



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

La croisée des chemins

Les dernières semaines ont illustré les progrès du pessimisme et de la nervosité sur les marchés, avec des réactions violentes et parfois contre intuitives aux données économiques ou prises de position politiques. Il faut faire la part des choses entre ce qui relève du « bruit », et des vrais problèmes de fond. La nervosité ambiante reflète le degré d'incertitude sur les scénarii possibles dans les mois à venir : poursuite de la croissance ou ralentissement, voire « double dip » ; retour ou non de problématiques systémiques dans le secteur financier ; crédibilité et impact sur la croissance des plans de réduction des déficits publics ; pérennité de la zone euro... Sur ces éléments de risque, notre scénario central avance les points suivants :

- le ralentissement de la croissance aura lieu dans les pays développés, et la réduction des déficits à partir de 2011 devrait également peser. Ceci ne devrait toutefois pas aller jusqu'à un retour en récession car il reste des soutiens pour une croissance modeste (investissement, consommation légèrement positive, exportations dans le cas européen...).
- Les risques d'un défaut souverain dans la zone euro (ou son éclatement) nous apparaissent aujourd'hui très faibles, compte tenu du plan de secours mis en place ces dernières semaines. Ceci ne fait pas disparaître les risques à plus long terme mais constitue tout de même un élément de stabilisation.
- Les risques de liquidité dans le secteur financier ne doivent pas être surestimés : les Banques centrales, BCE comprise, devraient prendre les mesures appropriées pour les écarter.

Il existe donc bien des risques structurels qui, sans doute, pèseront durablement sur le niveau d'appétit pour le risque. Conjugués au ralentissement de la croissance dans les économies occidentales, ils devraient maintenir sous pression à moyen terme l'ensemble des actifs risqués de ces marchés. Néanmoins, après la poursuite de la correction en mai, il faut rappeler que la réalité actuelle est nuancée. La croissance mondiale est positive, les profits des entreprises continuent de croître, la politique monétaire est accommodante pour longtemps... On pourrait y ajouter des valorisations qui se sont détendues pour les classes d'actif ayant baissé depuis le début de l'année. Ceci nous amène à considérer qu'une stabilisation de l'environnement à court terme est plus probable que la reprise d'une très forte baisse des actifs risqués.

En conséquence, notre portefeuille en juin fait une pause dans le mouvement d'abaissement du risque et est assez proche de celui de mai. Nous restons neutres sur les actions des pays développés (avec une réduction de la sous-pondération de la zone euro et toujours une préférence pour le marché américain). Nous attendons encore une meilleure fenêtre pour revenir sur les actions émergentes. Sur l'obligataire, une position légèrement longue sur le *High yield* est conservée. Du côté des matières premières, nous relevons légèrement le poids des métaux et de l'or.



ALLOCATION D'ACTIFS

Décisions d'allocation

- Maintien d'un portefeuille proche de celui de mai.
- Actions : neutralité sur les actions développées (inchangé). Préférence pour les actions émergentes à moyen terme mais la corrélation avec les actions développées implique un poids assez proche à court terme.
- Obligations : préférence pour le high yield maintenue.
- Matières premières : attente d'un meilleur timing sur le pétrole, préférence pour l'or.

Arbitrage actions développées

- Maintien de la surpondération du marché américain et, dans une moindre mesure, du Royaume-Uni.
- Nouvelle réduction de la sous-pondération de la zone euro.
- Retour à la neutralité sur le Japon.

Arbitrage actions émergentes

- Surpondération de la Corée et de la Russie.
- Passage à une vue légèrement plus positive sur la Chine.
- Sous-pondération de l'Inde, du Brésil et de l'Afrique du Sud.

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	0.03	0.4%	0.2%
Emerging Equities	0.04	0.3%	0.6%
FIXED INCOME			
Government Bonds	-0.03	-1.4%	0.0%
Investment Grade	0.01	0.2%	-0.1%
High Yield	0.06	1.3%	1.7%
COMMODITIES			
Brent Oil	0.00	0.0%	0.0%
Base Metals	0.04	0.5%	0.3%
Gold	0.08	0.7%	0.5%
Agricultural	0.00	0.0%	0.0%
Cash Euro		-1.9%	-3.4%
Module Total		0.0%	0.0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	1.00%
Real Ex-ante Volatility	0.66%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.34	2.6%	2.4%
Canada	-0.06	-0.5%	-0.7%
Euroland	-0.08	-0.7%	-1.0%
Japan	0.00	-0.1%	1.2%
UK	0.09	0.7%	0.7%
Switzerland	-0.07	-0.6%	-0.9%
Australia	-0.22	-1.4%	-1.7%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.0	-1.2%	-7.0%
Euroland	0.5	9.5%	6.4%
Japan	0.0	-1.2%	-4.8%
UK	-0.5	-6.1%	-0.7%
Switzerland	0.0	-1.2%	6.1%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

EQUITY EMERGING COUNTRIES²

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	-0.05	-0.2%	-0.5%
China	0.05	0.3%	0.0%
India	-0.10	-0.5%	-0.5%
South-Korea	0.13	0.9%	1.2%
Taiwan	0.00	0.1%	0.3%
Russia	0.15	0.7%	0.4%
South Africa	-0.20	-1.4%	-1.1%
Turkey	0.02	0.2%	0.1%
Module Total	0.0	0.0%	0.0%



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Point de vue

Un environnement plus difficile

La crise souveraine en vedette...

...et pour longtemps

Vers un tassement de l'activité

Des risques accrus à prendre en compte

Un plan crédible qui ne convainc pourtant pas. Au cours des dernières semaines, les inquiétudes sur les dettes souveraines en Europe ont monopolisé l'attention des investisseurs et occulté des indicateurs plutôt encourageants en provenance des Etats-Unis et des zones émergentes ainsi que les révisions à la hausse des perspectives de croissance. Les craintes persistent malgré l'annonce par les autorités européennes du plan exceptionnel de stabilisation et de soutien qui résout, en théorie, les problèmes de liquidité. Par ailleurs, les Parlements nationaux ont rapidement adopté les lois nécessaires à la mise en place du Fonds européen de stabilité financière, ce qui renforce la crédibilité du plan. Enfin, la décision de la BCE d'acheter de la dette publique limite les risques de nouvelles attaques spéculatives. Malgré ces divers éléments, la volatilité reste élevée par rapport aux niveaux constatés jusqu'à fin avril et l'euro ne parvient pas à se redresser. Ces évolutions traduisent selon nous la prise en compte du **risque plus structurel de solvabilité des Etats**, conséquence des mesures de relance budgétaire et de la récession.

Les préoccupations macroéconomiques devraient revenir au premier plan étant donné que le rééquilibrage des finances publiques pénalisera la croissance. Compte tenu de la durée des procédures budgétaires et de certaines échéances électorales, il est peu probable que les pays qui ne sont pas directement sous la pression des marchés mettent en œuvre dès 2010 des mesures d'assainissement. Néanmoins, des engagements vers une plus grande vertu budgétaire à partir de 2011 ont déjà été pris (en Allemagne notamment) ou vont l'être d'ici l'été (Royaume-Uni). Le passage à une politique moins expansionniste va se faire alors que les données économiques risquent de décevoir de plus en plus, la phase d'accélération de l'économie liée au cycle industriel s'achevant pour laisser place à une croissance toujours positive mais limitée. Dans ce cadre, l'emploi ne s'améliorera que très lentement, laissant le taux de chômage à un niveau élevé.

Nous maintenons notre hypothèse de ralentissement de la croissance au cours des trimestres à venir dans les pays occidentaux, la reprise nous paraissant tout de même tenable même si elle est modérée. Cependant, le risque de connaître pire qu'un simple ralentissement (le retour en récession, ou « double dip ») s'est probablement accru ces derniers temps. Une course à la réduction des déficits publics serait très pénalisante pour la conjoncture et les tensions apparues sur les marchés interbancaires en Europe pourraient affecter le crédit si elles duraient et s'amplifiaient. Ceci se produit sur fond de recul persistant de l'inflation sous-jacente (moins de 1% en Europe comme aux Etats-Unis) qui ravive les craintes de déflation. La récession comme la déflation (qui ne font pas partie de notre scénario central) seraient particulièrement problématiques en l'absence de marges de manœuvre de politique économique.

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP y.o.y %								Inflation y.o.y %									
	2009	2010				2011				2009	2010				2011			
		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M
<small>M= Mean; H= High; L=Low</small>																		
Developed Economies																		
USA	-2.4	3.3	3.9	2.9	[3.2]	3.1	4.4	1.9	[3.1]	-0.3	2.0	2.6	1.6	[2.1]	1.9	3.8	0.6	[1.9]
Canada	-2.6	3.3	3.7	2.5	[3.2]	3.0	3.6	2.1	[3.0]	0.3	1.9	2.1	1.6	[1.9]	2.2	2.6	1.7	[2.2]
Euro zone	-4.0	1.1	1.7	0.7	[1.2]	1.5	2.6	0.9	[1.5]	0.3	1.3	1.6	1.0	[1.2]	1.4	1.9	0.8	[1.4]
UK	-4.9	1.3	2.2	0.8	[1.3]	2.3	3.4	1.1	[2.3]	2.2	2.9	3.2	2.2	[2.7]	1.8	3.6	0.3	[1.7]
Switzerland	-1.5	1.9	2.5	0.9	[1.8]	1.9	2.8	1.2	[1.9]	-0.5	1.0	1.3	0.3	[1.0]	1.0	1.5	0.5	[1.1]
Japan	-5.2	2.4	3.2	1.7	[2.2]	1.7	2.9	0.9	[1.6]	-1.4	-1.0	-0.6	-1.4	[-1.1]	-0.2	0.4	-0.7	[-0.2]
Australia	1.3	3.2	3.8	2.6	[3.3]	3.4	4.3	2.7	[3.4]	1.8	2.8	3.4	2.4	[2.6]	2.9	3.8	2.6	[2.8]

Source: Consensus Forecasts as of 10/05/2010



ECONOMIQUES PERSPECTIVES

Zones développées

La croissance des pays développés a été inégale et devrait le rester

Les américains consomment, les japonais exportent, les européens dépriment

Le PIB de l'OCDE a renoué avec la croissance depuis quatre trimestres mais celle-ci reste inégalement répartie entre trois blocs : les pays où la demande interne est satisfaisante voire solide (Etats-Unis, Canada), ceux qui parviennent toujours à exporter (Japon, Suisse) et l'Europe (y compris Royaume-Uni) où la consommation reste atone et où les importations se sont accrues début 2010. Cette situation risque de perdurer et même de s'accroître au second semestre lorsque l'activité se tassera après le rythme élevé observé depuis le 4^e trimestre (0,9 % puis 0,7% en variation trimestrielle pour l'OCDE).

La zone euro toujours à la traîne

Dans la zone euro, les perspectives de croissance sont régulièrement revues à la baisse, y compris par la BCE qui attend désormais seulement 1,2 % pour 2011. La dépréciation de l'euro ne compense pas les inquiétudes liées aux problèmes structurels de dette souveraine, une consommation limitée par le chômage et la perspective de voir se mettre en place une plus grande discipline budgétaire. L'investissement productif, justifié dans certains pays par la vigueur de la demande externe, risque d'être freiné par un recours toujours difficile au crédit.

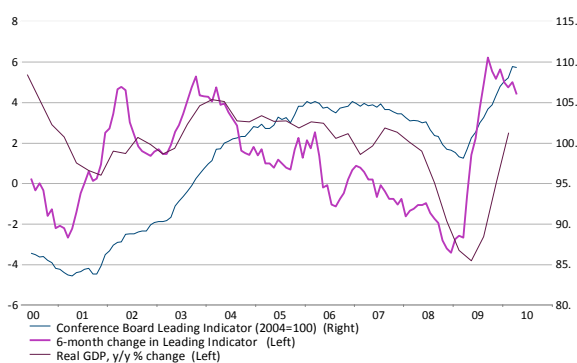
Aux Etats-Unis, la croissance est bien là mais devrait ralentir au second semestre

Aux Etats-Unis, une croissance autoentretenu se met peu à peu en place mais devrait rester limitée. La consommation privée a été soutenue par les transferts sociaux et une baisse du taux d'épargne. Dans les prochains mois, la progression des salaires devrait s'accroître mais la reprise de l'emploi reste modeste (au-delà des embauches temporaires liées au recensement). Le taux de chômage (9,8 % en mai) ne devrait pas refluer dans l'immédiat, ce qui risque de peser sur la confiance des ménages et sur les dépenses privées. L'activité industrielle est probablement proche de son pic (cf. enquêtes et indicateurs composites) mais ne va pas s'effondrer pour autant. L'investissement productif peut constituer un relais de croissance mais, comme pour l'emploi, les PME semblent devoir rester à l'écart de ce mouvement. Le PIB du 2^e trimestre devrait néanmoins bénéficier du renouvellement de certains équipements et du regain du marché immobilier en avril. Même si cette embellie est due en grande partie à un avantage fiscal, les dépenses liées au logement (biens durables, aménagement...) devraient en effet augmenter. La croissance du PIB devrait ainsi être comparable à celle du 1^{er}, (+3 % en rythme annualisé) et décroîtrait légèrement ensuite.

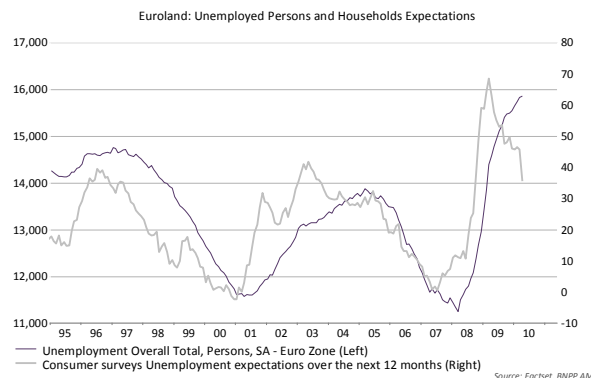
Les Banquiers centraux doivent continuer à soutenir l'activité

La conjoncture, même si elle s'est améliorée ces derniers mois, reste fragile et justifie pleinement le statu quo sur les politiques monétaires de la Fed et la BCE dans le contexte de renouveau des tensions financières.

Etats-Unis : légers signes de ralentissement



Zone euro : la demande interne en berne



ECONOMIQUES PERSPECTIVES

Zones émergentes

Plus d'accélération mais le rythme de croissance reste très élevé

Les économies émergentes affichent toujours une croissance soutenue

Contrairement aux membres du G7, les pays émergents présentent un très faible niveau d'endettement

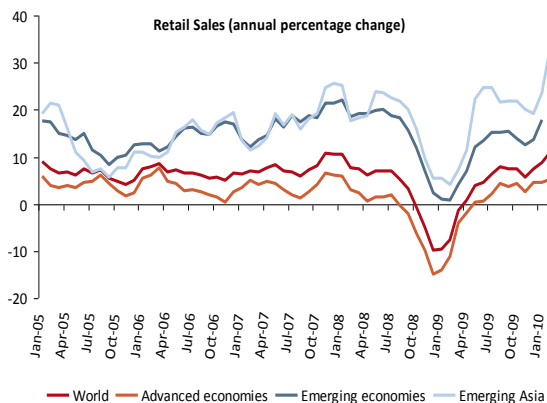
En Chine, accélération du rebalancement de l'économie par la hausse des salaires

La reprise de croissance dans les pays émergents, soutenue par la demande domestique, a été particulièrement vigoureuse et devrait rester à un niveau élevé durant les prochains trimestres. Cependant, comme nous le soulignons le mois passé, le potentiel de croissance a été atteint dans de nombreux pays d'Asie et au Brésil et les économies émergentes devraient désormais entrer dans une phase de décélération. Les derniers sondages sur l'activité suggèrent également que le dynamisme de l'économie globale devrait marquer une pause au cours de l'été. En effet, le niveau des PMI des pays émergents, à l'exception de l'Inde, a reculé substantiellement mais demeure néanmoins confortablement inscrit en zone d'expansion. Ce recul s'explique notamment par une diminution des nouvelles commandes et un ralentissement de la production industrielle dus à une conjoncture mondiale défavorable.

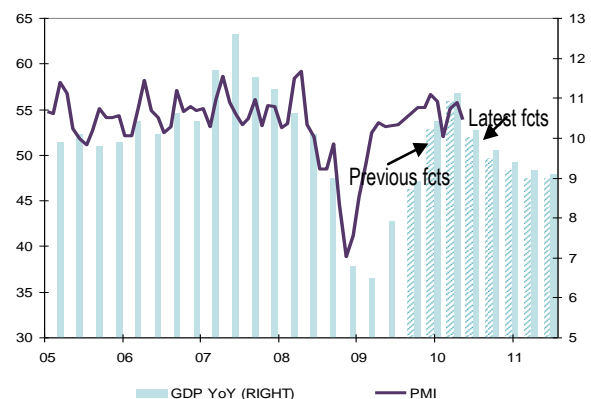
Les économies émergentes ne devraient pas trop pâtir des problématiques européennes mais elles devront néanmoins prendre en considération un risque plus élevé de ralentissement de la demande en provenance des pays développés et de la croissance globale dans leurs prises de décisions politiques. La région asiatique, dotée de bilans solides, se démarque comme étant la mieux équipée pour résister à la contagion. Au sein des pays de l'Est, la Russie, avec un faible endettement public et extérieur, semble bien positionnée pour faire face à cette crise alors que la Hongrie en souffre déjà fortement. Les principaux risques pour le Brésil résident sur le niveau des prix des matières premières.

La progression de 11,9% du PIB T12010 devrait correspondre au pic du cycle de croissance de l'économie chinoise. Les ventes immobilières ont réagi fortement aux mesures administratives, ce qui augure des perspectives moins réjouissantes pour la construction, tandis que le dernier PMI indique aussi une décélération des commandes à l'exportation. Ces signaux devraient justifier une pause du resserrement monétaire. Les autorités vont accélérer le rééquilibrage de l'économie en relevant les salaires minimums. Les forts réajustements de salaires accordés par Foxconn et Honda répondent aux défis sociaux et démographiques, et vont renverser la tendance baissière du ratio des revenus par rapport au PIB, diminuer l'épargne, et donc dopper la part de la consommation privée. Une moindre dépendance au commerce extérieur et aux investissements réduit la cyclicité et la volatilité de l'économie.

EM : forte croissance domestique



Chine : le pic de croissance est franchi



MARCHES OBLIGATAIRES

Obligations Gouvernementales

Les garanties fournies n'arrivent pas à calmer les craintes des investisseurs

L'Europe se donne des moyens importants pour soutenir les Etats en difficulté

En annonçant les différentes mesures destinées à régler les problématiques de refinancement de certains Etats, l'Union Européenne a voulu frapper fort avec des montants élevés et une participation active de la BCE, jusque là réticente vis-à-vis de certaines opérations non orthodoxes. La réaction immédiate des marchés (bonne perception du plan) semble rationnelle mais, par la suite, les investisseurs ont retrouvé des sujets de préoccupation dépassant le périmètre de la crise souveraine de la zone euro : ralentissement des pays émergents, régulation des banques, incertitudes macroéconomiques, etc.

Pourtant, des arguments contraires pourraient être facilement trouvés pour chacun de ces facteurs mais bien évidemment, comme il arrive souvent, la vérité se trouve au milieu.

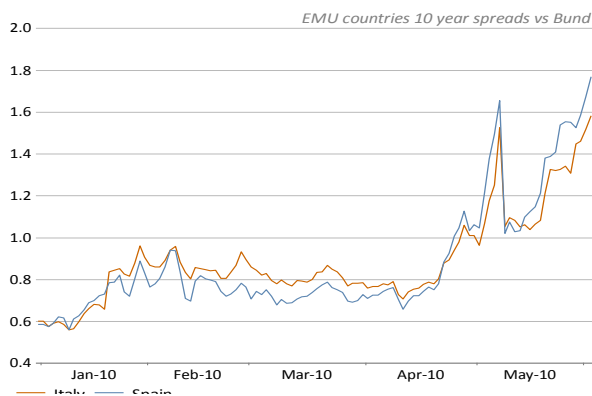
Selon nous, les craintes structurelles sont en effet destinées à perdurer, avec une croissance atone et un risque souverain qui sera d'actualité longtemps. Mais dans l'immédiat, les mesures prises devraient en principe permettre aux marchés de respirer un peu, ce qui n'a pas été le cas. Le marché obligataire continue ainsi à voir les investisseurs se replier vers les Bunds allemands et les T-Note américains au détriment des pays plus à risque, avec de nouvelles tensions sur l'Espagne et l'Italie.

Correction technique possible, mais les taux resteront bas

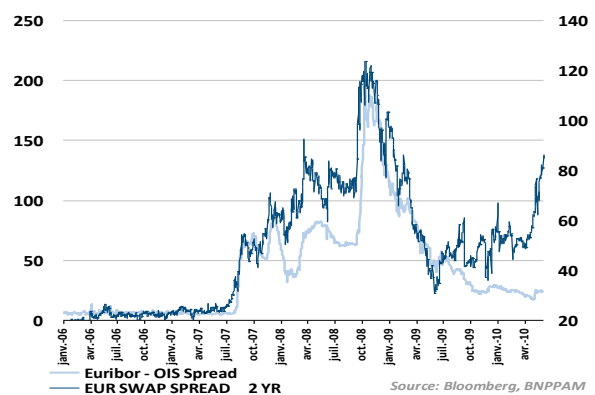
Ce mouvement nous paraît exagéré dans la mesure où il reste plutôt tiré par le sentiment et se prête ainsi assez bien à des retournements de tendance, en lien avec une certaine « normalisation », qui verrait les taux allemands et américains revenir vers des niveaux un peu plus élevés.

Même si cette correction ramenait les valorisations vers des niveaux plus raisonnables, il ne faut pas s'attendre à des tensions spectaculaires des taux : la perte de dynamisme de la croissance, la tendance toujours baissière de l'inflation sous-jacente et le maintien de taux directeurs à leur plus bas encore longtemps plaident pour des niveaux des rendements assez bas dans les mois à venir.

Les spreads de l'Espagne et de l'Italie face au Bund au plus haut



Le 2 ans allemand suracheté



MARCHES OBLIGATAIRES

Crédit IG et HY

Des inquiétudes malgré les améliorations sous-jacentes

Affectés par les mêmes craintes que celles qui ont fait baisser les taux d'intérêt allemands et américains, les marchés du crédit ont eux connu une dégradation. La dette privée de meilleure qualité émise en euro a vu ses *spreads* s'élargir, notamment dans le secteur financier. Au même moment, **la variation du rendement a été peu impactée en raison de taux sous-jacents à la baisse** si bien, qu'à l'exception bien sûr de la dette subordonnée, la performance négative enregistrée a été plutôt modeste.

Les nouvelles émissions sont en fort ralentissement

Les craintes sur certains Etats et, en conséquence, sur certains établissements financiers, ont pesé sur le crédit non seulement via une hausse des *spreads*, mais aussi via un blocage quant à la capacité de refinancement. Ainsi, à quelques exceptions près, **l'activité du marché primaire a fortement ralenti**, tandis que pour beaucoup le financement à court terme a été possible uniquement grâce aux programmes offerts par la BCE.

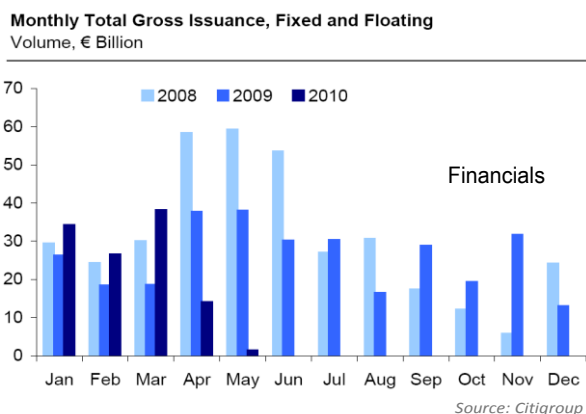
Si ceci n'a pas eu d'effet majeur sur le coût de financement en euro, c'est plutôt outre-Atlantique que l'on a vu des tensions se matérialiser, notamment via une hausse du *spread* Libor-OIS, en raison de difficultés pour quelques banques européennes à obtenir du financement en dollar. Toutefois, le niveau du *spread*, les mesures de liquidité en place et la sous-utilisation du financement en dollar via la Banque centrale, nous font penser que ces craintes sont exagérées.

Du côté du High Yield, la dégradation a été en absolu plus marquée que sur l'Investment Grade, ce qui n'est pas surprenant. La baisse par rapport au point haut récent n'est pas, en elle-même, alarmante, mais **les sorties des fonds sont en revanche plus inquiétantes** alors que les flux ont été jusqu'à présent un facteur de soutien très important.

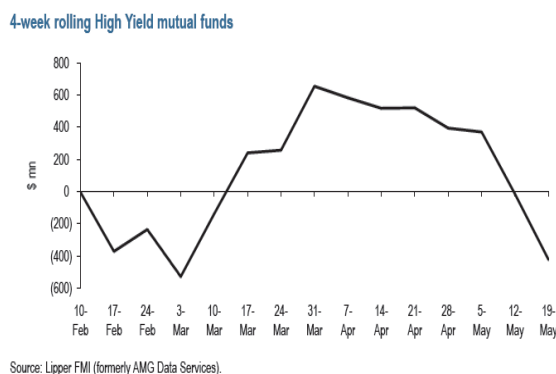
Les rachats des fonds High Yield enlèvent un soutien important

Sans retournement de l'aversion au risque, il est difficile de voir les investisseurs revenir massivement sur la dette spéculative. Toutefois, en l'absence d'un scénario de rechute économique, avec des fondamentaux qui continuent de s'améliorer, les défauts qui baissent, un portage assez intéressant et l'absence d'alternatives attrayantes, **nous préférons maintenir notre allocation positive sur le High Yield.**

Fermeture du marché primaire IG européen



Les fonds d'investissement High Yield enregistrent des rachats



MARCHE DES CHANGES

L'euro devrait arrêter de baisser mais il est difficile d'imaginer un rebond durable

Volatilité accrue pour l'euro qui peine à se renforcer

Rumeurs d'interventions

Euro faible à moyen terme

Le nouveau Premier ministre japonais en faveur d'un yen plus faible

Vers une réaction du G7 ou du G20 ?

Depuis fin avril, l'euro a très nettement reculé vis-à-vis du dollar (-9 % au 10 juin), du yen (-12 %) et face à un panier de devises (-6 %) sous l'effet des derniers développements de la crise de la dette souveraine. Plusieurs événements et rumeurs ont affecté la devise qui n'a profité que très peu de temps de l'annonce du plan de stabilisation européen, repartant rapidement à la baisse après un sursaut initial. Le 18 mai la décision unilatérale de l'Allemagne sur certaines ventes à découvert a ravivé les inquiétudes de voir la cohésion européenne voler en éclats, renvoyant la monnaie unique sous 1,22 dollar. Le bas niveau atteint par la parité EUR/USD a suscité des rumeurs d'interventions, ce qui a permis à l'euro de revenir vers 1,26 dès le 21 mai. D'autres éléments sont entrés en ligne de compte. Les autorités chinoises ont ainsi indiqué que, contrairement à certaines rumeurs, elles allaient poursuivre la diversification de leurs réserves vers l'euro. Les achats effectués par la BNS le 18 mai, pour éviter que la parité EUR/CHF ne passe sous 1,40, et un timide retour de l'appétit pour le risque ont également pu jouer mais l'euro est resté extrêmement chahuté. Début juin, l'EUR/USD est passé sous 1,20 suite aux inquiétudes suscitées par des déclarations du gouvernement hongrois.

Les éléments pour un rebond de l'euro à court terme sont en place (solidarité européenne, possible recul de l'aversion pour le risque, positions spéculatives) et devraient dans un premier temps mettre un terme à la baisse de la parité EUR/USD (désormais proche de sa valeur d'équilibre). Au-delà, la tendance baissière devrait réapparaître vers la fin de l'année et s'affirmer en 2011 quand les considérations plus fondamentales (croissance, politique monétaire) reprendront de l'importance.

Affaiblissement du yen d'ici la fin de l'année. Alors qu'il était encore ministre des Finances, Naoto Kan a laissé entendre que des interventions restaient possibles, déclarant qu'il souhaiterait éviter une « hausse excessive » du yen. Désormais Premier ministre, il devrait s'efforcer de convaincre la BoJ d'agir en ce sens. Le maintien d'une politique monétaire très accommodante et la décision de fournir des liquidités à un an aux banques pourraient faciliter le retour des opérations de portage financées en yens qui supposent toutefois un reflux de l'aversion au risque.

Les niveaux sur certaines devises, la rapidité des mouvements et le risque potentiel pour l'activité réelle de ces évolutions pourraient susciter des réactions officielles visant à normaliser le marché des changes. Les Banques centrales ont en effet trop à faire pour supporter une crise sur les devises. Le jeu entre dans une phase politique qui pourrait entraîner la fin de la partie.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	10-Jun-10	2Q 2010		3Q 2010		4Q 2010		1Q 2011	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.2057	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.25	1.15	1.20
	USD / JPY	93	91.47	90	100	95	100	100	105	100	110
	USD / CAD	1.05	1.0381	0.95	1.05	0.95	1.05	1.00	1.10	1.00	1.10
	AUD / USD	0.90	0.8340	0.85	0.90	0.82	0.87	0.82	0.87	0.85	0.90
	GBP / USD	1.61	1.4594	1.39	1.56	1.47	1.56	1.44	1.53	1.38	1.47
	USD / CHF	1.03	1.1429	1.10	1.14	1.10	1.14	1.14	1.18	1.19	1.23
EUR Block	EUR / JPY	134	110.29	113	125	119	125	123	129	118	129
	EUR / GBP	0.89	0.8262	0.80	0.90	0.80	0.85	0.80	0.85	0.80	0.85
	EUR / CHF	1.48	1.3780	1.38	1.43	1.38	1.43	1.40	1.45	1.40	1.45

Source: BNPP AM as of 10/6/2010



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

Risque de retournement de tendance à la baisse de plus en plus prononcé

Un ralentissement cyclique se met en place ...

Au cours des dernières semaines l'environnement, très porteur jusque là pour les actions, s'est dégradé. Les indicateurs avancés du cycle économique mondial que nous suivons ont confirmé leur retournement à la baisse et accréditent en conséquence notre scénario d'une **décélération du rythme de l'activité économique mondiale dès le second semestre de cette année**. Nous n'attendons toutefois pas de retour en récession de l'économie mondiale, en raison notamment de la résistance de l'économie américaine – politique budgétaire encore favorable en 2010– et plus encore du dynamisme des pays émergents. Par ailleurs les conditions monétaires demeureront particulièrement favorables dans les pays développés au cours des prochains trimestres. En soi, le ralentissement cyclique qui se met en place ne constitue pas un obstacle incontournable pour la progression des marchés boursiers. **Néanmoins, l'inflexion imminente du rythme de la croissance**, qui n'est pas encore confirmé par les dernières publications de données macroéconomiques, va intervenir dans un contexte particulièrement défavorable et anxiogène pour les bourses.

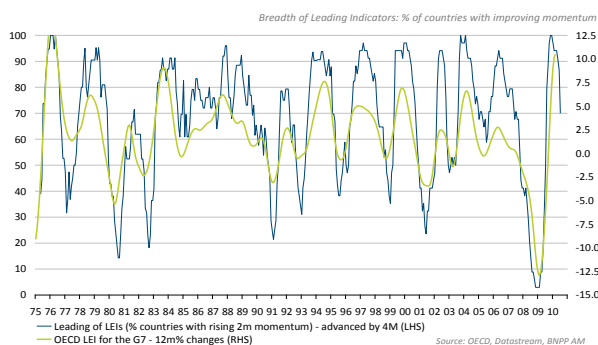
Les tensions récentes sur les dettes souveraines d'un certain nombre d'Etats rappellent en effet que l'héritage de la crise des « subprimes » n'est pas encore soldé et que son corollaire – tensions sur les conditions de (re-)financement, accélération des resserrements fiscaux et confiance érodée– continuera à peser sur la croissance mondiale pendant encore plusieurs années.

...et générera des déceptions alors même que les craintes sur la pérennité de la croissance s'intensifient

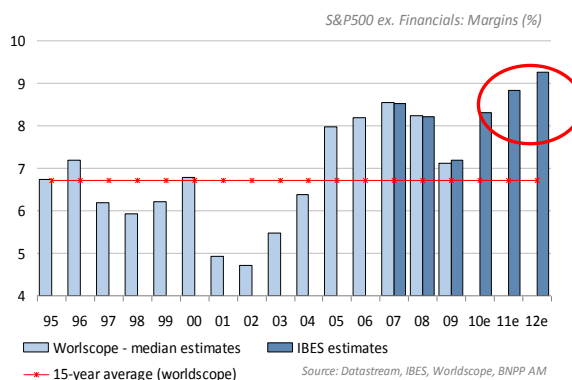
Cette résurgence des craintes liées à la pérennité de la croissance survient alors que **les déceptions « cycliques » vont très bientôt augmenter à nouveau**. Ainsi, le taux de surprises extrêmement favorables sur les publications macroéconomiques mais également sur les résultats des entreprises, devraient très prochainement se retourner à la baisse. Ceci contribuera à réalimenter les craintes plus structurelles sur la croissance mondiale en raison des grands déséquilibres qui perdurent (endettement des ménages et des Etats, qualité des actifs détenus par les particuliers et les institutions financières).

Le flux de nouvelles et surtout les déceptions probables qui les accompagneront – qui jouent souvent plus que les fondamentaux eux-mêmes pour l'évolution des marchés à court et à moyen terme– **devraient donc devenir un facteur de plus en plus négatif dans les prochains mois**. Pour le moment, la croissance des bénéfices demeure très bien orientée et la saison de publication des résultats du 2^e trimestre, pourrait même continuer à surprendre positivement.

Les indicateurs précurseurs des indicateurs avancés se sont déjà retournés



Anticipations de marges très (trop?) optimistes



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

Des risques pèsent sur les anticipations bénéficiaires, actuellement très favorables

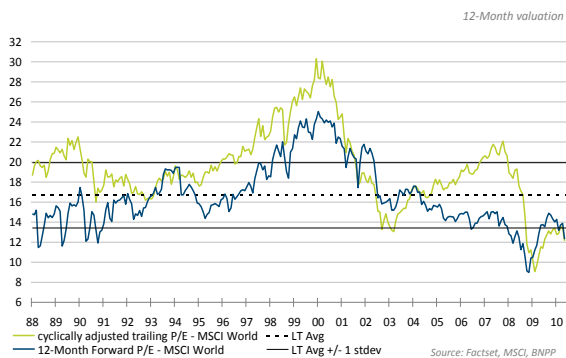
Néanmoins des risques pèsent sur la progression des résultats. Les revenus des sociétés devraient en effet être graduellement limités par les effets des resserrements fiscaux à venir alors que le potentiel de progression supplémentaire des marges opérationnelles est de plus en plus limité. Enfin, **les résultats du secteur financier devraient pâtir des mouvements de marchés récents et des difficultés de financement accrues qu'ils impliquent.** Dans ce contexte les anticipations actuelles de progressions bénéficiaires et des ventes, ainsi que les taux de marges attendus qu'elles impliquent, paraissent bien optimistes. Par ailleurs le momentum de révisions à la hausse de ces anticipations est actuellement extrêmement élevé en termes historiques. Le potentiel de retournement et de déceptions sur ce front est donc très important pour les prochains mois, un risque majeur supplémentaire pour les actions.

Dans cette perspective, **les niveaux de valorisation favorables actuels, et particulièrement attractifs sur la base des PER à 12 mois, sont à appréhender avec prudence.** De plus dans un contexte de hausse de l'incertitude sur la croissance et de remontée des craintes, déflationnistes à court terme et inflationnistes à plus long terme, les valorisations devraient avoir moins d'impact dans les considérations d'investissement. **Aussi, au-delà d'un probable rebond technique à très court terme, nous restons prudents sur les actions à moyen terme.**

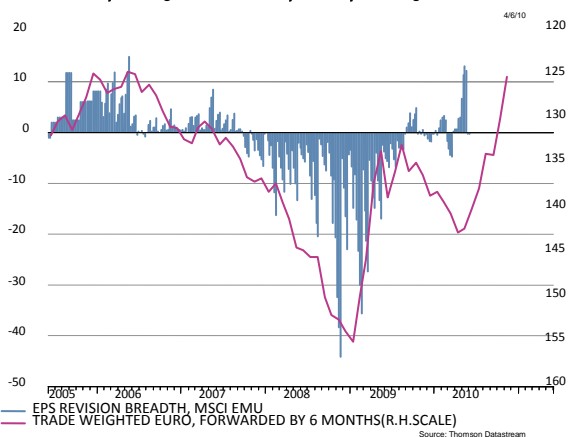
Allocation géographique : préférence pour les Etats-Unis

Le principal changement ce mois-ci dans notre allocation géographique est le passage de surpondérer à neutre sur le marché japonais, les incertitudes économiques et politiques contrebalançant la dynamique haussière des révisions de bénéfices et la valorisation relative abordable. Nous conservons notre surpondération sur les actions américaines du fait de l'aversion au risque élevée et de perspectives bénéficiaires toujours favorables à court terme malgré l'appréciation du dollar. Nous maintenons une légère surexposition aux actions britanniques en raison de la politique monétaire et d'une valorisation relative très attractive. Toutefois, la forte remontée de la livre sterling contre euro et les incertitudes sur le nouveau plan budgétaire nous incitent à plus de prudence. Nous réduisons à nouveau légèrement notre sous-exposition aux actions de la zone euro pour tenir compte de l'impact favorable de la baisse de l'euro (exportations, bénéfices rapatriés) mais les défis structurels, la défiance vis-à-vis de l'exposition des banques à la dette des pays périphériques et la mise en place de plans de rigueur budgétaire en période de reprise fragile restent pénalisants.

Valorisations attractives, tant que les attentes de BPA ne sont pas remises en cause



L'euro plus faible : impact positif sur les BPA



MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

Performance supérieure, pour un bêta inférieur

Pas de retournement de tendance avant quelques mois, selon les indicateurs avancés

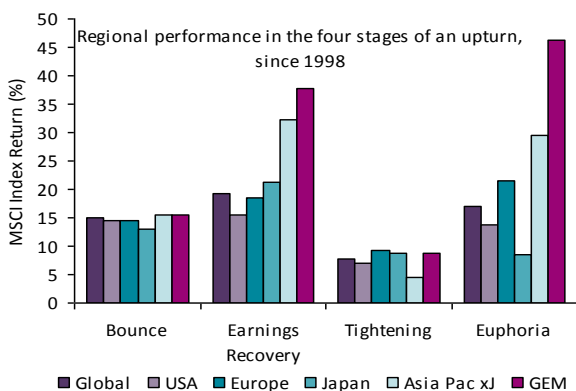
Surperformance et faible bêta

Les indicateurs avancés sont toujours en phase descendante depuis l'automne 2009, et le seront pour quelques mois encore. Le resserrement des politiques monétaires, qui vient juste de commencer dans de nombreux pays comme le Brésil et l'Inde, devrait se poursuivre. La faiblesse de la conjoncture internationale -accentuée par la crise des crédits souverains- éloigne toutefois le spectre d'un emballement incontrôlé des prix et donc de la volatilité des marchés associée aux phases de resserrement. D'autres indicateurs d'activité ne sont pas favorables non plus, notamment le cycle des semi-conducteurs et l'accumulation des stocks par rapport au niveau des livraisons.

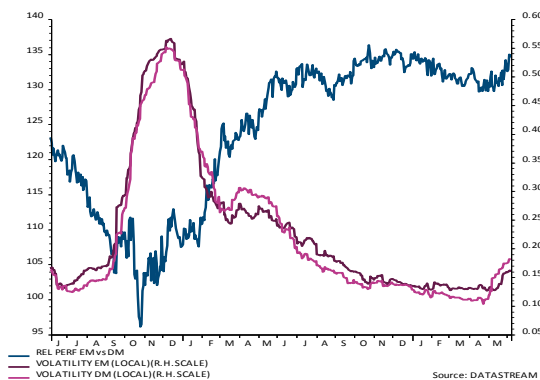
Enfin, une normalisation de l'économie chinoise (d'une croissance excessive à une croissance élevée) n'est pas favorable aux matières premières, ce qui pourrait peser sur des marchés comme le Brésil, la Russie et, dans une moindre mesure, l'Inde. La forte baisse du dollar australien reflète fidèlement ces nouvelles perspectives.

L'évolution des marchés émergents est historiquement très dépendante de la conjoncture mondiale, de la politique monétaire de la Fed et des flux dans les fonds. Cela est reflété par leur bêta élevé et explique les amplitudes extrêmes des indices émergents par rapport aux bourses développées en périodes de crise financière. Etrangement, l'inverse s'est produit depuis la crise du risque souverain en Europe. En effet, l'indice des émergents a surperformé celui des développés (en devises locales) de 4,3 %, malgré le cycle de resserrement des taux dans la zone. La volatilité des émergents relative à celle des développés a même diminué. De plus, l'appréciation du dollar (reflet d'une hausse de l'aversion au risque) n'a pas entraîné la baisse escomptée des indices émergents. Si cette tendance persiste, conclure que les émergents offrent une croissance supérieure et un bêta plus faible serait séduisant, un couple idéal dans un portefeuille. Ce n'est pas encore le cas en performance absolue, car les risques sont toujours nombreux, comme l'orientation baissière des indicateurs avancés chinois et la poursuite du resserrement monétaire. Nous pensons qu'un retournement marqué de la tendance n'aura pas lieu avant un ou deux trimestres, correspondant au bas de cycle des indicateurs avancés.

Hausse des taux, faible performance



Emergents : surperformance et risque inférieur



MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

Pic de stress = point bas touché ?

Revenir à légèrement positif sur la Chine

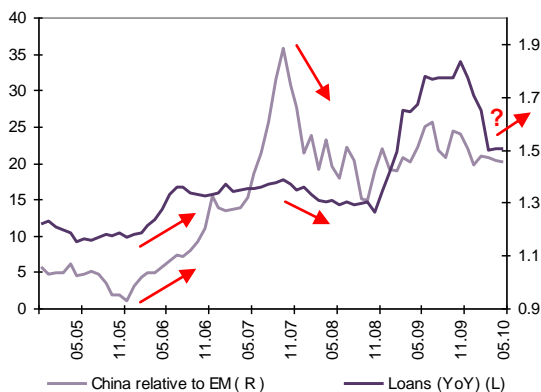
Au niveau chartiste, les indices émergents reposent à nouveau sur une importante ligne de support. Les indicateurs de stress ont également touché un pic fin mai, et confirment l'orientation haussière à court terme. Quant à la valorisation, la combinaison des révisions haussières des bénéfices avec la correction des marchés a amené les multiples de valorisation vers des niveaux bien inférieurs à leur moyenne historique. Finalement, rappelons que les sociétés émergentes sont souvent moins endettées que leurs homologues des pays développés, ce qui augmente encore plus leur attrait.

Après un afflux massif en 2009, les flux de fonds vers les émergents seront plus modestes en raison de l'aversion au risque. Il n'est donc pas étonnant que depuis le début de l'année, seule la région EMEA jouisse d'un apport net, le reste étant tiré par des fonds EM globaux peu discriminants tels que les ETFs.

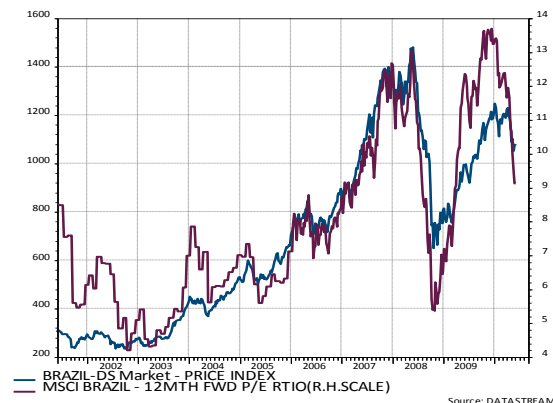
Nous redevenons légèrement positifs sur la Chine. Les ventes immobilières ont fortement réagi aux mesures drastiques adoptées mi-avril. Les transactions ont chuté de 40 % sur un mois, ce qui pourrait motiver une pause dans le resserrement monétaire, pour éviter que la baisse ne devienne autoalimentée et n'impacte la confiance des consommateurs. Les derniers chiffres montrent déjà une stabilisation dans la croissance des prêts bancaires et de M1, ce qui est positif. Les exportations ont aussi surpris agréablement, suggérant que l'économie chinoise résiste bien à la morosité internationale. Premier grand marché émergent à consolider depuis été 2009, la bourse chinoise pourrait être aussi la première à se retourner. C'est en tout cas le pari des autorités en maintenant le placement de l'Agricultural Bank of China pour cet été, un des plus importants dans l'histoire. La configuration technique est intéressante et les portefeuilles ont un niveau excessif de cash.

Nous réduisons notre exposition sur la Corée en raison d'une aggravation des risques géopolitiques, même si les conditions économiques et financières demeurent attractives. Nous maintenons une **très légère sous-pondération sur le Brésil** en raison du cycle de resserrement, mais la valorisation s'est normalisée grâce aux bonnes révisions des bénéfices. **L'Inde est un pari structurel à long terme** sur la demande domestique, tandis qu'à court terme, le marché est encore trop cher et le cycle de hausse des taux vient à peine de commencer, justifiant notre prudence.

Chine : performance très corrélée aux prêts



Brésil : valorisation redevenue neutre



Source: DATASTREAM



STRATEGIES ALTERNATIVES

Matières Premières

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

Au-delà de la crise, les fondamentaux devraient guider le rebond des matières premières cycliques

Alors que les cours du brut chutaient brutalement, la demande de produits pétroliers aux US a commencé à montrer des signes encourageants de rebond au cours des dernières semaines. En effet, les statistiques hebdomadaires du département américain à l'énergie ont fait état d'une hausse de la demande de carburant et de distillats intermédiaires (à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis mars 2009). Cette reprise de la demande est la bienvenue dans la mesure où le rebond des cours du pétrole ces derniers mois a favorisé une hausse de la production, compromettant ainsi la baisse des stocks. Si cette amélioration se confirme dans les prochains mois, on pourrait assister à la normalisation des stocks. A court terme cependant, il subsiste de nombreux facteurs de risque, notamment autour du climat macroéconomique et nous préférons attendre avant de revenir sur le pétrole. **Nous restons neutres.**

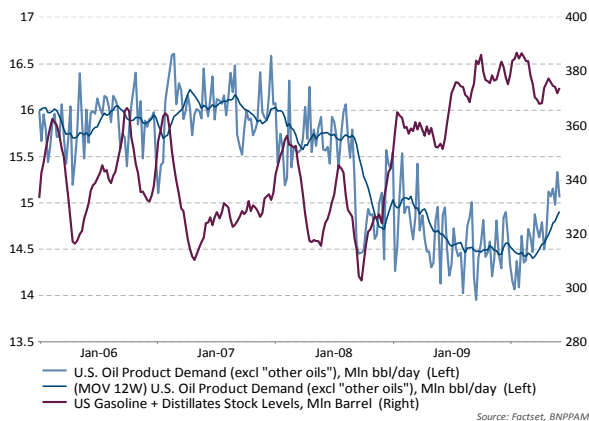
Nous conservons une exposition légèrement positive aux métaux de base, dans la mesure où les fondamentaux à court terme restent bien orientés, avec une demande physique soutenue et des prix qui sont proches des coûts de production. Un environnement de risque plus favorable pourrait permettre au marché de se concentrer à nouveau sur les fondamentaux actuels, permettant aux cours de rebondir.

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

Comme le mois dernier, **l'or** a bénéficié de flux d'investissement massifs en mai. Ainsi, la quantité d'or détenue via les ETFs (c'est-à-dire les fonds investis en or physique) par les investisseurs représente à présent plus de 2 000 tonnes. Ainsi, malgré des cours élevés qui nuisent à la demande de fabrication de bijouterie, la persistance d'un environnement d'aversion au risque et de politiques monétaires favorables devrait permettre de maintenir la demande d'investissement, ce qui devrait soutenir les cours. **Nous conservons notre exposition positive** sur l'or.

Nous restons neutres sur les céréales. En effet, la saison de plantation des grains aux Etats-Unis s'est déroulée dans de bonnes conditions météorologiques et avec des niveaux de stocks élevés et une demande mondiale qui ne progresse que très lentement, les perspectives semblent limitées en l'absence d'événement climatique majeur. La force du dollar continue également de peser sur la demande à l'exportation.

Pétrole : demande en hausse, stocks élevés



Or : les flux d'investissement accélèrent



CONTACTS & AVERTISSEMENT

Equipe Stratégie :

Vincent Treulet

Nathalie Benatia
Antonio Bertone
Charles Cresteil
Sophie Fournier
Guillaume Hollier-Larousse
Dong-Sinh Ngo
Ludivine Politano
Dominique Schulthess

Investment Specialist

Joost van Leenders

Le présent document a été rédigé et est publié par BNP Paribas Asset Management (BNPP AM)*, un membre de BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**.

Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue :

1. ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit ;
2. ni un conseil d'investissement.

Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de BNPP AM au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. BNPP AM n'est nullement obligé de les tenir à jour ou de les modifier. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les Instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés. À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client.

Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les Instruments financiers de leurs objectifs d'investissement. Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des Instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt. Les différentes stratégies appliquées aux Instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir et la valeur des investissements dans les Instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial.

Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes.

* BNPP AM est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en France (numéro d'enregistrement 96-02), constituée sous forme de société par actions/parts simplifiées, au capital de 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 votre Partenaire local agréé.

