicate dans les économies émergentes en raison d'une dynamique différente des prix. En effet, le poids des produits alimentaires, notamment non transformés, est 50 % supérieur dans les économies émergentes que dans les développées. La hausse des prix agricoles va donc doper temporairement le taux d'inflation au cours des prochains mois et influencer les politiques monétaires. C'est particulièrement le cas en Inde et en Chine. De plus, le fort rebond de l'activité a permis d'utiliser pleinement les capacités, entraînant des pressions salariales. Mais les fondamentaux économiques devraient justifier le retour à moyen terme à la tendance baissière de l'inflation.

Indicateurs avancés de l'OCDE : décélération du momentum



Inflation : soucis à court terme, surtout en Inde et en Chine



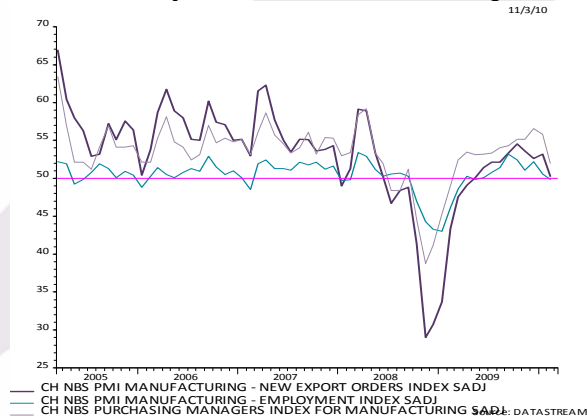
L'économie chinoise continue d'être très robuste en ce début d'année. La production industrielle a bondi de 20,7 % en rythme annuel, la plus forte croissance depuis 1995. Les investissements ont progressé de 26,6 % grâce à la bonne tenue de l'immobilier qui a permis de compenser la faiblesse des dépenses en infrastructure, tandis que les ventes au détail ont enregistré une croissance de 17,9 %. Les ventes d'automobiles continuent d'être remarquables, en progression de 85,5 % yoy. Le commerce extérieur est également soutenu, grâce à un bond des exportations de 31,3 % yoy en janvier et février, bien supérieur aux attentes. Dans ce contexte, le consensus pour une croissance du PIB de 9,5 % pour 2010 semble réalisable, et le premier trimestre devrait afficher une croissance de 11,5 % yoy.

PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones émergentes

Même si les derniers chiffres économiques sont meilleurs qu'attendus et s'approchent, dans certains cas, des niveaux correspondants à un état de surchauffe économique, nous pensons que des signes de ralentissement sont déjà visibles. L'indicateur PMI poursuit sa tendance baissière, à 52 en février. L'indice demeure à un niveau qui reflète l'expansion mais les composantes de l'emploi et des nouvelles commandes sont faibles. Les volumes de transactions immobilières semblent corriger les excès des précédents mois.

PMI Chine : toujours croissance, mais moins vigoureuse



L'inflation revient rapidement à un rythme de 2,7 % yoy, tirée principalement par les produits agricoles. Hors alimentation, la progression ne s'élève qu'à 1 % yoy, exclusivement due à la flambée des prix immobiliers. Par contre, la pénurie de main d'œuvre devient visible dans les zones côtières, et 80 % des entreprises à Guangzhou sont en sous-effectifs. Les salaires commencent à monter. Au niveau monétaire, les nouveaux prêts restent soutenus et continuent d'alimenter généreusement les conditions monétaires.

Malgré les mesures administratives, le niveau des prêts et les masses monétaires restent excessifs. Cela accentue les risques inflationnistes et la nécessité de poursuivre les mesures restrictives : renforcement des quotas des prêts, relèvement des ratios de réserves et des taux d'intérêt. La hausse des taux de rémunération pourrait forcer les autorités à laisser s'apprécier le yuan. Le dernier meeting du NPC (National People's Congress) suggère un changement de priorité des autorités vers une croissance plus stable et équilibrée. L'évolution des investissements résidentiels, le développement des zones rurales et l'urbanisation sont prioritaires pour le gouvernement. La consommation privée est également un pilier de la croissance, et le gouvernement envisage de relever les salaires et de maintenir les subventions pour les achats d'automobiles.

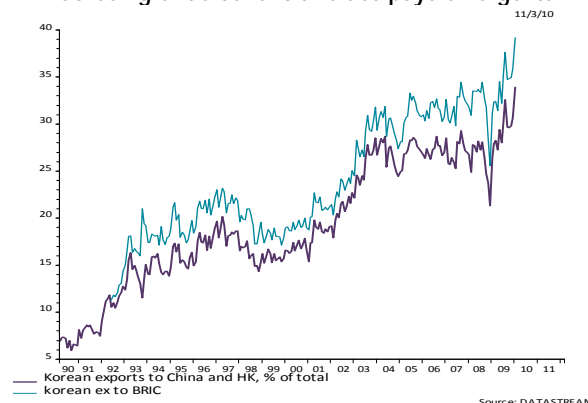
Les données sur les prix immobiliers sont un peu contradictoires. En effet, l'analyse des transactions montre

une hausse des prix de vente de 24,2 % yoy, ce qui peut être considéré comme une surchauffe nécessitant des mesures urgentes. Par contre, l'indice officiel des prix de l'immobilier suggère une progression de « seulement » 10,7 %. D'autres mesures anecdotiques montrent même un début de baisse des prix, dans le segment « luxe », en réaction aux nombreuses mesures administratives. L'immobilier est devenu un sujet politique prioritaire dans la mesure où 85 % de la population urbaine est mécontente des prix élevés qui rendent impossible l'accès à la propriété. D'un autre côté, les investissements immobiliers doivent prendre la relève de l'infrastructure comme pilier de la croissance. Une chute des constructions serait catastrophique pour l'équilibre des finances des gouvernements locaux qui en tirent la majorité de leurs revenus, mais aussi pour la solidité du système bancaire.

Les indicateurs cycliques **taïwanais** continuent d'afficher une croissance solide de la production industrielle et des exportations qui s'approchent en absolu des niveaux historiques de 2008. Le PIB a progressé de 9,2 % au 4^e trimestre, son rythme le plus fort depuis 2004. La croissance devrait se poursuivre pour les prochains mois grâce aux bonnes perspectives sur le secteur des technologies et de la bonne orientation de la demande chinoise. Le dernier sondage PMI continue de progresser à 62,5, soutenu par la hausse des nouvelles commandes et une amélioration très visible des embauches.

En Corée la production industrielle continue à croître fortement. Le cycle des stocks reste bien orienté, tandis que les investissements et les exportations rebondissent nettement. Dans ce contexte, la confiance des entreprises a atteint son plus haut niveau depuis sept ans, tandis que la confiance des consommateurs se maintient à un niveau élevé.

Corée : grande bénéficiaire des pays émergents



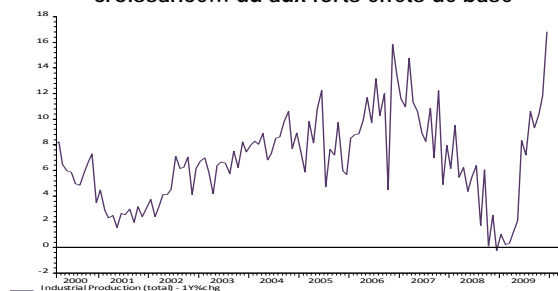
PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones émergentes

Les bonnes perspectives économiques chinoises devraient aider, dans la mesure où les exportations vers ce pays représentent plus de 25 % du total des exportations coréennes, contre moins de 10 % pour les Etats-Unis. Par exemple, Samsung Electronics génère plus de 30 % de ses revenus en Chine! La Banque de Corée devrait laisser inchangés ses taux directeurs à 2 % pour les prochains mois du fait des pressions politiques et des incertitudes sur la solidité de la reprise mondiale. Le report de la normalisation de la politique monétaire alors que l'économie n'est pas loin de tourner à pleines capacités est susceptible d'alimenter les risques inflationnistes.

Le gouvernement **indien** a réaffirmé son engagement à réduire le déficit fiscal, largement alourdi par l'impact de la crise économique mondiale. Le nouveau budget prévoit que le déficit tombe à 5,5 % du PIB pour l'année 2010/11 après 6,7 % en 2009/10. En plus d'une réduction graduelle du déficit budgétaire, le gouvernement a renouvelé son programme de privatisation et s'est engagé sur un plan à moyen terme pour contenir la dette publique. Le changement d'orientation politique en direction d'une « gestion de la reprise économique » (ajustement fiscal et retrait des stimuli monétaires de manière équilibrée) devrait favoriser le rebond de l'économie. Après une croissance explosive au 3^e trimestre, le PIB du dernier trimestre 2009 a affiché une croissance modérée de 6 % y/y. Cette baisse est principalement due à une chute de la production agricole affectée par le niveau extrêmement faible des pluies l'année dernière et à la diminution des stimuli fiscaux. Cependant, la croissance de la production industrielle (+16,8 % y/y) en décembre et l'accélération des dépenses en capitaux suggèrent que la croissance devrait être solide en 2010. Par ailleurs, l'inflation devrait atteindre son pic au cours des prochains trimestres. En effet, alors que l'inflation sur la nourriture a commencé à décélérer (17,8 % y/y), l'inflation hors alimentaire (13,8 %) continue d'augmenter. Nous attendons une première hausse des taux directeurs et une poursuite de l'accroissement des taux de réserves des banques en avril.

Inde : la production industrielle affiche un record de croissance... dû aux forts effets de base



Les indicateurs économiques **brésiliens** pointent vers une croissance solide mais signalent aussi une tendance inflationniste qui devient incompatible avec le niveau actuel des taux directeurs. En effet, l'inflation s'est élevée à 4,8 % y/y en février, au-dessus de sa cible à 4,5 %. Notant que les conditions de liquidité dans le système bancaire s'étaient normalisées et face à la forte croissance des crédits, la Banque centrale a annoncé une hausse du taux de réserves sur les dépôts bancaires en février. Cependant, en l'absence d'ajustement fiscal, elle devrait commencer à monter ses taux directeurs très prochainement. Une hausse totale de 300 pb serait anticipée pour l'année 2010. Du côté de l'activité, les perspectives sont toujours bien orientées avec une croissance de la production industrielle de 16 % y/y en janvier qui représente un gain mensuel de 1 %. Aussi, les indicateurs concernant la demande domestique pointent encore vers une croissance supérieure à la tendance de long terme, suggérant la poursuite du momentum de la production industrielle. Alors que la capacité d'utilisation pour l'industrie dans son ensemble n'a pas encore atteint son plus haut historique, le coefficient d'exploitation dans les secteurs liés à la demande domestique culmine d'ores et déjà. Les investissements répondent bien au rétrécissement de l'output gap et, malgré les résultats décevants concernant la formation de capital en janvier, la perspective d'ensemble pour les investissements demeure solide.

L'économie **russe** se trouve encore dans une situation contrastée. En fin d'année 2009, la croissance a surpris à la hausse et le PMI avait enfin franchi le niveau des 50 en janvier, prouvant que le redressement économique se met en place. Cependant, même si la situation s'améliore nettement, des signes de fragilité subsistent. Le PMI du secteur manufacturier a chuté de 50,8 à 50,2 en février en raison d'une contraction des composantes sur les nouvelles commandes, la production et l'emploi. Cependant, cet indicateur reste en zone d'expansion et le ratio des nouvelles commandes sur les stocks semble pointer vers une croissance (qui devrait toutefois être modeste) de la production industrielle dans les prochains mois. Aussi, les enquêtes montrent que le taux d'utilisation des capacités est en légère hausse (57 % en février contre 55 % un mois plus tôt) et que la confiance des entrepreneurs s'améliore mais demeure en territoire négatif. Par ailleurs, des éléments comme l'essoufflement des stimuli fiscaux, la faiblesse des investissements et la demande poussive des consommateurs sont de nature à limiter la hausse de l'inflation. Ainsi, l'indice des prix à la consommation continue de chuter (de 9,2 % à 8,2 % en janvier) laissant l'opportunité aux autorités monétaires de poursuivre la baisse des taux directeurs.



MARCHES OBLIGATAIRES

Obligations Gouvernementales

Resserrement monétaire : attendre encore SVP !

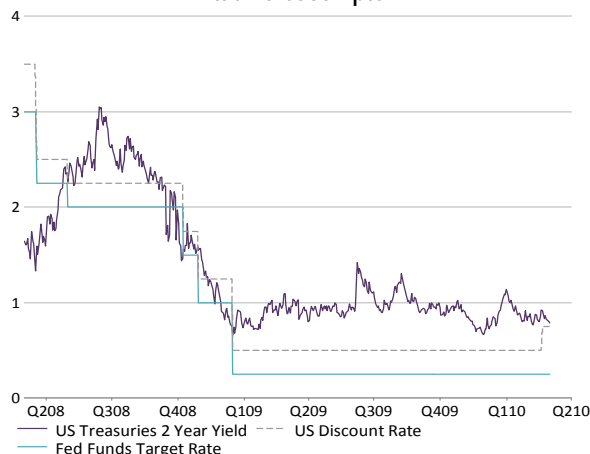
Comme le mois dernier, il n'y a pas de changements importants au niveau des fondamentaux. La croissance marque une accélération cyclique indéniable, mais pas soutenable longtemps. En même temps, pendant que l'inflation totale (« *headline* ») se redresse, **l'inflation sous-jacente reste très faible**. Ceci est un facteur important qui continuera d'exercer des pressions à la baisse sur les rendements. Dans ce contexte, les Banques centrales ne sont pas pour l'instant prêtes à durcir la politique monétaire via des hausses de taux, mais **certaines mesures de liquidité arriveront à échéance** de même que les achats de titres. Les événements récents confirment ces tendances.

Aux États-Unis la Fed a remonté le taux d'escompte tout en réaffirmant sa volonté de maintenir les taux bas longtemps et en détaillant les différents outils à sa disposition pour le retrait des liquidités et le dégonflement du bilan le moment venu. La problématique complexe de la sortie des politiques monétaires accommodantes est loin d'être réglée, mais on peut déjà anticiper que l'impact sur la courbe de taux se fera quand d'autres mesures, telle une hausse du taux directeur (avec les différentes méthodes anticipées par la Fed) ou des ventes de titres, approcheront ou seront mises en place. Dans les deux cas, **nous ne voyons pas d'action imminente**, mais plutôt une préparation du terrain plus tard dans l'année pour le premier point et un statu quo pour le deuxième.

En zone euro, la BCE poursuit le dénouement graduel des mesures extraordinaires de liquidité sans pour autant toucher aux taux directeurs. Les marchés obligataires pourront ainsi se tranquilliser quant à un resserrement « classique » de politique monétaire, celui-ci n'étant pas envisageable pour un bon moment. Par contre, ils devront encore faire face aux difficultés budgétaires rencontrées par certains Etats membres. Certes, les nouvelles mesures importantes prises par le gouvernement grec aident à redimensionner en quelque sorte le problème, mais cela n'empêchera pas la nervosité de perdurer sur les *spreads* souverains.

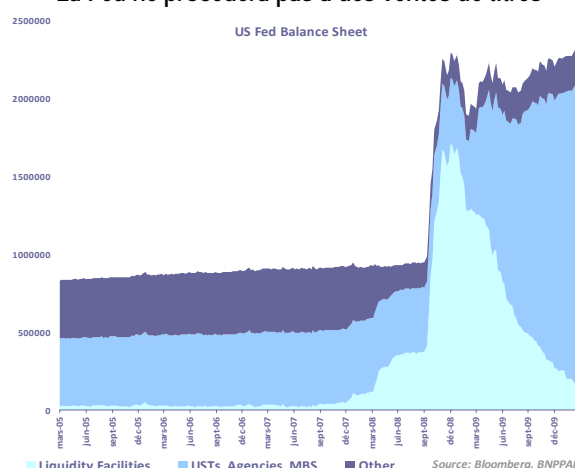
Nous maintenons une position neutre sur les obligations gouvernementales dans notre allocation d'actifs.

Pas d'impact sur les taux courts après la hausse du taux d'escompte



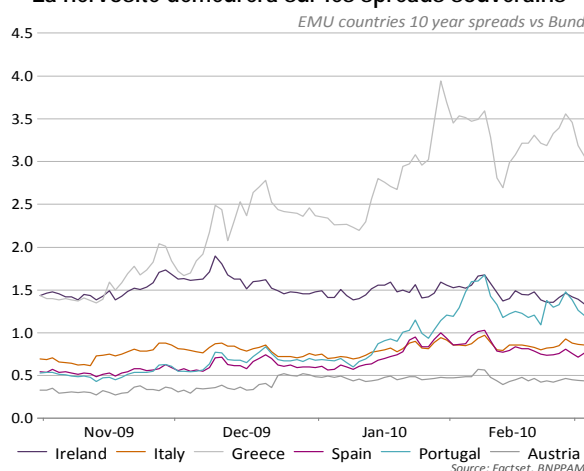
Source: Factset, BNPPAM

La Fed ne procédera pas à des ventes de titres



Source: Bloomberg, BNPPAM

La nervosité demeurera sur les spreads souverains



Source: Factset, BNPPAM

MARCHES OBLIGATAIRES

Crédit IG et HY

Maintien d'une surpondération modérée

Après la phase de consolidation évoquée le mois dernier, le marché du crédit s'est de nouveau amélioré. Globalement, **les fondamentaux n'ont pas connu de gros changements**, et les tendances de fond restent là : amélioration des bénéfices et désendettement constituent toujours des facteurs positifs pour le crédit.

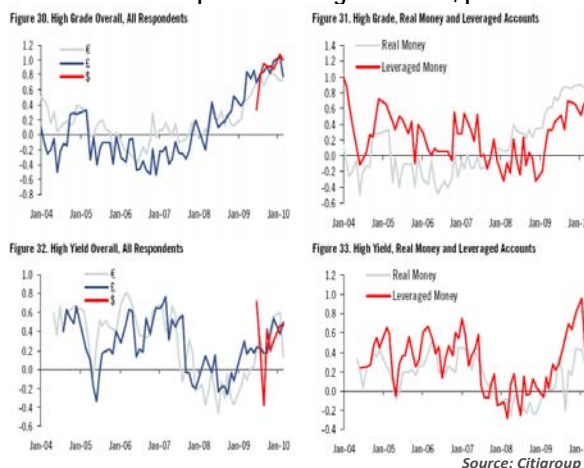
Pour l'instant le marché devrait encore attirer des investisseurs à la recherche de rendement, une recherche qui devient de plus en plus difficile aux niveaux de *spreads* actuels et qui pourrait à court terme pousser la demande pour des papiers moins bien notés, mais qui augmente aussi, au moins en Europe, la discrimination entre les différents émetteurs notamment sur le marché primaire. Autrement dit, la période de l'argent « facile » est terminée, et la valorisation globale du marché ne justifie pas une surexposition massive.

La reprise économique devrait suffire à soutenir le marché, avec une croissance molle qui constitue un bon compromis entre bénéfiques et désendettement. Toutefois, beaucoup de doutes demeurent quant à sa soutenabilité dans le moyen terme après la phase d'accélération qu'on est en train de vivre, et tout accident, notamment sur un risque souverain, serait bien entendu négatif pour le crédit comme pour toute classe d'actifs risqués.

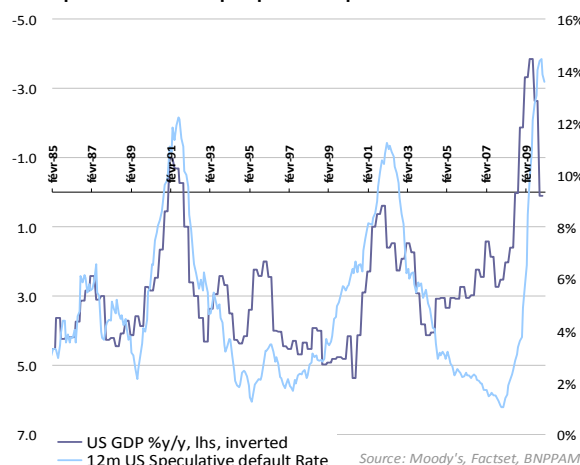
D'un point de vue technique, **les flux vers les fonds High Yield restent moins bien orientés** par rapport au rythme observé fin 2009, ce qui n'est pas une tendance très favorable. Toutefois, nous pensons que pour l'instant, si l'on écarte des chocs exogènes importants, on ne devrait pas assister à un abandon de cette classe d'actifs. En ce qui concerne les positions des investisseurs, autre source d'inquiétude, la situation ne s'est pas améliorée du côté de l'Investment Grade, mais s'est au moins détendue pour le High Yield, notamment sur les positions plus spéculatives.

Compte tenu de notre scénario tactique d'appétit pour le risque et de l'attrait du *carry*, **nous maintenons notre légère surexposition au marché du crédit**. Le potentiel de gain absolu, notamment pour la dette Investment Grade, est plutôt limité, surtout comparé aux performances de l'année dernière, mais il semble trop tôt pour jouer un renversement.

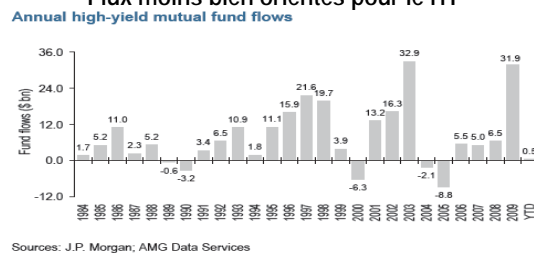
Réduction des positions longues en HY, pas en IG



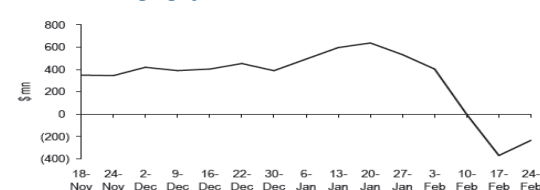
La reprise économique positive pour les taux de défaut



Flux moins bien orientés pour le HY



Four-week rolling high-yield mutual fund flows



MARCHE DES CHANGES

Nous conservons notre préférence pour les devises de croissance contre l'euro et le yen

L'euro peine à rebondir. Malgré le regain d'appétit pour les actifs risqués la devise européenne peine à montrer des signes de rebond. Les spéculateurs conservent un positionnement très négatif et si la dissipation progressive des craintes sur la situation de la Grèce pourrait permettre à l'EURUSD de rebondir quelque peu, la tendance pour 2010 reste celle d'un **affaiblissement de l'euro face au dollar** en raison d'un positionnement moins favorable dans le cycle économique.

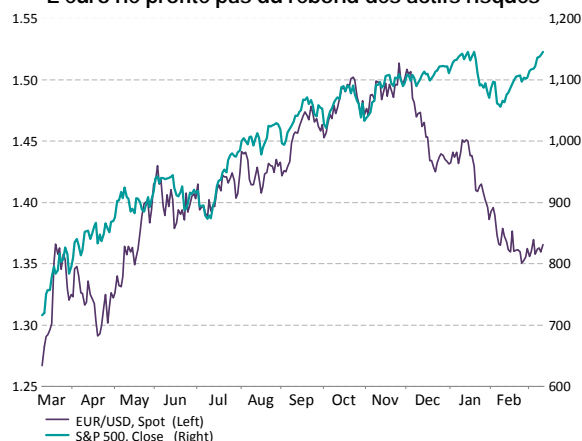
La livre reste sous pression. Le sentiment négatif des investisseurs à l'égard de la devise britannique pourrait perdurer dans un contexte de craintes autour de la dette souveraine et, plus récemment, d'incertitudes concernant les prochaines élections, où les derniers sondages ont fait apparaître des risques croissants de « hung parliament » (absence de majorité stable). Cependant, **la correction de la livre par rapport à l'euro a été plus forte que les fondamentaux économiques respectifs ne le laissent supposer** et est probablement en partie d'origine technique. Nous sommes légèrement négatifs sur la livre par rapport au dollar, mais positifs face à l'euro.

Un affaiblissement progressif du yen attendu. Le yen continue de surprendre par sa résistance face au dollar malgré la vue assez consensuelle de la part des investisseurs que le **yen devrait s'affaiblir contre le dollar à mesure que le différentiel de taux augmente**. D'autant que les autorités japonaises accueilleraient sans doute positivement une baisse du yen qui permettrait aux entreprises nippones de retrouver de la compétitivité à l'exportation.

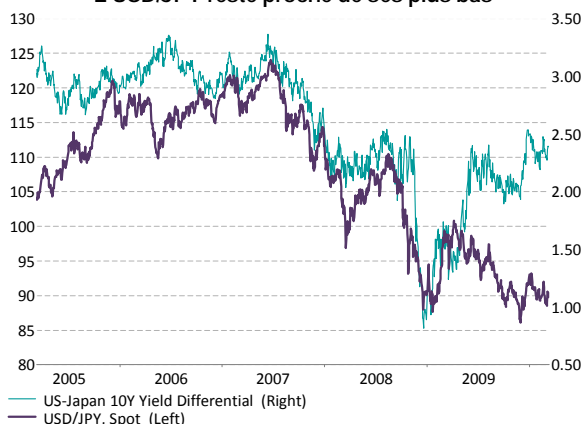
Les devises de croissance toujours bien orientées. Nous conservons notre préférence aux devises de croissance, notamment les dollars australien et canadien dont les économies respectives demeurent les mieux orientées. **L'exposition aux matières premières** reste naturellement un important facteur de soutien, de même que pour le dollar australien la proximité avec la Chine.

Cependant, le risque pour les prochains mois est que les statistiques économiques peinent à surprendre à la hausse en Australie, limitant le potentiel d'appréciation de la devise australienne.

L'euro ne profite pas du rebond des actifs risqués



L'USD/JPY reste proche de ses plus bas



Source: Factset, BNPP AM

mars-10

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	04-Mar-10	1Q 2010		2Q 2010		3Q 2010		4Q 2010	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.3690	1.35	1.40	1.40	1.45	1.37	1.42	1.35	1.40
	USD / JPY	93	88.53	88	93	95	100	95	100	100	105
	USD / CAD	1.05	1.0289	1.05	1.10	1.10	1.15	1.10	1.15	1.10	1.15
	AUD / USD	0.90	0.9059	0.87	0.92	0.87	0.92	0.85	0.90	0.85	0.90
	GBP / USD	1.61	1.5066	1.49	1.58	1.58	1.68	1.59	1.68	1.56	1.66
	USD / CHF	1.03	1.0687	1.07	1.11	1.03	1.07	1.05	1.10	1.07	1.11
EUR Block	EUR / JPY	134	121.20	121	128	135	143	133	140	138	144
	EUR / GBP	0.89	0.9087	0.87	0.92	0.85	0.90	0.83	0.88	0.83	0.88
	EUR / CHF	1.48	1.4630	1.47	1.53	1.47	1.53	1.47	1.53	1.47	1.53

Source: BNPP AM as of 4/3/2010



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT



A BNP Paribas Investment Partner

MARCHES ACTIONS

Marchés développés

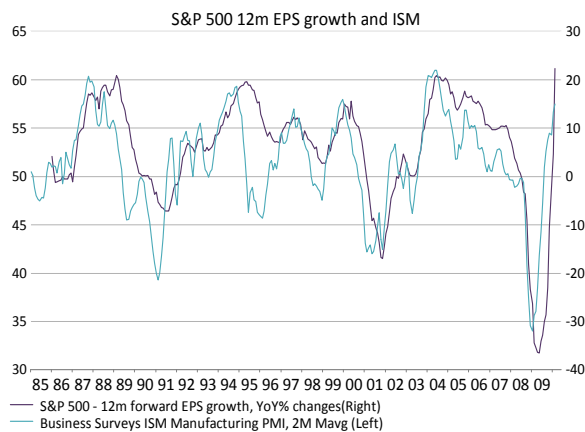
Légère surexposition maintenue sur fond de reprise économique, hausse des profits et liquidité toujours abondante

Environnement macroéconomique et monétaire toujours porteur à court terme. Certaines des sources d'inquiétudes qui avaient déclenché la correction en janvier ont diminué ces dernières semaines, notamment celles portant sur la réglementation bancaire et sur le resserrement monétaire dans les pays émergents (en Chine en particulier) qui aurait pu remettre en cause la vigueur de la croissance à attendre dans les régions qui sont le moteur de la reprise économique mondiale actuelle. L'indice MSCI World (exprimé en dollars) a ainsi rebondi de 7,5 % (clôture du 9 mars) après une baisse de 9,5 % entre le 14 janvier et le point bas du 8 février. D'autres craintes demeurent toutefois, comme la pérennité de la reprise économique et la « crise grecque » et son risque de contagion. Si le défaut d'un Etat européen sur sa dette nous semble une issue fort peu probable, les déficits publics excessifs constituent cependant bel et bien un problème et les pays développés ne pourront pas échapper au nécessaire assainissement de leurs finances publiques dans les années à venir.

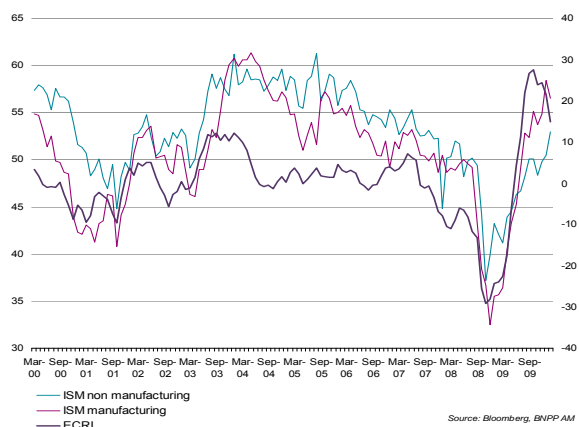
Sur le front économique, les indicateurs avancés d'activité continuent à s'améliorer, même si certains d'entre eux montrent des signes d'essoufflement (cf. 2^e graphique). Nous restons confiants sur les perspectives à court terme, avec notamment des bons chiffres attendus aux Etats-Unis pour le 1^{er} semestre grâce à la reprise solide du cycle industriel. **L'économie mondiale poursuit son accélération** et devrait atteindre un rythme de progression supérieur à son potentiel au cours des premiers trimestres de l'année, pour ensuite revenir à un taux de croissance plus modéré. **Cet environnement demeure favorable aux marchés actions tant que la perspective d'un resserrement monétaire est éloignée, ce qui est notre scénario** compte tenu de l'absence de pressions inflationnistes (due au chômage élevé notamment) et d'une croissance faible. Par ailleurs, le fait que les Banques centrales (Fed et BCE notamment) commencent à mettre en place progressivement leur « stratégie de sortie » des mesures exceptionnelles est un signe qu'elles pensent que la situation du secteur bancaire s'est améliorée.

Nous sommes en revanche moins optimistes pour la seconde partie de l'année. Le ralentissement de l'activité dans les économies avancées, lié à la fin progressive de facteurs de soutien temporaires (reconstitution des stocks,...) et la perspective de la consolidation des finances publiques inéluctable pour les pays développés constitueront des risques importants pour les marchés boursiers, bien plus que le début de la normalisation monétaire.

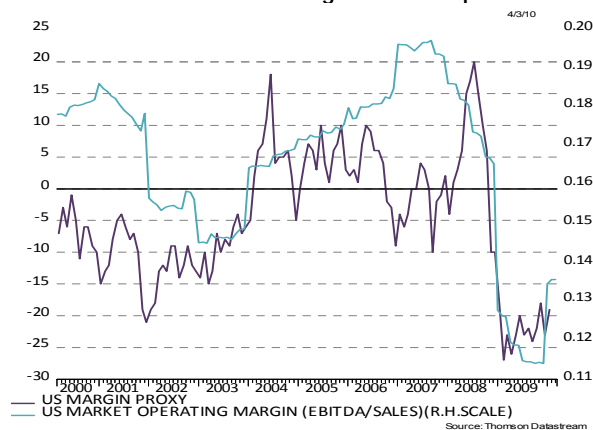
Fort rebond de la croissance économique et des bénéfices



Poursuite de l'amélioration des indicateurs avancés, mais attention au signe d'essoufflement



Redressement des marges des entreprises



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

Fort rebond des bénéfices en 2010 avec une poursuite du redressement des marges. Les prévisions de BPA ont continué d'être révisées à la hausse dans le sillage d'une bonne saison de résultats pour le 4e trimestre 2009 qui affichent des pourcentages élevés de surprises positives tant sur les bénéfices que sur les chiffres d'affaires. La croissance des bénéfices n'est donc plus uniquement tirée par les réductions de coûts mais aussi par un rebond des chiffres d'affaires grâce à l'amélioration conjoncturelle. Le potentiel de progression supplémentaire n'est pas encore totalement épuisé en raison de la poursuite des restructurations et de la modération salariale alors que la capacité des entreprises à augmenter les prix apparaît limitée. La reprise cyclique en cours, le redressement des marges et un effet de base favorable devraient conduire à une forte augmentation des bénéfices cette année. L'attente des analystes d'une croissance de 30 % des BPA du S&P500 en moyenne pour 2010 semble ainsi tout à fait atteignable.

A contrario, les perspectives actuelles du consensus *bottom-up* pour 2011 semblent optimistes et des révisions à la baisse vers la fin de cette année sont probables, une fois le rebond cyclique passé. Les questions sur la pérennité et la vigueur de la croissance économique, la poursuite du désendettement, la nécessité d'assainir les finances publiques, qui probablement conduiront à des hausses d'impôts, sont autant d'éléments qui pèseront sur les ventes des entreprises et remettent en question l'actuel prévision de 20 % de croissance des bénéfices attendues en 2011.

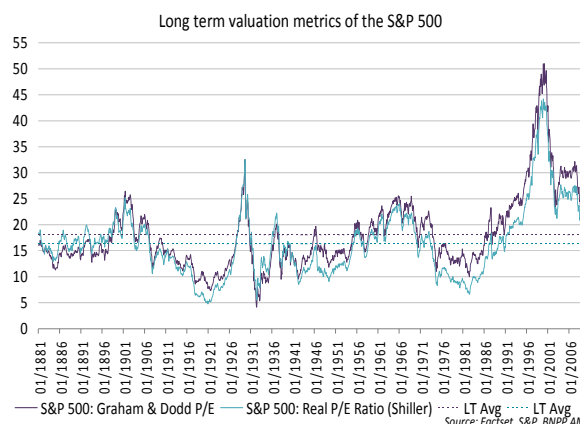
La valorisation, raisonnable, ne constitue pas aujourd'hui un moteur des marchés. En termes absolus, les ratios traditionnels de valorisations des marchés actions restent, comme ces derniers mois, proches de leur moyenne de long terme, soit légèrement au-dessus quand ils sont ajustés de la cyclicité des bénéfices (Shiller P/E, Graham & Dodd), soit légèrement inférieurs (P/E prospectif à 12 mois, P/BV). Relativement aux autres classes d'actifs, les actions apparaissent sensiblement plus attractives. Dans l'ensemble, ces niveaux de valorisation ne constituent pas un moteur à la hausse des marchés, sans être pénalisants pour autant.

Chiffres d'affaires, marges et BPA : prévisions du consensus des analystes

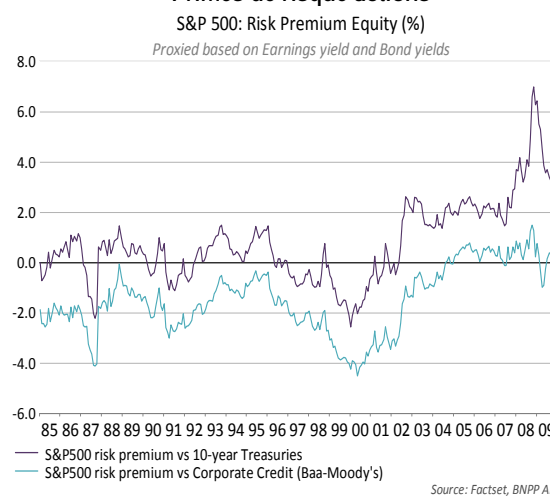
	Sales growth (%)			
	2009e	2010e	2011e	2012e
S&P 500	-8.0	6.9	6.6	5.2
S&P500 ex. Financials	-10.8	8.0	6.8	5.6
	Net income growth (%)			
	2009e	2010e	2011e	2012e
S&P 500	-21.6	31.0	19.3	12.6
S&P500 ex. Financials	-22.0	22.3	14.6	10.8
	Margins (Net income/Sales), % - Ex. Financials			
	2009e	2010e	2011e	2012e
S&P500 ex. Financials	7.2	8.1	8.7	9.2
Difference, pb		0.9	0.6	0.4

Source: IBES, Datastream, BNPP AM

Valorisation raisonnable



Primes de risque actions



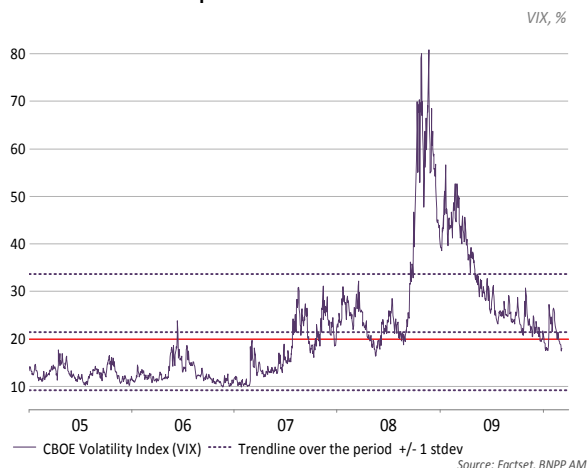
MARCHES ACTIONS

Marchés développés

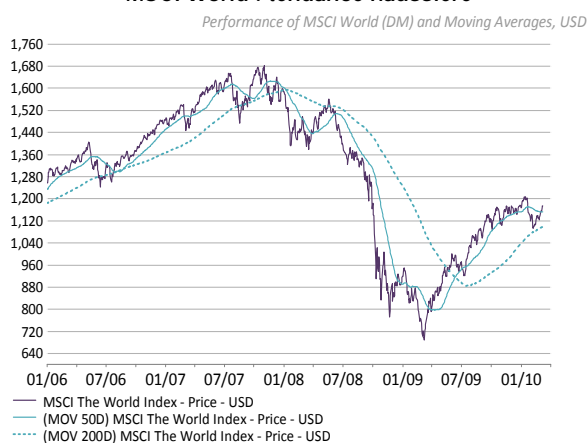
Facteurs techniques et de sentiment. Malgré le rebond des marchés depuis le 8 février, les indices boursiers ne sont pas encore retournés en zone de sur-achat, mais en sont maintenant très proches. Les indicateurs de sentiment délivrent des messages plus ambigus à court terme : le sentiment des investisseurs («advisors Bull/Bear») s'est fortement redressé mais sans retrouver son pic récent d'optimisme ; en revanche le VIX s'est établi à nouveau en dessous de 20 (au 9 mars), soit un niveau de complaisance qui milite pour un peu plus de prudence à court terme. Enfin, les indicateurs de plus long terme, comme les moyennes mobiles par exemple, indiquent encore une tendance haussière mais avec moins de vigueur.

En conclusion, nous maintenons une vue positive à court terme sur les marchés actions développés compte tenu de la reprise économique et des profits en cours, de valorisations absolues et relatives raisonnables et de l'absence de resserrement monétaire par les grandes Banques centrales (la Fed en particulier) avant début 2011. Cet équilibre entre croissance modérée et conditions monétaires accommodantes est cependant fragile et toutes mauvaises surprises sur l'amplitude de la reprise de l'activité et/ou les annonces de retrait progressif des mesures monétaires non conventionnelles afin de drainer les excès de liquidités risquent d'être source d'inquiétudes pour les investisseurs et par ricochet de volatilité pour les indices boursiers.

VIX : baisse de l'aversion au risque ; attention à trop de complaisance à court terme



MSCI World : tendance haussière



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

Etats-Unis et Royaume-Uni toujours privilégiés ; réduction à sous-pondérer de la zone euro

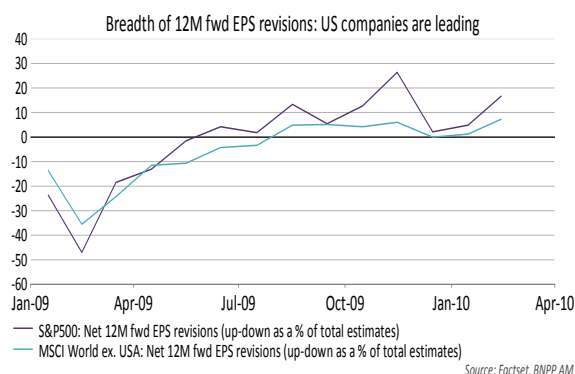
Nous continuons de privilégier les Etats-Unis et le Royaume-Uni dans notre allocation géographique au sein des pays développés, mais pour des raisons indépendantes. Le marché actions américain continue de bénéficier d'un rebond cyclique économique plus vigoureux que dans la moyenne des autres grands pays développés, en raison d'un environnement fiscal et monétaire toujours très favorable et qui devrait le demeurer aux cours des prochains mois. Le momentum de révisions bénéficiaires, très bien orienté en termes absolus et relatifs, devrait ainsi continuer à se distinguer en dépit du raffermissement récent du dollar. Au Royaume-Uni, le retard dans le cycle économique et les incertitudes quant au résultat des prochaines élections et au programme économique qui sera mis en œuvre pour résoudre les défis structurels, continuent de peser. Néanmoins, ce marché devrait encore bénéficier de la politique monétaire particulièrement expansive de la BoE — à laquelle il est très sensible — ainsi que du taux de change de la livre et de son impact considérable sur les résultats des entreprises cotées.

Nous maintenons notre exposition neutre sur le Japon dont les fondamentaux demeurent dégradés en dépit d'une amélioration conjoncturelle liée à son exposition aux pays asiatiques à forte croissance. En effet, les pressions déflationnistes et le yen toujours fort pèsent sur les perspectives bénéficiaires. Néanmoins, à court terme le momentum de révisions bénéficiaires demeure bien orienté et les niveaux de valorisation restent attractifs, ce qui continue de justifier une exposition neutre à ce marché. Nous réduisons notre sous-pondération sur le marché canadien dans le sillage du rebond des matières premières sans toutefois atteindre le point neutre en raison d'un dollar canadien très ferme et d'une valorisation relative élevée.

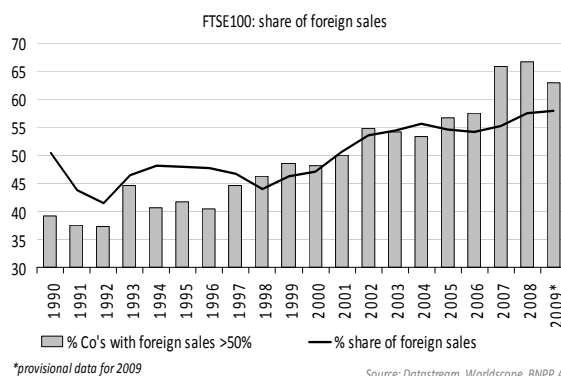
L'abaissement de l'exposition de la zone euro de « sur » à sous-pondérée constitue notre mouvement le plus significatif ce mois-ci. Nous considérons en effet qu'après le rattrapage récent de ce marché les craintes concernant un resserrement fiscal, alors que la reprise demeure poussive, devraient à nouveau pénaliser les bourses de la zone euro en termes relatifs. Aussi, et en dépit des facteurs de soutien que constituent la valorisation et l'affaiblissement récent de l'euro, nous mettons à profit le dernier rebond pour sensiblement réduire notre exposition à ce marché. Nous demeurons également très prudents sur le marché suisse, en dépit d'une amélioration conjoncturelle remarquable, en raison de la force du franc par rapport à l'euro, du caractère défensif du marché qui est pénalisant à court terme et enfin des incertitudes qui continuent de peser sur le secteur financier. Nous demeurons également

prudents sur le marché australien en raison du cycle de resserrement monétaire en cours, couplé à la vigueur du dollar australien et des niveaux de valorisation toujours peu attractifs.

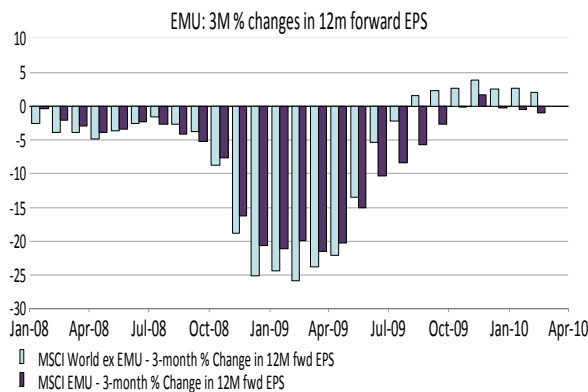
US : « breadth » de révisions bénéficiaires favorable



GB : ventes très exposées au commerce mondial



Zone euro : momentum de révisions bénéficiaires inférieure à la moyenne mondiale



MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

Le pire est peut-être derrière, mais la consolidation se poursuit

Nous maintenons la préférence sur les marchés développés par rapport aux émergents sur des considérations techniques et fondamentales, notamment le positionnement des deux zones par rapport à leur cycle de croissance économique. La très forte surperformance des bourses émergentes en 2009 milite pour une période de consolidation et l'optimisme élevé et trop consensuel des investisseurs constitue un autre facteur technique incitant à la prudence. Quant au cycle économique, les derniers chiffres confirment que le pic de croissance de la zone émergente est derrière nous. Les indicateurs avancés continuent à se retourner, alors que la phase de normalisation des politiques monétaires est déjà bien entamée dans certains grands pays émergents. La Chine, l'Inde et le Brésil ont déjà relevé les taux de réserve pour les banques, tandis que la Malaisie vient de relever son taux directeur début mars, et d'autres pays comme la Corée vont le faire prochainement. Le message relatif entre les deux zones a été correct en monnaie locale, mais plus nuancé en US dollar, qui s'est fortement détérioré par rapport aux devises émergentes.

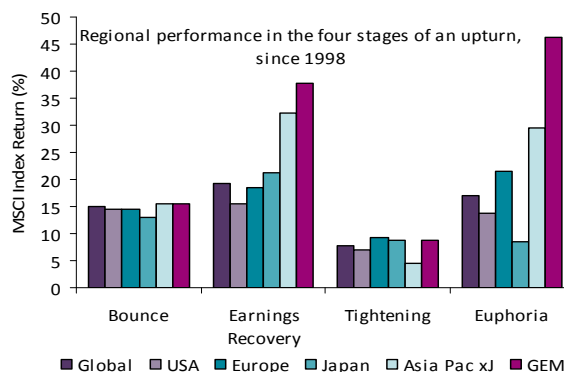
Historiquement, les marchés émergents affichent le meilleur de leur forme en période de reprise des bénéfices, et abandonnent un peu de leur leadership en période de resserrement monétaire pour se reprendre à nouveau lors des phases d'euphorie. Cela implique qu'au cours des prochains mois, les indices émergents évolueront au mieux en ligne avec les marchés développés, mais avec des risques supérieurs en raison de leur sensibilité à la liquidité globale. La phase de normalisation monétaire a déjà commencé à affecter les révisions des bénéfices des principaux marchés émergents. En effet, la Chine et l'Inde n'affichent qu'une révision modérée de leurs bénéfices 2010/11 au cours des derniers mois.

Le risque baissier des actions en réaction au resserrement monétaire est limité, car l'inflation à laquelle nous sommes confrontés a un caractère plus cyclique que structurel, justifiant tout au plus une normalisation des politiques monétaires. De plus, l'importance croissante de la consommation domestique (Brésil et Inde, de plus en plus en Chine) permet aux émergents de mieux résister aux chocs externes, tout en offrant un potentiel de croissance supérieur à long terme.

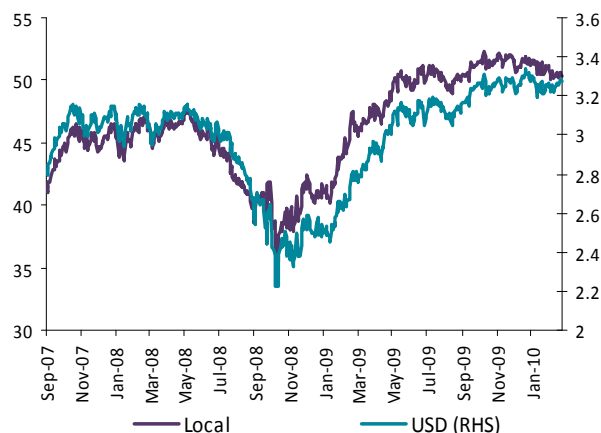
Au niveau technique, les indices émergents ont fortement rebondi depuis mi-février, après avoir été survendus et touché un important niveau de support. L'appétit au risque est de retour (contraction des spreads et baisse des volatilités implicites) et nos indicateurs de tendance sont à nouveau positivement orientés, corroborés par les modèles de sentiment qui sont devenus eux aussi positifs depuis mi-

février. La période de consolidation peut encore durer quelques mois, mais les bas niveaux ont probablement déjà été touchés en février.

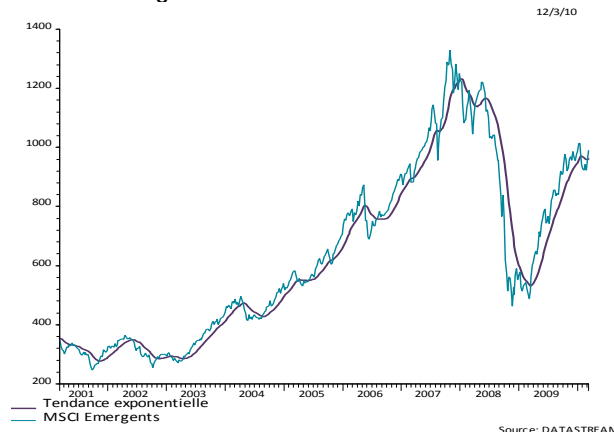
Resserrement monétaire, modération des performances



Performance des émergents relative aux développés



Indice émergent : tendance à nouveau bien orientée



MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

La consolidation actuelle n'altère pas fondamentalement notre scénario à moyen terme sur les marchés émergents. En effet, même si les indicateurs cycliques commencent à plafonner, les conditions monétaires resteront très favorables et les taux d'intérêt devraient rester durablement bas sur les émergents et les économies développées, ce qui est positif pour les actifs financiers. Finalement, la tendance baissière du taux de chômage, la hausse de la consommation privée et des investissements vont générer un potentiel de croissance structurellement supérieur à celui des pays développés, et devraient encourager les fonds étrangers, à réallouer plus d'expositions sur les marchés émergents.

Les derniers chiffres économiques indiquent toujours une très forte croissance économique en Chine, notamment des prix immobiliers fortement orientés à la hausse et un taux d'inflation s'approchant rapidement des objectifs tolérés par les autorités. Cela peut encourager les autorités à plus de vigilances et à resserrer encore plus les conditions monétaires (qui restent encore très généreuses), ce qui est bien entendu défavorable pour les bourses.

Nous sommes plutôt constructifs sur les risques d'inflation, qui sont plus cycliques que structurels. En effet, les produits alimentaires sont les principaux contributeurs de la hausse, tandis que la composante sous-jacente n'a augmenté que très modérément. Le dernier sondage PMI et les évidences anecdotiques sur l'immobilier suggèrent que l'économie chinoise est en train de réagir positivement aux mesures administratives décidées par les autorités, ce qui peut calmer les anticipations inflationnistes. Les prêts bancaires vont baisser certes, mais resteront à des niveaux historiquement élevés.

Après la phase de consolidation, les **actions chinoises** sont à nouveau correctement valorisées, même si les révisions des bénéfices sont devenues moins favorables. Nous sommes devenus moins négatifs sur les actions chinoises, et ne proposons qu'une sous-pondération marginale par rapport à l'univers émergent. Techniquement, les actions chinoises ont rebondi sur une très importante ligne de support.

Taiwan et la Corée du Sud affichent un fort rebond de leur activité économique, et le niveau élevé de la confiance milite pour poursuite de la croissance. Ces deux économies bénéficient de leur exposition à la reprise cyclique globale et de la baisse des taux d'imposition. Les conditions monétaires y sont encore favorables, avec des niveaux de taux d'intérêt très bas. La valorisation de la Corée reste attrayante en comparaison à sa tendance historique. En

effet, les bénéfices continuent de progresser fortement en 2010, en hausse de 38 % selon les dernières prévisions.

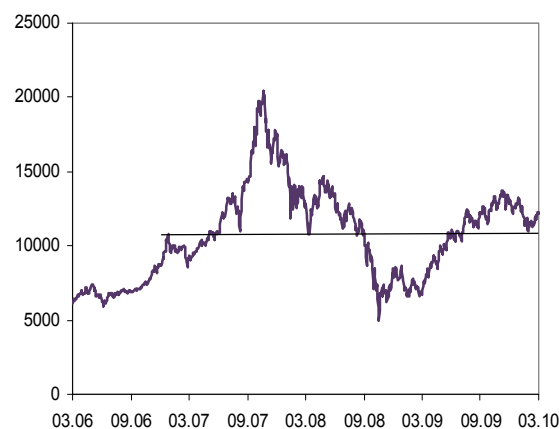
Marchés émergents : révisions moins favorables pour les grands marchés

Country	1m % change in earnings estimates		3m % change in earnings estimates	
	Year 1	Year 2	Year 1	Year 2
Brazil	1	-0.1	2	0.5
China	0.6	0.2	1.2	1.1
India	-0.1	0.9	-0.8	1.1
Korea	1.7	1.2	0.9	3.2
Mexico	-0.4	2.2	0.8	1.7
Russia	4.2	5.3	17.6	22.3
SouthAfrica	0.3	1.3	0	2.1
Taiwan	6.3	3.5	15.5	9.1

Chine : valorisation à nouveau attractive



Indice Chinois HSCEI : rebond sur important support

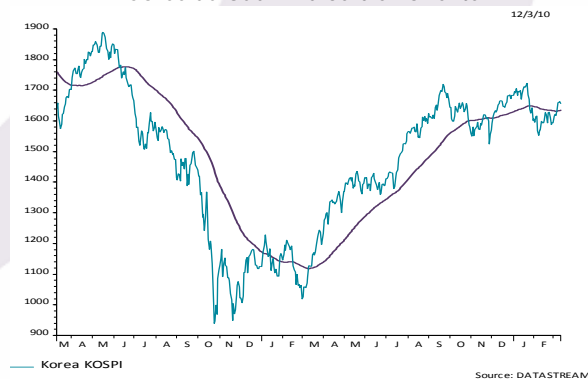


MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

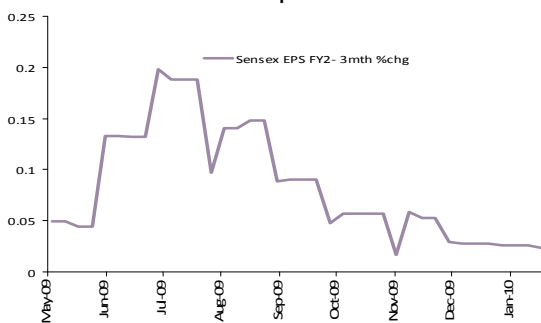
Le **marché taiwanais** a fortement sous-performé au cours des derniers mois sous l'effet de la hausse de l'aversion au risque, malgré les fortes révisions des bénéfices. Nous maintenons notre surpondération sur le marché pour des considérations structurelles. En effet, Taiwan bénéficie des progrès dans ses relations économiques avec la Chine, ce qui permet d'accroître l'exposition des entreprises taiwanaises au consommateur chinois. Les meilleures perspectives sur le cycle des semi-conducteurs devraient également profiter au marché. Finalement, la bourse taiwanaise a fortement sous-performé l'univers des émergents et est en train de former une base.

Corée du Sud : indice bien orienté



Les bonnes perspectives de l'économie **indienne** sont toujours de nature à soutenir le marché action. De plus, le marché a salué l'annonce du budget pour l'année fiscale 2011 qui prévoit de réduire le déficit fiscal et de renforcer les fonds dédiés au développement des infrastructures. Excepté cela, le marché indien n'a pas été alimenté par des surprises majeures. La croissance des profits des entreprises au dernier trimestre 2010 était en ligne avec les attentes et l'indice des révisions des bénéfices reste stable. **Nous préconisons la neutralité sur ce marché.**

Inde : l'indice des révisions des bénéfices est stable, mais positif



Les inquiétudes concernant le resserrement monétaire en Chine, premier partenaire commercial du **Brésil**, ont fait chuter l'indice Bovespa en janvier. Il semble cependant que ces inquiétudes aient été surestimées par le marché qui est quasiment revenu à son niveau de début d'année, soit seulement 10 % sous son plus haut historique atteint en mai 2008. Les indicateurs de tendance sont encore bien orientés, la reprise économique est bien ancrée et les bénéfices devraient croître de 22 % en 2010. Ainsi, nous sommes confiants sur les perspectives du Brésil à moyen terme mais préférons conserver une position légèrement négative considérant les risques de corrections à court terme suivant les potentielles hausses des taux d'intérêt.

Brésil : les valorisations sont relativement chères



Les actions **russe**s ont repris leur tendance positive depuis la fin du mois de février, soutenues par les bonnes perspectives sur les matières premières qui ont conduit les analystes à réviser à la hausse les estimations des bénéfices des entreprises russes. Aussi, l'appréciation de 17 % du rouble durant l'année passée est positive pour les banques qui peuvent couvrir leur dettes en devises étrangères plus facilement. Par ailleurs, la valorisation des actions russes est devenue trois fois supérieure à leur plus bas en octobre 2008, mais demeurent toujours attractives. Nous recommandons une position neutre sur ce marché.

Nous continuons de réduire notre pari négatif sur **l'Afrique du sud**. En effet, les récentes révisions des bénéfices dues à une nette amélioration de la conjoncture ont rendu les valorisations beaucoup plus attractives. Par ailleurs, la stabilisation de la devise est de nature à soutenir les entreprises exportatrices de matières premières.

La **Turquie** se trouve ces dernières semaines dans une bien mauvaise phase. En effet, les récentes tensions politiques sont susceptibles de faire augmenter la prudence des investisseurs envers ce pays. De plus, les négociations avec le FMI ont été à nouveau suspendues. **Nous recommandons une exposition légèrement négative.**

STRATEGIES ALTERNATIVES

Matières Premières

Nous conservons notre exposition positive aux matières premières

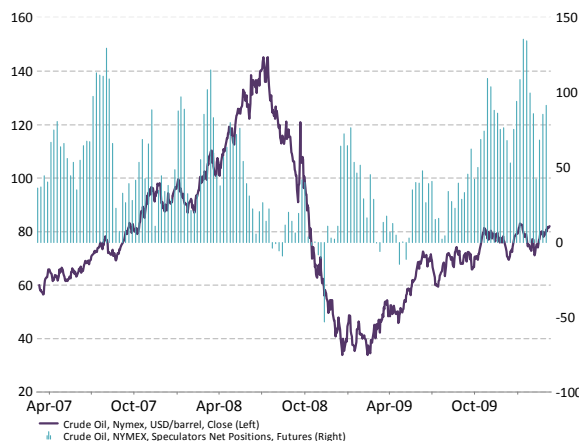
Le nouveau rebond des cours du brut, qui a repris plus de 10\$ en un mois, est sans doute un signe que le marché est inconfortable avec un pétrole à 70\$ alors que la reprise de la demande semble imminente. En effet, si les stocks de brut ont cessé de diminuer au cours des dernières semaines, d'autres indicateurs s'améliorent. Ainsi, les importations américaines de pétrole sont revenues à des niveaux plus proches de leur moyenne historique et les raffineurs ont commencé à augmenter leur niveau d'activité en anticipation d'une progression de la demande de produits pétroliers. Dans ce contexte, nous avons conservé **notre exposition positive au pétrole**, dans la mesure où le rebond de la demande devrait se poursuivre durant les prochains mois, mais au-delà des 80\$, des mouvements de prises de bénéfices pourraient limiter les gains à court terme.

Nous avons également conservé une **exposition positive aux métaux de base**. En effet, comme pour les produits pétroliers, les premiers signes d'une reprise de la demande physique dans les économies développées semblent se matérialiser. Dans la mesure où la demande des pays émergents devrait rester solide, l'équilibre du marché physique pourrait basculer, permettant ainsi aux stocks de métaux de commencer à diminuer. Cependant, une partie de ces anticipations est déjà intégrée dans les prix et, à plusieurs mois, des risques de correction existent.

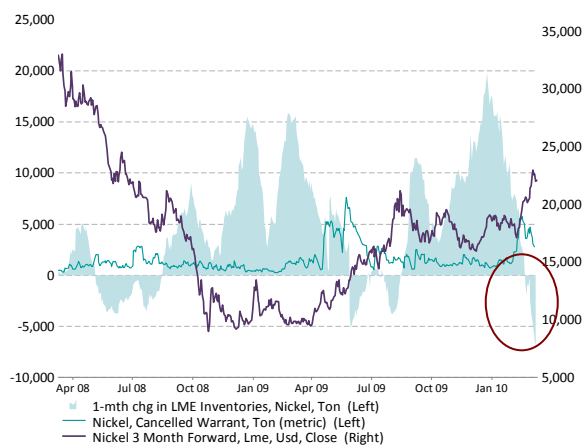
L'or et les **métaux précieux** ont eux aussi bénéficié du retour de l'appétit pour le risque. En effet, bien que moins exposés au cycle économique, les métaux précieux devraient profiter du rebond de la demande industrielle (principalement issue des semi-conducteurs et du secteur automobile) et de la reprise progressive de la consommation liée à la joaillerie, tandis que la demande liée à l'investissement devrait rester solide dans un environnement de taux d'intérêt très bas et de liquidités abondantes. Nous restons positifs sur l'or et les métaux précieux.

Nous restons légèrement exposés aux **matières premières agricoles**. En effet, si les perspectives haussières sont limitées à court terme dans un contexte de récoltes abondantes et de faible demande à l'exportation, le niveau actuel des cours limite les risques à la baisse. D'autant que la pause du dollar et la hausse des cours de l'énergie constituent des facteurs de soutien.

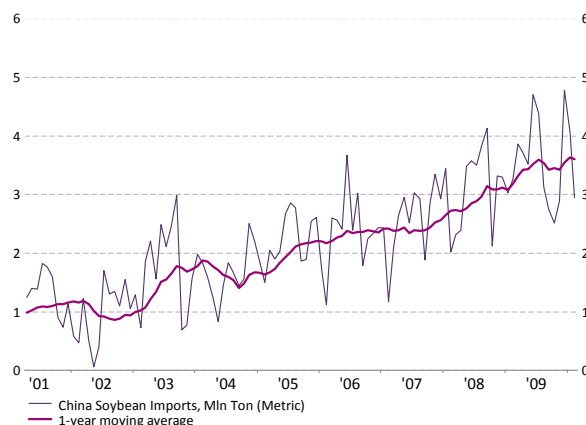
Pétrole : les spéculateurs augmentent leur positions



Nickel : les stocks commencent à baisser



Soja : les importations chinoises stagnent



Source: Factset, BNPPAM



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.*

