



BNP PARIBAS

Allocation d'actifs : Deuxième trimestre 2009

Juin 2009

Analyse macroéconomique : contexte	<u>page 2</u>
Analyse macroéconomique : perspectives	<u>page 3</u>
Allocation d'actifs : synthèse	<u>page 4</u>
Recommandations Actions	<u>page 5</u>
Recommandations Matières Premières	<u>page 6</u>
Recommandations Obligations	<u>page 7</u>
Allocation Sectorielle	<u>page 8</u>
Synthèse	<u>page 9</u>
Liste des actions préférées	<u>page 10</u>

Analyse macroéconomique

Contexte

- Le **sentiment de marché s'est considérablement amélioré**, contrastant avec les discours alarmistes tenus en début d'année 2009. En témoignent le rallye constaté sur les actions qui renouent avec leurs plus hauts annuels, mais également le recul des « spreads » de crédit sur les obligations d'entreprises et le retour du VIX (indice de volatilité des actions américaines) à des niveaux qui n'avaient pas été vus depuis la fin de l'été dernier. L'éviction du risque systémique (la plupart des grandes banques américaines ont apporté la preuve de leur capacité à assurer elles-mêmes leurs besoins en financements), des publications de résultats meilleures qu'attendues au 1er trimestre et le retournement des principaux indicateurs avancés auront finalement réussi à rétablir l'optimisme.
- Les derniers mois ont effectivement été le théâtre d'un **retournement des indicateurs avancés aux États-unis mais aussi en Chine, où l'amélioration est d'ailleurs la plus visible**. Dans cette région, l'indice PMI (indicateur d'activité économique) progresse pour la 5ème fois consécutive, dépassant désormais allègrement les 50 (53.5), seuil au-delà duquel il est admis que l'activité est en expansion. Certains secteurs affichent même des niveaux supérieurs à 60, à l'instar de l'automobile, des équipements électriques, des matériaux de base et du textile. Bien sûr les plans de relance organisés par le gouvernement chinois expliquent en partie le renouveau économique du pays. Mais il ne faut pas sous estimer l'impact des efforts réalisés en termes de politique monétaire. Devenue exceptionnellement accommodante, cette dernière a en effet permis de doper la demande en immobilier résidentiel et en biens de consommation. C'est ainsi que les prix des logements ont repris le chemin de la hausse au premier trimestre dans la plupart des zones urbaines et que les ventes de voitures neuves continuent de défier tous les pronostics.
- **Si la reprise économique est aujourd'hui incontestable en Chine, les conclusions s'avèrent plus délicates à tirer pour le monde occidental**. Les dernières commandes de biens durables publiées aux États-unis ressortent supérieures aux attentes mais il s'agit essentiellement de dépenses de défense, et non d'une dynamique de la demande privée. Quant à l'Europe, les bonnes nouvelles se font encore rares. Le dernier IFO en date n'affiche qu'une très légère amélioration, avec une composante « conditions actuelles » au plus bas.

[Retour au sommaire](#)



Analyse macroéconomique

Perspectives



- Le marché doit absorber pour près de 2 000 milliards de dollars de dette publique américaine en 2009 et il n'est pas certain que l'opération réussisse sans conséquences néfastes pour l'économie mondiale. Le dérapage - encore très contrôlé - des taux longs observés sur les dernières semaines (le taux long de l'obligation du Trésor de maturité 10 ans traite aujourd'hui à un plus haut de 6 mois) constitue en cela une piqûre de rappel. **Certes l'heure est à la reconstitution de l'épargne et les obligations d'État occupent à ce titre une place privilégiée dans un environnement perturbé.**
- **Mais d'autres forces sont également en jeu, comme le risque inflationniste par exemple.** La tenue du billet vert face aux principales devises ainsi que l'évolution du prix des matières premières et de l'énergie seront deux puissants vecteurs d'inflation déterminants. Or, le fait que les métaux de base comme le cuivre ou le baril de pétrole s'apprécient de près de 60% sur les derniers mois et que le dollar vienne à nouveau tester le seuil de 1 euro pour 1.40 dollar n'est, de ce point vue, pas vraiment rassurant. Et une possible dégradation de la notation de la dette souveraine américaine viendrait encore noircir davantage le tableau. Certes, la situation n'a encore rien d'alarmant puisque les taux longs hypothécaires à 30 ans restent en deçà de 5%, un niveau faible au regard de l'histoire. Il ne fait pas de doute que cette variable va rester surveillée, compte tenu de son importance. **La reprise économique est peut-être au coin de la rue, mais elle ne peut supporter une augmentation significative des taux longs.**

[Retour au sommaire](#)



Notre allocation d'actifs

Synthèse des recommandations

- **NEUTRE sur les ACTIONS.**
 - Sur le court/moyen terme (3 à 6 mois)  NEUTRE
 - Sur le long terme (> 6 mois)  SUR-PONDERER
- **NEUTRE sur les OBLIGATIONS D'ETAT**, ainsi que sur les meilleures signatures parmi les obligations d'entreprises.
- **SUR-PONDERER les OBLIGATIONS D'ENTREPRISES**, y compris celles issues de l'univers « Haut Rendement ».
- **NEUTRE sur les MATIERES PREMIERES.** Nous recommandons toutefois de préférer l'or qui bénéficie de la thématique de l'inflation ainsi que les matières premières agricoles.
- **ALLOCATION SECTORIELLE** : préférer les secteurs de la pharmacie, de l'énergie, de l'acier et des opérateurs Télécom.
- **LES MONNAIES** : le dollar devrait se réapprécier compte tenu des niveaux actuellement atteints, mais ce mouvement ne devrait pas avoir lieu à court terme. Le Yen devrait rester stable, autour de 100 Yen pour 1 dollar. Le franc suisse devrait continuer à se déprécier au fur et à mesure de la sortie de la crise.

[Retour au sommaire](#)



Nos recommandations sur les actions

NEUTRE

Sur le court/moyen terme (3–6 mois) : NEUTRE

- Il est difficile d'espérer une rentabilité élevée des actions sur le court terme :
 - La réappréciation des marchés actions a été très rapide. Beaucoup de titres traitent aujourd'hui au-dessus des objectifs de cours définis par le consensus.
 - L'effet surprise provoqué par le rebond des indicateurs macro-économiques est maintenant intégré.
 - Les marchés devraient adopter une attitude attentiste à l'approche des résultats du 2ème trimestre.

Sur le long terme (> 6 mois) : SUR-PONDERER

- Les scénarii les plus pessimistes défendent l'idée d'une reprise économique durable courant 2010. Dans leur grande majorité, les ratios de valorisation des actions demeurent attractifs au regard de l'histoire. Il faudra néanmoins rester vigilant sur les points suivants :
 - Les taux longs aux États-unis, notamment hypothécaires,
 - Les indicateurs avancés : un revirement négatif serait très mal supporté,
 - Le chômage : trop important, il est capable de faire douter les investisseurs de la pérennité de la reprise.

[Retour au sommaire](#)



Nos recommandations sur les matières premières

NEUTRE

Matières Premières	T1 2009	T2 2009	Recommandations
Énergie	+	=	Nous passons de SUR-PONDERER à NEUTRE . Le pétrole s'est significativement apprécié en quelques mois (x2 depuis les points bas de fin 2008). Or, si les espoirs de reprise économique se sont matérialisés, la demande réelle reste encore déprimée. La reconstitution massive des stocks suggère une pause dans la dynamique d'appréciation des prix.
Métaux industriels	-	-	La demande globale en métaux industriels reste très faible sur les premiers mois de l'année 2009. L'essentiel de la demande est artificiellement entretenu par la Chine. Cette dernière poursuit en effet une politique de soutien pour ce secteur, compte tenu de son poids dans l'économie domestique et des risques sociaux qu'engendrerait la fermeture des sites de production. Nous ne pensons pas que cette politique soit tenable à long terme.
Matières agricoles	=	+	Nous passons de NEUTRE à SUR-PONDERER , compte tenu de nos révisions sur le reste des matières premières. Nous pensons que les matières agricoles sont davantage à l'abri d'un mouvement de consolidation que l'énergie ou les métaux industriels par exemple.
Métaux précieux (Or)	+	=	Nous n'attendons pas de correction massive sur l'or , compte tenu du renforcement des vecteurs d'inflation. Néanmoins la barrière des 1000 dollars l'once nous semble constituer un seuil psychologique important.

[Retour au sommaire](#)



Nos recommandations sur les obligations

■ OBLIGATIONS D'ETAT : NEUTRE

Obligations d'État	T1 2009	T2 2009	Recommandations
Europe	+	=	Nous sommes neutres sur les obligations européennes.
États-Unis	+	=	Nous sommes neutres sur les obligations américaines.

■ OBLIGATIONS D'ENTREPRISES : SUR-PONDERER




Obligations d'Entreprises	T1 2009	T2 2009	Recommandations
Catégorie d'investissement (Obligations les mieux notées)	+	=	La compression des « spreads » a été conséquente tandis que les taux courts ont probablement enregistré leur point bas.
Catégorie spéculative («Haut rendement»)	-	+	Nous passons à SUR-PONDERER sur les obligations « haut rendement » du fait de l'érosion du sentiment d'aversion au risque qui nourrit la compression des « spreads » de crédit, encore élevés pour cette catégorie.

[Retour au sommaire](#)



Allocation sectorielle

- Revenir sur **les secteurs ou valeurs les plus exposés aux dépenses publiques** :

- A fort « pricing power »  Santé
- A fort dividende récurrent  Télécoms et Énergie
- Le secteur idéal contre les cycliques  Pharmacie

Secteurs	Analyse
■ Acier, Équipements Médicaux et Services, Opérateurs télécoms, Énergie, Pharmacie/Santé	+
■ Aéronautique et Défense, Construction, Assurance, Biens de consommation, Distribution alimentaire, Agro-alimentaire, Mines, Tabac, Media	=
■ Automobile, Banques, Biens d'équipement, Transports, Électronique, Luxe, Immobilier, Services aux Collectivités, Chimie	-

[Retour au sommaire](#)



Synthèse de nos recommandations

2ème trimestre 2009

Actions → NEUTRE			Matières premières → NEUTRE		
Allocation temporelle		Allocation sectorielle			
Sur le court/moyen terme (<6 mois)	=	Acier, Équipements Médicaux et Services, Opérateurs télécoms, Énergie, Pharmacie/Santé	+	Énergies	=
		Aéronautique et Défense, Construction, Assurance, Biens de consommation, Distribution alimentaire, Agro-alimentaire, Mines, Tabac, Media	=	Métaux Industriels	-
Sur le long terme (>6 mois)	+	Automobile, Banques, Biens d'équipement, Transports, Électronique, Luxe, Immobilier, Services aux Collectivités, Chimie	-	Matières agricoles	+
				Métaux précieux (or)	=

Obligations d'États → NEUTRE		Obligations d'Entreprises → SUR-PONDERER	
Europe	=	Catégorie d'investissement	=
Etats-Unis	=	Catégorie spéculative	+

[Retour au sommaire](#)



Liste des ACTIONS préférées d'Exane BNP Paribas



Cette sélection regroupe les valeurs pour lesquelles nos analystes ont une conviction forte et un haut degré de confiance dans une optique d'investissement à long terme.

Valeur	Secteur	Cours au 29/05/09	Objectif de cours	Potentiel de hausse	Notation du secteur par rapport au marché
ALCATEL - LUCENT	Technologie	1.79 €	3 €	+67.6%	-
ARCELORMITTAL	Acier	32.80 \$	31 \$	-5.5%	+
CARLSBERG	Boissons	334 DKK	370 DKK	+10.8%	-
DANONE	Agro-alimentaire	35.10 €	Restricted	N/A	=
LVMH	Luxe	58.50 €	57 €	-2.5%	-
Portugal TELECOM	Télécom	6.30 €	9 €	+42.8%	+
SMITH & NEPHEW	Santé	449 p	675 p	+50.3%	+
TESCO	Distribution alimentaire	364.9 p	430 p	+17.8%	=
VEOLIA	Services aux Collectivités	20.67 €	29 €	+40.1%	-

[Retour au sommaire](#)

