

Stratégie d'Investissement du 6 août 2008

Un rebond technique inachevé sur les actions

Après une première quinzaine désastreuse sur les marchés actions, qui ont enfoncé les précédents points bas de mars en raison de nouvelles inquiétudes sur le système financier (en particulier Fannie Mae et Freddie Mac), un rebond limité s'est mis en place. Le soutien des pouvoirs publics aux deux organismes de refinancement hypothécaire ne semble cependant pas avoir totalement rassuré les investisseurs. Malgré des résultats trimestriels supérieurs aux attentes des analystes, les nouvelles en provenance du système financier, surtout américain, restent en effet mitigées (faillites d'établissements régionaux spécialisés sur les crédits hypothécaires, annonces de nouvelles dépréciations d'actifs et augmentations de capital) et l'activité économique continue de se dégrader ou déçoit partout dans le monde. Cet environnement conjoncturel se traduit par un scénario fluctuant et des variations toujours heurtées sur les actions.

Positionnement tactique sur les actions

Des indicateurs techniques et de sentiment de court terme, conjugués au reflux des prix du pétrole et à un discours équilibré des Banques centrales, suggèrent que la hausse des indices observée depuis la mi-juillet pourrait se poursuivre pendant encore quelques temps. Elle devrait toutefois s'essouffler par la suite. En effet, la poursuite de l'affaiblissement économique ira de pair avec des perspectives bénéficiaires moins favorables dans les trimestres à venir.

Ce tassement à venir de l'activité et des profits est déjà en grande partie intégré dans les niveaux atteints par des indices boursiers faiblement valorisés. Mais deux autres sujets sont de nature à préoccuper les investisseurs : la santé du système financier et l'orientation des prix du pétrole. Sur le premier point, les nouveaux efforts des autorités américaines pour éviter le risque d'une crise systémique vont certes dans le bon sens mais ne convainquent pas encore totalement. Sur les matières premières, la spéculation rend difficile la lecture des récentes évolutions. Dans le contexte de taux réels très faibles, voire négatifs, il semble cependant erroné d'anticiper une poursuite au même rythme d'un reflux des prix du pétrole qui sans doute a contribué à la reprise des actions.

« We gonna need a bigger boat »

Cette réplique (« *Il nous faudrait un plus gros bateau* »), tirée du film de Steven Spielberg *Les dents de la mer* (1975), est passée dans le langage courant aux Etats-Unis où elle est employée quand une situation paraît insurmontable. Face aux crises qui s'accumulent depuis quelques temps, les investisseurs semblent bien avoir besoin d'un plus gros bateau. A l'heure actuelle, les éléments fondamentaux susceptibles de transformer le rally technique en hausse plus durable sont absents. Le niveau attractif des valorisations est certes un facteur fondamental de performance à long terme mais les investisseurs ne s'y intéresseront qu'une fois rassurés sur les perspectives de croissance. Il est probable dans ce contexte que la volatilité sur l'ensemble des marchés financiers demeure élevée dans les prochains mois.

Les actions vont continuer à fluctuer sans direction claire avant que ne se mette en place un scénario de reprise. Celui-ci pourrait être étayé par l'action de la Fed. Quand la possibilité d'une hausse des taux directeurs américains sera clairement annoncée parce que Ben Bernanke se déclarera moins préoccupé par la croissance, peut être vers le début de l'année prochaine, la défiance pour les actifs risqués s'estompera. A la fin du film, le grand requin blanc est vaincu.

Equity Markets (local currencies)	Last price 07/08/2008	1M chg	3M chg	Ytd
		(% changes)		
Stoxx 50	2 912	1.5	-11.4	-21.0
EuroStoxx 50	3 397	1.9	-12.3	-22.8
CAC 40	4 457	2.6	-12.2	-20.6
DAX	6 543	2.3	-7.5	-18.9
MIB	29 154	0.9	-15.6	-24.4
Ibex 35	11 718	-2.2	-16.5	-22.8
Footsie 100	5 478	-0.6	-12.5	-15.2
SMI	7 182	5.4	-6.0	-15.4
S&P 500	1 266	1.1	-9.1	-13.8
Dow Jones Indus 30	11 431	1.8	-10.8	-13.8
Nasdaq	2 356	5.0	-3.4	-11.2
Nikkei 225	13 125	-1.8	-6.9	-14.3
Topix	1 259	-4.1	-9.7	-14.7
MSCI Emerging (USD)	41 092	-3.5	-17.3	-20.3
Kospi composite	1 564	-1.0	-15.6	-17.6
Bovespa	57 018	-3.5	-17.4	-10.8
Russia RTS	1 843	-15.8	-16.3	-19.6
India BSE 30	15 117	11.8	-12.8	-25.5
HS China - Red Chip (HKD)	4 495	-5.9	-21.9	-26.5

Bond Markets	Last yield 07/08/2008	1M chg	3M chg	Ytd
		(changes in bp)		
10-year US T-note	3.93	2	7	-16
2-year US T-note	2.43	-1	11	-69
10-year Bund	4.28	-15	9	-5
2-year Bund	4.11	-26	32	11
10-year Gilt	4.69	-22	-2	7
2-year Gilt	4.64	-28	20	23
10-year JGB	1.52	-18	-15	2
2-year JGB	0.73	-18	-6	2

	Last spread	1M chg	3M chg	Ytd
		(changes in bp)		
Lehman Global High yield	728	28	156	231
Lehman US High Yield	785	38	150	221
Lehman EUR High Yield	836	54	238	383
Lehman US Invest.grade	288	18	52	91
Lehman EUR Corporate	189	12	31	69
JP Morgan EMBI+	290	-14	36	58

Currencies	Last 07/08/2008	1M chg	3M chg	Ytd
		(% changes)		
EUR/USD	1.54	-1.8	-0.1	4.6
USD/JPY	109.6	1.9	4.0	-3.1
GBP/USD	1.94	-1.3	-0.4	-2.4
USD/CHF	1.06	2.7	0.3	-6.1
EUR/JPY	168.5	0.1	3.9	1.3
EUR/GBP	0.79	-0.6	0.2	7.2
EUR/CHF	1.63	0.8	0.2	-1.8

Commodities	Last price 07/08/2008	1M chg	3M chg	Ytd
		(% changes)		
Oil (WTI), \$/bl.	119.8	-15.2	-3.0	24.8
Reuters/CRB index	450.6	-3.5	-4.3	5.2
Gold, \$/oz.	872.5	-5.7	0.6	4.0

Source: Factset, BNPP AM

Achévé de rédiger le 8 août 2008

Ce numéro de Stratégie d'Investissement est allégé. La publication de septembre sera au format habituel.

ALLOCATION D'ACTIFS

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 CLASS ¹	Sharpe Ratio	Aug-08 weights	Jul-08 weights
EQUITIES			
Developed Equities	0.0	0.0%	0.1%
Emerging Equities	0.4	1.0%	1.1%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0.1	2.0%	0.0%
Corporate Bonds	0.2	3.3%	3.4%
High Yield	0.1	0.9%	1.1%
Emerging Debt	-0.1	-0.7%	-1.0%
COMMODITIES			
Brent Oil	0.0	0.0%	0.0%
Base Metals	-1.1	-3.1%	-2.6%
Gold	0.1	0.4%	0.7%
Agricultural	0.2	0.5%	1.1%
Cash Euro	0.0	-4.4%	-4.0%
Module Total		0.0%	

1- Hedged in Euro, 2- MSCI hedged in Euro

3- MSCI in Euro, 4- JP Morgan GBI hedged in Euro,

5- Forwards to Euro investor

* Risk Budget (in bp), ** VaR 99% 1 month,

***Net: Multi-Asset Class

EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES ¹	Alpha	Aug-08 weights	Jul-08 weights
US	0.1	1.4%	2.5%
Canada	0.1	0.8%	1.5%
Euroland	-0.2	-2.1%	-2.6%
Japan	0.1	0.9%	1.4%
UK	-0.1	-0.8%	-0.6%
Switzerland	0.0	-0.1%	-1.5%
Australia	0.0	-0.1%	-0.6%
Module Total		0.0%	

EQUITIES: EMERGING COUNTRIES ³	Alpha	Aug-08 weights	Jul-08 weights
Brazil	0.1	0.7%	1.3%
Mexico	-0.2	-0.8%	-0.2%
China	0.0	0.1%	-0.3%
India	-0.2	-0.8%	-1.6%
South-Korea	0.2	0.9%	1.3%
Taiwan	-0.3	-1.2%	-1.2%
Russia	0.4	1.6%	1.7%
Poland	0.0	0.3%	0.0%
South Africa	-0.3	-1.7%	-0.9%
Turkey	0.3	0.9%	0.0%
Module Total		0.0%	

BONDS: COUNTRIES SOVEREIGN ⁴	Alpha	Aug-08 weights	Jul-08 weights
US	-0.1	-3.4%	-4.5%
Euroland	0.2	9.7%	10.0%
Japan	-0.1	-3.0%	-5.4%
UK	0.1	1.2%	6.4%
Switzerland	-0.1	-4.5%	-6.5%
Module Total		0.0%	

PORTFOLIO STATISTICS

Ex-ante Volatility	1.00%
Ex-ante Var*	0.67%
Excess Return over Cash at 84.1% o	0.20%
Conf. of beating Cash by 2%	21.08%
Risk of falling below Cash -0.5%	4.49%

Principaux paris du mois

- Maintien d'un léger biais positif sur les actions, au travers d'une exposition sur les marchés émergents.
- Pari positif sur l'obligataire d'Etat : l'accélération du ralentissement économique (Europe et Japon notamment) prend le pas sur les craintes inflationnistes qui se sont un peu réduites.
- Préférence maintenue pour le crédit *corporate* (valorisation attractive, réduction du levier financier des banques favorable) et le *high yield* (portage élevé).
- Au sein des matières premières, exposition positive maintenue sur l'or et les produits agricoles et renforcement du pari négatif sur les métaux, pénalisés par le ralentissement économique.

Paris géographiques actions

- Préférence pour les USA maintenue : croissance faible mais détermination des autorités publiques à sortir de l'ornière (plan fiscal, mesures d'aides aux ménages sur l'immobilier, procédures de sauvegarde de *Fannie* et *Freddie*) et politique monétaire très accommodante.
- Pari positif sur le Canada, l'un des rares marchés où les bénéfices sont continuellement révisés à la hausse.
- Réduction de l'exposition sur le Japon : valorisation attractive mais le risque de récession pèse sur la confiance.
- Légère réduction du pari négatif sur la zone euro. Le discours de la BCE ne laisse pas présager d'assouplissement rapide de sa politique mais les risques

de nouvelles hausses de taux semblent écartés. L'accélération du ralentissement économique, les tensions sur les marges et les perspectives bénéficiaires en baisse pénalisent ce marché.

- Sous-exposition au UK : malgré une valorisation relative attractive et des perspectives d'assouplissement monétaire, la chute de l'immobilier et l'affaiblissement économique devraient peser.
- Au sein des émergents, préférence maintenue pour la Russie, la Corée et le Brésil. L'exposition à ce dernier est cependant réduite : les croissances économique et bénéficiaire sont toujours soutenues mais la poussée inflationniste devrait mener à un plus important resserrement monétaire.
- Adoption d'un pari positif sur la Turquie : anticipation de fin de resserrement monétaire, valorisation relative attractive et réduction du risque politique.

Obligations gouvernementales

- Pari en faveur de la zone euro et du UK : biais baissiers des anticipations de politique monétaire, momentum porteur et valorisations relatives plus attrayantes.
- Sous-exposition relative sur les Etats-Unis du fait des anticipations de resserrement monétaire et de l'avance de ce pays dans le cycle économique.
- Pari négatif sur le Japon, où les taux intègrent déjà en bonne partie la faiblesse de la croissance.



PERSPECTIVES D'ENSEMBLE

VALE-HESITATION

Une conjoncture mondiale moins favorable

Les nouvelles économiques en provenance des Etats-Unis sont restées assez mitigées au cours des dernières semaines. Le taux de chômage continue à monter mais l'activité industrielle ne faiblit que modérément. En revanche, la plupart des indicateurs en Europe, au Japon et dans certaines zones émergentes ont très nettement fléchi. L'économie mondiale semble avoir renoué avec un cycle où les Etats-Unis « montrent la voie » –à la hausse comme à la baisse– avec une avance dans le cycle variable selon la zone concernée. Par exemple, le cycle européen présente généralement un retard de deux à trois trimestres sur le cycle américain. La très légère contraction du PIB US au 4^e trimestre (-0,2% en rythme annualisé après révision) constitue un point de départ « évident ». Même si la croissance apparaissait déjà presque nulle avant ces révisions, ce chiffre négatif a retenu l'attention des investisseurs. Six mois plus tard environ, les effets de ce ralentissement se manifestent dans le reste du monde.

La mondialisation ne résout pas tout. Le thème du « découplage » entre économies du fait de l'importance toujours plus grande des pays émergents dans la croissance mondiale a été mis en avant par un certain nombre d'analystes. Les grands pays émergents sont certes en train de connaître un développement de plus en plus autonome (assis en particulier sur l'investissement) mais la part encore limitée de la consommation privée dans leur PIB ne les met pas à l'abri des aléas de la conjoncture internationale. Les cycles peuvent être lissés par une demande « émergente » plus résistante mais ne peuvent être entièrement effacés malgré l'apparition de « dynamiques régionales » (l'activité en Chine profite à l'ensemble de l'Asie, y compris au Japon). Cette logique régionale a récemment trouvé sa limite : les mesures restrictives prises par les autorités chinoises au printemps pour limiter l'inflation ont fini par peser sur l'activité, ce qui s'est traduit par un tassement des exportations japonaises déjà affectées par le ralentissement américain. Dans ce contexte, le gouvernement japonais a déclaré début août que « l'économie faiblit », reconnaissant implicitement une possible entrée en récession. La situation des économies européennes n'est guère plus enviable et les enquêtes auprès des chefs d'entreprises et des directeurs d'achats montrent désormais une très nette inflexion de l'activité sous l'effet de nombreux vents contraires : ralentissement américain, euro fort, hausse du prix du pétrole, politique monétaire légèrement restrictive malgré la crise financière, retournement de l'immobilier.

L'économie mondiale va sans doute ralentir nettement mais pas s'effondrer.

Le prix du pétrole pèse moins sur la croissance et le moral. Le reflux rapide des prix du pétrole depuis la mi-juillet apparaît comme la nouveauté de ces dernières semaines et a d'ailleurs été salué par les marchés actions. Le baril de WTI est passé d'un nouveau record à plus de 147 dollars le 11 juillet à moins de 123 le 25, soit une baisse de 16 % en deux semaines. Ce recul a été amplifié par le débouclage de positions spéculatives. Des éléments fondamentaux ont également été mis en avant comme un reflux de la demande (notamment chinoise) ou de moindres tensions géopolitiques. De tels arguments sont fragiles : des attaques contre des installations pétrolières sont survenues en fin de mois au Nigeria et ont entraîné une remontée ponctuelle des prix le 28 juillet. Les cours sont restés volatils mais le baril de WTI a repris son orientation baissière début août pour passer sous 120 dollars. Malgré ce net recul, la hausse depuis le début de l'année ressort encore à 25 %. Le momentum baissier est puissant et pourrait rester d'actualité à court terme mais, à moyen terme, les facteurs fondamentaux ne justifient pas une baisse ultérieure en l'absence d'un effondrement de la demande mondiale de pétrole qui irait de pair avec une contraction sévère de l'activité. La volatilité des cours du brut (liée à des facteurs géopolitiques et à d'autres, purement financiers) pourrait caractériser les prochains mois. Par ailleurs, avec des taux réels négatifs, les matières premières dans leur ensemble devraient conserver la faveur des investisseurs en tant qu'actif réel « par défaut ». Il reste que le retour de près de 150 dollars le baril à 120 apparaît comme une nouvelle encourageante aussi bien pour la croissance (moindre « ponction pétrolière » sur la consommation des ménages) que pour l'inflation (effets quasi immédiats sur l'inflation totale). En outre, le reflux du prix du pétrole est de nature à améliorer le moral des ménages. Cette évolution pourrait de surcroît permettre aux Banques centrales de retarder ou d'interrompre le resserrement monétaire. Enfin, en éloignant les craintes inflationnistes, la baisse du pétrole peut faciliter la stabilisation des marchés financiers, en particulier les actions. Un dérapage de l'inflation est un phénomène difficilement contrôlable par les Banques centrales (cf. la métaphore du tube de dentifrice de Karl Otto Pöhl) qui peut ainsi peser sur les actions au-delà de la détérioration des marges des entreprises.

Entre deux maux, le ralentissement « ordonné » de la croissance apparaîtra sans doute comme la moins mauvaise des solutions aux yeux des investisseurs. Une récession plus brutale aurait peut-être eu des effets *in fine* plus positifs en remettant les compteurs à zéro. Les Banques centrales ne semblent pas décidées à administrer un tel « purgatif ». Faisons-leur confiance : nos médecins sont meilleurs que ceux de Molière.

AVERTISSEMENT

Ce document, émis par BNP Paribas Asset Management (BNPP AM), société de gestion agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en France, n'est produit qu'à titre d'information. Il ne constitue pas et ne fait pas partie d'une offre ou d'une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières.

Les informations et les opinions contenues dans ce document ont été obtenues, entre autres, auprès de sources publiques considérées comme fiables, mais aucune attestation ou garantie, expresse ou tacite, n'est donnée quant à la fiabilité ou au caractère complet de ces informations qui ne doivent pas être exploitées comme telles. Les opinions contenues dans ce document expriment le jugement de BNPP AM au moment indiqué dans le document et sont susceptibles de changer sans avis préalable. Elles ne doivent ni faire autorité ni se substituer au jugement propre des destinataires et ne sont pas censées être l'unique base d'évaluation des stratégies ou instruments présentés dans ce document. Toute référence à des performances passées d'un marché ou d'un instrument ne doit en aucun cas être considérée comme une indication de performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'assume une quelconque responsabilité pour les pertes subies, directement ou indirectement, suite à l'utilisation de tout ou partie de ces informations. Toute société du Groupe BNP Paribas peut, dans le respect de la loi, avoir agi selon ou utilisé l

es informations contenues dans le présent document, ou dans la recherche ou l'analyse sur lesquelles il est basé, avant leur publication. Ce document est réservé à l'intention de ses destinataires déterminés et ne doit être ni remis ni transmis à d'autres personnes sans l'accord écrit préalable de BNPP AM. En outre, toute traduction, adaptation ou reproduction totale ou partielle de ce document, par quelque procédé et dans quelque pays que ce soit, est interdite sans l'accord écrit préalable de BNPP AM.