



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

## Un choc qui devrait laisser des traces

Les dernières semaines ont vu les marchés s'inquiéter de la crise des pays périphériques de la zone euro, avant de rebondir vigoureusement grâce au plan de secours présenté par les européens. La nature des risques évoqués (défaut souverain, explosion de l'euro...), ainsi que l'ampleur des mouvements, pourraient faire craindre le retour à des marchés très chahutés dans un avenir proche. Pourtant, nous pensons qu'il faut écarter des interprétations extrêmes. Malgré une contagion aux autres classes d'actifs, ce choc n'est pas une crise de la dette souveraine au sens large, mais est resté au contraire très localisé aux économies périphériques de la zone euro (les taux souverains ont baissé concomitamment pour les principaux émetteurs du monde développé). Ensuite, la réponse politique des membres de la zone euro a été particulièrement volontariste, avec un plan calibré pour envoyer un signal politique clair sur leur volonté de défendre l'union monétaire. Nous persistons à penser qu'un défaut ou la sortie de l'euro d'un des pays de la zone sont des événements peu crédibles à ce stade. Enfin, l'environnement conjoncturel mondial est aujourd'hui moins inquiétant qu'en 2007/2008.

A moyen terme, cependant, cet accès de fièvre risque de laisser des traces sur les actifs risqués. Nous doutons avoir assisté à une simple consolidation dans un marché haussier, pour deux raisons.

La première est que, sur le plan économique, notre scénario d'un tassement des taux de croissance dans les pays développés (surtout aux Etats-Unis) en seconde partie d'année reste d'actualité, et les échéances se rapprochent. La deuxième repose sur la perception du problème de la dette publique par les marchés. Ces derniers ont relégué cette question au second plan depuis mars/avril 2009, se focalisant sur la baisse des risques systémiques dans le secteur financier, le rebond de la croissance mondiale et l'amélioration des profits des entreprises. C'est cette « histoire » favorable aux actifs risqués qui apparaît aujourd'hui en risque de basculement. D'une part en raison de la relative faiblesse attendue de la reprise. D'autre part car la problématique de la dette publique et de ses conséquences (difficultés de financement pour des Etats, effets récessifs de politiques de réduction des déficits...) n'est pas facile à écarter rapidement : elle est généralisée dans les économies développées et ne peut pas se régler rapidement.

Nous poursuivons donc la réduction du risque dans notre portefeuille, ce qui se traduit en mai par le retour à la neutralité sur les actions développées, le crédit *Investment Grade* et les matières premières agricoles.



## ALLOCATION D'ACTIFS

### Décisions d'allocation

- Poursuite du mouvement d'abaissement du risque dans notre portefeuille.
- Les actions développées sont ramenées à la neutralité. Légère préférence pour les actions émergentes.
- Le crédit *Investment Grade* est également ramené à la neutralité.
- Sur les *commodities*, abaissement du pétrole et des matières premières agricoles, augmentation de l'or.

### Arbitrage actions développées

- Maintien de la surpondération du marché américain.
- Réduction du poids négatif de la zone euro après sa forte contre-performance.
- Adoption d'une position légèrement longue sur le Japon.

### Arbitrage actions émergentes

- Préférence maintenue pour la Corée.
- Adoption d'un poids légèrement positif sur la Russie.
- Les autres BRIC restent neutres à légèrement négatifs.

### 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<sup>1</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
<b>EQUITIES</b>			
Developed Equities	0.02	0.2%	0.8%
Emerging Equities	0.08	0.6%	0.7%
<b>FIXED INCOME</b>			
Government Bonds	0.00	0.0%	0.0%
Investment Grade	0.00	-0.1%	1.0%
High Yield	0.08	1.7%	1.1%
<b>COMMODITIES</b>			
Brent Oil	0.00	0.0%	0.2%
Base Metals	0.03	0.3%	0.5%
Gold	0.06	0.5%	0.3%
Agricultural	0.00	0.0%	0.3%
Cash Euro		-3.4%	-5.0%
Module Total		0.0%	0.0%

#### PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	1.00%
Real Ex-ante Volatility	0.74%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

#### EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES<sup>1</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.32	2.4%	2.5%
Canada	-0.12	-0.7%	-0.3%
Euroland	-0.12	-1.0%	-2.6%
Japan	0.26	1.2%	0.1%
UK	0.08	0.7%	2.5%
Switzerland	-0.13	-0.9%	-1.3%
Australia	-0.29	-1.7%	-0.8%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

#### BOND COUNTRIES SOVEREIGN<sup>1</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	-0.6	-7.0%	6.7%
Euroland	0.4	6.4%	-0.5%
Japan	-0.4	-4.8%	-0.5%
UK	0.0	-0.7%	-5.2%
Switzerland	0.6	6.1%	-0.5%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

#### EQUITY EMERGING COUNTRIES<sup>2</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	-0.1	-0.5%	-0.5%
China	0.0	0.0%	0.0%
India	-0.1	-0.5%	0.0%
South-Korea	0.2	1.2%	1.2%
Taiwan	0.1	0.3%	0.5%
Russia	0.1	0.4%	0.0%
South Africa	-0.2	-1.1%	-1.3%
Turkey	0.0	0.1%	0.0%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%



## PERSPECTIVES ECONOMIQUES

### Point de vue

#### Les Banques centrales de nouveau en première ligne

La normalisation  
monétaire a  
commencé...

...mais pas aux Etats-  
Unis ni en zone euro

La BCE annonce des  
achats de titres (et les  
met en oeuvre)

**La taille compte.** La différence apparue à l'automne dernier entre les « grandes » Banques centrales (Fed, BCE, BoE et BoJ) et les « petites » qui ont entamé leur cycle de resserrement parce que l'activité économique leur paraît suffisamment solide, s'est accentuée. La hausse des taux directeurs reste toutefois limitée par des considérations internationales. La Banque de Norvège, qui vient de porter son taux directeur à 2 %, a indiqué que l'évolution dans l'ensemble de l'Europe pourrait affecter l'économie norvégienne. La *Reserve Bank of Australia*, après une pause en début d'année, poursuit le resserrement et a monté son taux directeur à 4,50 % le 5 mai (sixième hausse de 25 pb depuis octobre). La Banque du Canada, qui s'était engagée à maintenir ses taux stables jusqu'à la fin du semestre, a modifié son discours en avril. Plusieurs Banques centrales des zones émergentes sont passées à l'acte, soit par une hausse des taux directeurs (Inde ou Brésil), soit par un relèvement des taux de réserves obligatoires (Chine). Ces décisions s'inscrivent dans le cadre de la lutte contre l'inflation et/ou la formation de bulles sur les actifs (immobiliers en particulier).

**Sauveurs du monde?** Aux Etats-Unis, la plupart des opérations exceptionnelles de refinancement et les achats de titres sont arrivés à leur terme aux dates prévues et des mesures de retrait des liquidités sont actuellement testées. Pour autant, Ben Bernanke ne paraît pas pressé de passer au véritablement resserrement monétaire (relèvement du taux de rémunération des réserves et de l'objectif des fonds fédéraux et réduction de la taille des réserves excédentaires. La réaction violente à la hausse de 25 pb du taux d'escompte en février a confirmé que chaque geste de la Fed est surveillé de très près. Ainsi, même si le diagnostic sur l'activité s'améliore régulièrement et qu'une politique de taux zéro peut poser des problèmes à terme (en particulier en matière de crédibilité), la Fed devrait attendre l'année prochaine pour modifier ses taux directeurs. L'absence de pressions inflationnistes lui en laisse le loisir.

Face à la « crise grecque » et après quelques hésitations, la BCE a renoncé à bon nombre de ses principes. Elle a indiqué début mai, après la dégradation au rang d'investissement spéculatif de la dette souveraine grecque, qu'elle accepterait ces titres comme collatéraux quelle que soit leur notation. Puis, quelques jours après la réunion du Conseil des gouverneurs où cette éventualité « n'avait pas été discutée », la décision d'acheter de la dette (publique et privée) a été annoncée dans le cadre du plan européen d'urgence révélé le 10 mai. Jusqu'à présent, alors que la Fed, la BoE et, d'une certaine façon, la BoJ avaient mis en place de tels programmes, la BCE s'était montrée plus timide (achats limités d'obligations sécurisées), concentrant ses efforts sur le refinancement généreux du système bancaire. Enfin, elle a réactivé le dispositif d'enchères illimitées duquel elle était en train de sortir progressivement. La BCE est bien loin de l'orthodoxie monétaire et devrait maintenir son refi à 1 % pendant encore près d'un an.

#### 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	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M
<b>Developed Economies</b>																								
USA	-2.4	3.2	3.9	2.5	[3.1]	3.1	4.4	1.5	[3.0]	-0.3	2.1	3.0	1.6	[2.2]	1.9	3.9	0.8	[1.9]						
Canada	-2.6	3.2	3.4	2.5	[2.9]	3.0	3.6	2.3	[3.2]	0.3	1.9	2.2	1.5	[1.8]	2.2	2.6	1.7	[2.2]						
Euro zone	-3.9	1.2	1.8	0.6	[1.1]	1.5	2.6	1.0	[1.5]	0.3	1.2	1.5	0.8	[1.1]	1.4	1.8	0.7	[1.4]						
UK	-5.0	1.3	2.2	0.9	[1.4]	2.3	3.2	1.4	[2.3]	2.2	2.7	3.6	1.8	[2.6]	1.7	3.6	0.3	[1.7]						
Switzerland	-1.5	1.8	2.5	0.9	[1.5]	1.9	2.8	1.1	[1.8]	-0.5	1.0	1.3	0.7	[0.8]	1.1	1.7	0.8	[1.1]						
Japan	-5.2	2.2	2.8	1.5	[1.9]	1.6	2.9	0.9	[1.6]	-1.4	-1.1	-0.6	-1.6	[-1.1]	-0.2	0.6	-0.7	[-0.3]						
Australia	1.3	3.3	3.8	2.6	[3.1]	3.4	4.3	2.7	[3.4]	1.8	2.6	3.0	2.2	[2.5]	2.8	3.3	2.6	[2.7]						

Source: Consensus Forecasts as of 12/04/2010



# ECONOMIQUES PERSPECTIVES

## Zones développées

### Ne pas extrapoler la dynamique de croissance actuelle

Aux Etats-Unis, en rythme annualisé, la demande interne hors stocks (croissance « sous-jacente ») a progressé de 2,2 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2010 comme elle l'avait fait au second semestre 2009....

...et ne devrait pas accélérer d'ici la fin de l'année

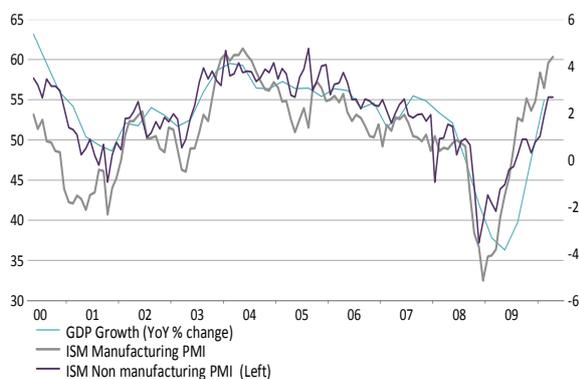
Une zone euro trop hétérogène

Période délicate pour l'économie britannique

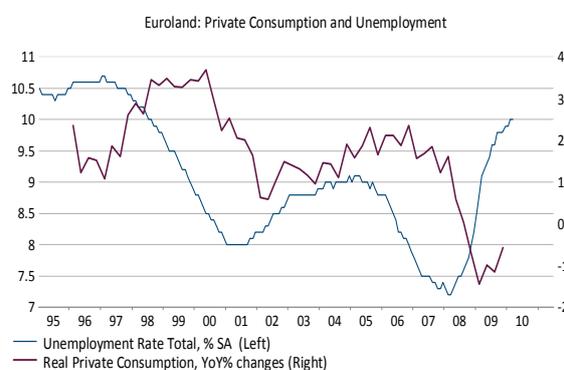
Une fois le restockage achevé la croissance affichée du PIB américain (3,2 % au 1<sup>er</sup> trimestre) devrait s'établir autour de la croissance « sous-jacente » (hors stocks et demande externe) qui est stable autour de 2,2 % depuis la mi-2009. Comme attendu, la consommation s'est révélée soutenue en début d'année (+3,6 % après 1,6 %), et l'investissement productif redémarre, surtout sous l'effet du renouvellement du parc informatique. L'immobilier, résidentiel comme commercial, reste déprimé. **Les perspectives pour les trimestres à venir ne sont pas sombres dans l'absolu, puisque le scénario du retour de la récession peut être écarté, mais ne sont pas très enthousiasmantes.** L'emploi demeure la question centrale de cette reprise. Les chiffres d'avril sont plutôt encourageants avec des créations nettes dans le secteur privé (120 000 en moyenne par mois depuis janvier) et un effet positif (mais très transitoire) encore à venir dans le secteur public des embauches liées au recensement. Le taux de chômage est élevé (9,9 %) et ne devrait que lentement refluer, ce qui pèsera durablement sur les salaires. Le déblocage des réductions d'impôts (ménages et entreprises) prévues dans le cadre du plan de relance de 787Md\$ s'est accéléré au 1<sup>er</sup> trimestre. Si le rythme est conservé, le total prévu de 288Md\$ devrait être atteint en fin de 2<sup>e</sup> trimestre. La croissance de l'activité (soutenue jusqu'à présent par ces mesures et par la baisse du taux d'épargne à 2,7 % en mars contre 4 % fin 2009) devrait ainsi être plus modeste et ce d'autant plus que l'accélération industrielle est derrière nous. **Le Japon** profite du dynamisme asiatique et les signaux favorables sur la demande interne se multiplient. Toutefois, la BoJ reste préoccupée par la déflation et n'envisage pas d'arrêter de soutenir le crédit.

**Les dernières enquêtes d'activité dans la zone euro sont encourageantes,** le climat des affaires profitant de la faiblesse de la devise. Après une croissance limitée au 1<sup>er</sup> trimestre (0,2 % selon la première estimation), l'activité devrait mieux se comporter, notamment parce que le crédit donne des signes de redémarrage. Cependant, la consommation reste déprimée et la conjoncture n'est pas la même partout : si les industriels allemands ou français envisagent d'augmenter leurs investissements, ce n'est pas le cas en Espagne ou en Italie. **Au Royaume-Uni,** l'amélioration cyclique s'essouffle, l'inflation continue à accélérer et le pays va devoir faire face à ses contraintes budgétaires. Le gouvernement de coalition (entre conservateurs et libéraux-démocrates issu du scrutin du 6 mai) risque de compliquer la donne, y compris pour la BoE.

USA : enquêtes ISM toujours bien orientées



Zone euro : la consommation à la traîne



# ECONOMIQUES PERSPECTIVES

## Zones émergentes

### Le pic de croissance est probablement derrière nous

Les économies émergentes affichent toujours une croissance soutenue

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

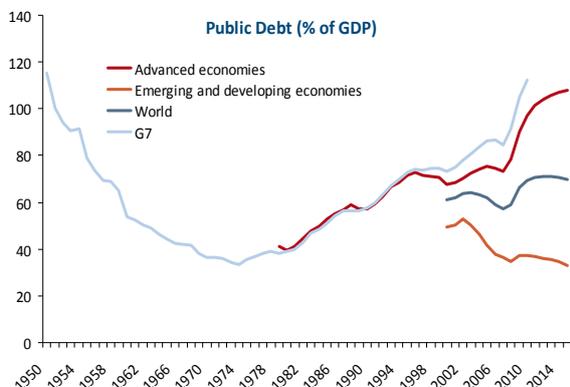
En Chine, les autorités s'attaquent avec détermination aux spéculations immobilières

Les économies émergentes affichent toujours une croissance soutenue, et bénéficient des révisions positives par le consensus. Dans son dernier rapport en avril, le FMI a très fortement révisé à la hausse les pays de l'ASEAN, le Brésil, l'Inde et les pays de l'Est. L'organisme s'attend à une croissance du PIB de 6,3 % et 6,5 % pour 2010 et 2011, respectivement. Le niveau de confiance des consommateurs est très élevé, offrant de bonnes perspectives pour la demande domestique comme le montrent des ventes au détail en forte hausse, notamment en Asie.

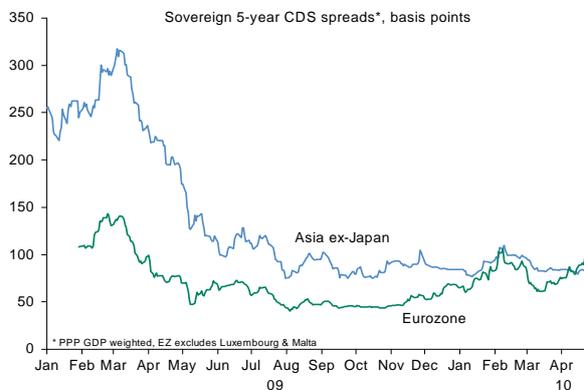
Le pic du cycle de croissance est probablement derrière nous pour les principaux pays. En effet, la Chine est déterminée à dégonfler la bulle immobilière en agissant de manière ciblée sur les conditions monétaires, tandis que le Brésil et l'Inde ont tout simplement relevé leurs taux directeurs. Ce sont des mesures de nature cycliques car l'inflation ne montre pas de signes de dérapage, et est en pente baissière en Russie et en Inde. A long terme, l'inflation devrait même s'orienter à la baisse compte tenu des surplus de capacités, ce qui autorise le maintien d'une liquidité abondante. Contrairement aux membres du G7, les pays émergents présentent un très faible niveau d'endettement et, dans le cas asiatique, le coût de protection contre les défauts (CDS) est inférieur à celui de la zone euro. Bien entendu, les problèmes des pays développés peuvent affecter la zone émergente par une réduction des importations ou une augmentation de l'aversion au risque.

En Chine, les autorités s'attaquent avec détermination aux spéculations immobilières par un contrôle strict des prêts bancaires, une forte hausse des taux hypothécaires, des apports de fonds propres plus élevés et par d'autres mesures administratives. Le marché immobilier a réagi très négativement et la chute des ventes pourrait menacer la croissance économique. En effet, les constructions représentent une part importante du PIB, et un important facteur pour l'équilibre budgétaire des provinces. La Chine est aussi affectée par la crise européenne, directement, par une dépréciation de la part en euro des 2,6 trillions de réserves de change et via les exportations pour lesquelles l'Europe est le premier partenaire.

EM : meilleures perspectives sur l'endettement



Asie ex-Japon : émergents et moins risqués



# MARCHES OBLIGATAIRES

## Obligations Gouvernementales

### Crise grecque et montagnes russes

**Le risque souverain reste le moteur principal du marché**

Parler des marchés de taux dans leur ensemble est impossible étant donné leurs différents comportements dans la crise actuelle. Les taux de certains pays dit « périphériques » de la zone euro, Grèce en tête, ont connu des **tensions spectaculaires sur fond d'une crise souveraine** qui a ramené les investisseurs vers des actifs dit « moins risqués ».

Le danger dans ce type de situation vient d'une réaction excessive des marchés poussés par la panique. Un week-end (et des décisions importantes) plus tard, et voici que les *spreads* souverains des pays concernés retombent lourdement et que les rendements du Bund allemand et du T-note américain à 10 ans remontent de presque 20 points de base.

Problème résolu ? Pas vraiment, mais pour l'instant le jeu se calme. **A moyen terme, toutefois, le problème demeure**, et pas uniquement pour des cas particuliers à l'intérieur de la zone euro. En effet, comme nous l'avons déjà souligné, d'autres grands pays à l'instar des Etats-Unis ou du Royaume-Uni auront eux aussi besoin d'un assainissement de leurs finances publiques. De quoi nous faire penser que la problématique de la dette souveraine nous accompagnera encore longtemps.

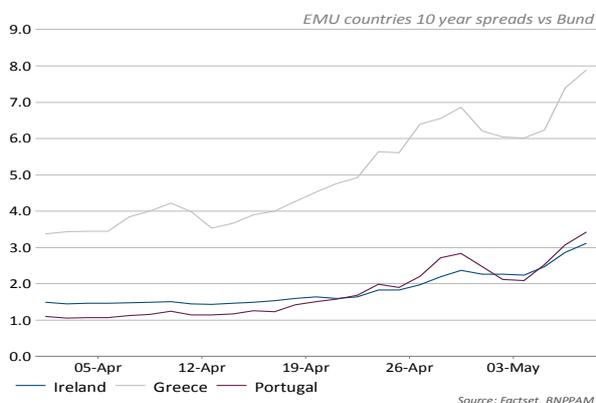
D'un point de vue fondamental il y a peu de changements. L'accélération de **la reprise économique a été en quelque sorte cachée par les problèmes récents** évoqués plus haut, mais demeure néanmoins. L'inflation de son côté ne montre toujours pas de frémissements majeurs, même si elle reste toujours relativement élevée au Royaume-Uni.

Nous maintenons ainsi notre neutralité sur les marchés de la dette gouvernementale.

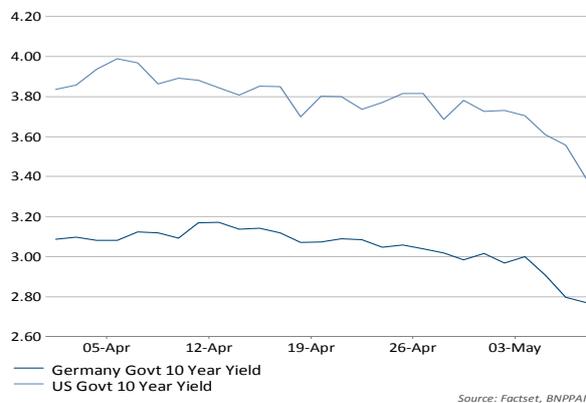
**Clôture du pari long US / short UK**

En même temps, nous apportons des modifications à nos paris relatifs. Nous avons clôturé notre pari long US / short UK à la veille des élections britanniques. Après la forte baisse des rendements, qui n'est pas restée limitée à la zone euro mais a touché également le marché américain, nous préférons maintenant jouer un short US et Japon versus long Allemagne et Suisse, ces deux derniers bénéficiant entre autres de valorisations relatives plus attrayantes.

**Pendant que ça se tendait en Grèce...**



**...les investisseurs cherchaient la « sécurité »**



## MARCHES OBLIGATAIRES

### Crédit IG et HY

#### Le feu est ailleurs (mais pas loin)

Les fondamentaux au second plan face au risque souverain

Est-ce que le risque souverain peut impacter le coût de financement des entreprises qui sont en train d'améliorer leur santé dans un contexte de reprise économique ? Question légitime, quand on voit qu'effectivement les *spreads* de crédit ne bougeaient pas au moment de l'accélération des craintes autour de la Grèce. Il aura fallu en effet des moments beaucoup plus tendus, avec des hausses spectaculaires des taux grecs, pour commencer à voir des investisseurs plus frileux par rapport au crédit.

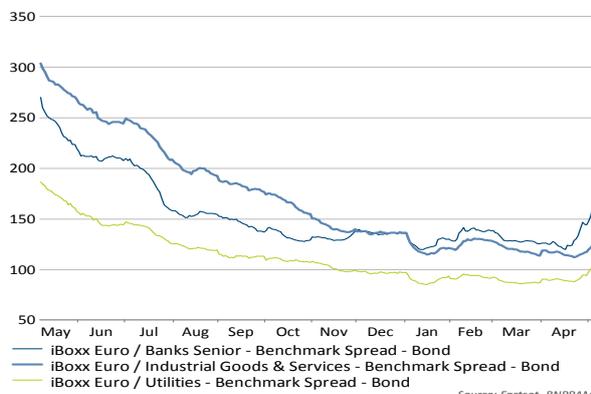
Les conditions monétaires restent favorables

Pourtant, dans l'univers non spéculatif, l'impact final aura été « en moyenne » plutôt modeste, car la correction des spreads ne s'est pas accompagnée d'une hausse importante des rendements. En moyenne, car des effets divers pu être observés sur les émetteurs dans les différents pays, selon que ces derniers étaient plus ou moins concernés par les craintes sur leurs finances publiques. Le crédit *Investment Grade* a connu les mouvements les plus importants dans le secteur Financier, avec des hausses de spreads plus visibles tant dans l'espace cash que dans le marché des CDS. Les craintes d'un nouveau blocage du système financier sont bien entendu étayées par des souvenirs récents, mais il ne faut pas oublier les gros moyens mis en œuvre par les Banques centrales. Les nouvelles mesures adoptées par la BCE face à la crise se rajoutent donc à des conditions monétaires déjà très favorables, même s'il faut toujours garder à l'esprit que l'évolution de la réglementation reste une source d'incertitude pour le système financier. De son côté le crédit *High Yield* a lui aussi corrigé un peu. Il reste néanmoins soutenu par des flux toujours favorables qui permettent d'absorber les nombreuses émissions.

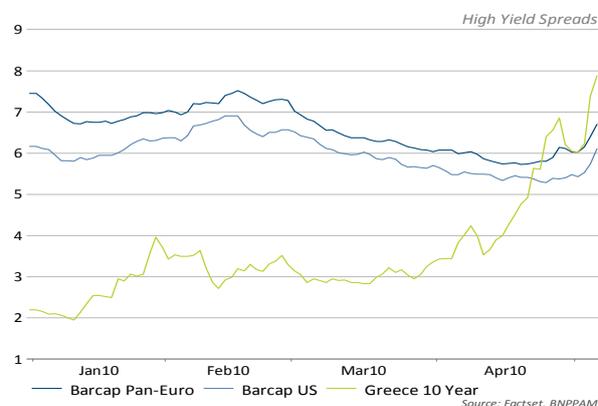
Si l'amélioration des fondamentaux se poursuit et que le contexte économique ne se dégrade pas au point d'une rechute, le crédit devrait rester un investissement toujours recherché par les investisseurs dans un environnement de taux bas. Toutefois, les événements récents nous ont rappelé à quel point la reprise est fragile et les problèmes structurels sont loin d'être écartés. Ces problèmes vont peser sur le crédit, en créant une sorte de plancher sur les marges d'amélioration et en ajoutant de la volatilité.

En matière d'allocation, nous ramenons à la neutralité le crédit IG, mais maintenons pour l'instant notre surpondération sur le HY.

IG, tensions plus marquées sur les financières



Le High Yield a relativement bien résisté



## MARCHE DES CHANGES

### Biais baissier pour l'euro face au dollar à moyen terme

Au-delà de la spéculation, un problème de gouvernance de la zone euro

Au cours des dernières semaines, les opérateurs sont restés préoccupés par les nouvelles en provenance de la zone euro à propos de la « crise grecque ». La parité **EUR/USD** est ainsi revenue vers 1,25 (contre 1,35 à la mi-avril) le 6 mai, au plus bas depuis mars 2009, avant que les premières informations sur le plan d'urgence européen ne permettent son retour ponctuel au-dessus de 1,30. Malgré l'importance des mesures annoncées et la volonté affichée de « défendre le territoire de l'euro », la parité est rapidement repartie à la baisse. Depuis le début de la crise de la dette souveraine européenne, les rebonds de l'euro suite à des décisions *a priori* favorables ont été limités et de courte durée. L'euro semble profondément affecté par ce que la crise a révélé sur les difficultés pour les responsables européens de parler d'une seule voix et de réagir rapidement. Un sursaut reste possible à court terme, notamment parce les positions spéculatives contre la devise sont massives et parce que les dernières mesures écartent la possibilité d'un éclatement de la zone euro. Cette appréciation s'accompagnerait sans doute d'une hausse de la volatilité. A plus long terme, l'euro risque de pâtir de perspectives économiques plus mitigées qu'aux Etats-Unis et des anticipations sur les politiques monétaires. La parité EUR/USD devrait évoluer entre 1,20 et 1,25 dès la fin de 2010.

La livre pourrait pâtir des inquiétudes sur les finances publiques

**La dette britannique ne plaide pas pour une livre plus forte.** Les craintes suscitées par la dette souveraine de plusieurs pays de la zone euro pourraient rapidement se propager au Royaume-Uni (déficit de -12 % du PIB en 2010, dette de près de 80 %). Le flottement politique à l'occasion des élections du 6 mai risque de fragiliser davantage la devise même si tous les partis en présence se sont engagés à tout mettre en œuvre pour que la notation AAA soit conservée. De fait, la parité **GBP/USD** s'est repliée depuis le scrutin mais la livre s'apprécie contre euro depuis mars et devrait conserver cette tendance.

Des interventions toujours possibles pour affaiblir le yen

**Affaiblissement graduel du yen.** Le très bas niveau des taux directeurs au Japon et surtout l'hypothèse de voir la BoJ les y maintenir longtemps devrait se traduire *in fine* par un retour des opérations de portage financés en yens et donc une dépréciation de la devise quand l'aversion pour le risque aura reflué quelque peu. En effet, la BoJ sera vraisemblablement une des dernières Banques centrales à durcir sa politique monétaire. Par ailleurs, le ministère des Finances souhaite voir le yen plus faible et l'a une nouvelle fois fait savoir lorsque la parité **USD/JPY** est brusquement retombée à 88 sous l'effet de la baisse de l'EUR/JPY le 6 mai. La parité est revenue par la suite vers 94, après l'annonce par la BoJ d'une injection de 2 000Md¥ dans le système bancaire.

#### FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	07-May-10	2Q 2010		3Q 2010		4Q 2010		1Q 2011	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.2651	1.25	1.35	1.25	1.30	1.20	1.25	1.20	1.25
	USD / JPY	93	91.03	95	100	95	100	100	105	100	110
	USD / CAD	1.05	1.0499	0.95	1.05	0.95	1.05	1.00	1.10	1.00	1.10
	AUD / USD	0.90	0.8832	0.87	0.92	0.85	0.90	0.85	0.90	0.82	0.87
	GBP / USD	1.61	1.4684	1.45	1.55	1.50	1.60	1.50	1.60	1.45	1.55
	USD / CHF	1.03	1.1120	1.08	1.12	1.08	1.12	1.10	1.14	1.14	1.18
EUR Block	EUR / JPY	134	115.15	124	130	121	128	128	134	123	135
	EUR / GBP	0.89	0.8615	0.85	0.90	0.80	0.85	0.80	0.85	0.80	0.85
	EUR / CHF	1.48	1.4067	1.40	1.45	1.38	1.43	1.40	1.45	1.40	1.45

Source: BNPPAM as of 7/5/2010



# MARCHES ACTIONS

## Marchés développés

### De la reprise cyclique au risque souverain : réduction de notre exposition à neutre

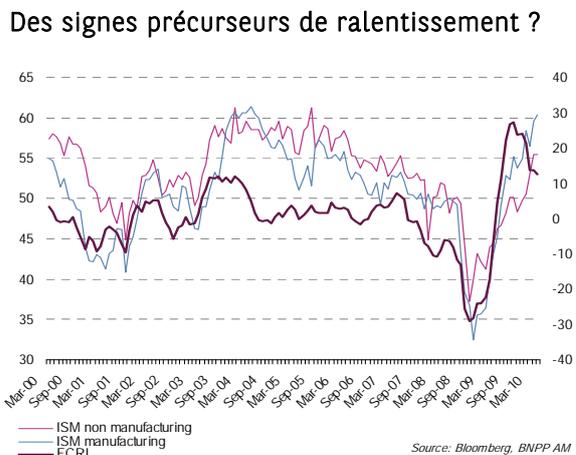
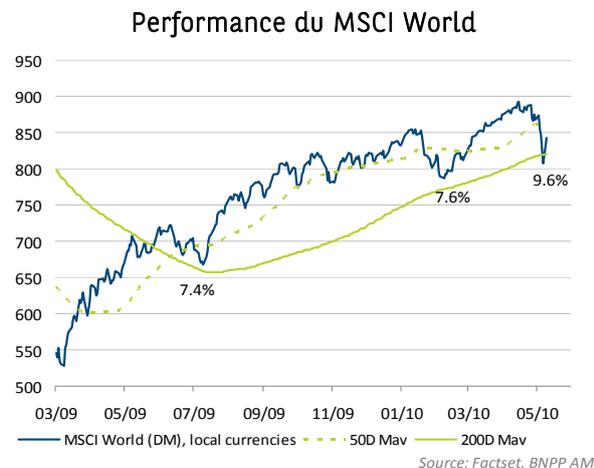
**Risque souverain : une épée de Damoclès sur les marchés**

La crise « de la dette grecque » et l'amplification des craintes de contagion à d'autres pays européens ont conduit à une chute généralisée des places boursières dans le monde, avec la plus forte correction depuis le rebond de mars 2009 (près de 10 % de chute pour le MSCI World en devises locales). La réponse conjointe des Etats européens, du FMI et de la BCE à la « crise grecque » est d'une envergure sans précédent. Ce faisant, les autorités européennes ont réaffirmé que le régime de taux d'intérêt très bas et de liquidités abondantes –qui a constitué l'un des principaux moteurs du rebond des actifs risqués depuis mars 2009 va se prolonger. Parallèlement toutefois, cette crise et ses risques de contagion ont souligné l'importance d'assainir les finances publiques rapidement alors même que la reprise économique dans les économies développées est fragile (soutenue en partie par le cycle de restockage et des mesures fiscales temporaires) et les défis structurels importants. Dans le même temps, le dynamisme des pays émergents –qui tire la reprise mondiale– est mis à mal par la nécessité de resserrer les rênes monétaires face à la montée de l'inflation ou de signes de surchauffe. Un ralentissement plus fort qu'actuellement anticipé de l'économie chinoise constituerait effectivement une autre source d'inquiétude sur la soutenabilité de la croissance mondiale.

Nous pensons donc que, même si les fondamentaux n'ont pas changé à court terme et restent relativement porteurs pour les actions, les récents événements européens pourraient marquer une nouvelle phase pour les marchés. Après l'embellie économique et des profits, le ralentissement de la croissance –que nous prévoyons au second semestre– et le risque souverain (et son corollaire qu'est le resserrement budgétaire pour au moins stabiliser la dette publique) devraient peser sur l'appétit pour le risque des investisseurs. Nous continuons en conséquence à réduire l'exposition au risque de notre portefeuille et ramenons notre pondération aux marchés actions développés à neutre.

A court terme la poursuite de l'importante amélioration des indicateurs avancés depuis le creux de fin 2008/début 2009 indique une reprise économique assez soutenue en première partie d'année. Aux Etats-Unis, l'ISM manufacturier – supérieur depuis neuf mois au seuil des 50 signalant la zone d'expansion– a à nouveau progressé en avril pour s'établir à son plus haut niveau depuis le haut de cycle précédent de mi-2004.

**Les fondamentaux demeurent positifs à court terme**



## MARCHES ACTIONS

### Marchés développés

Toutefois, certains indicateurs précurseurs du cycle (ex. ECRI) commencent à s'infléchir, suggérant que l'activité économique pourrait ralentir à partir du second semestre. Cette inflexion de tendance devrait s'accompagner d'une progression moins soutenue et plus volatile des marchés.

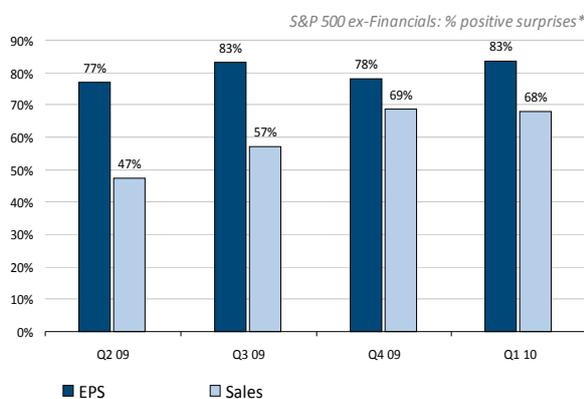
**Forte croissance bénéficiaire en 2010, mais attention à l'excès d'optimisme pour 2011**

En ligne avec l'embellie conjoncturelle, les anticipations de croissance des BPA sont élevées (+31 % attendus pour les sociétés du MSCI World en 2010, +20 % en 2011) et les révisions bénéficiaires restent positivement orientées et devraient le rester au cours des prochaines semaines, dans la foulée d'une très bonne saison de résultats pour le 1<sup>er</sup> trimestre, avec des surprises positives tant sur les bénéfices que les chiffres d'affaires. En revanche, nous sommes plus circonspects sur les prévisions de croissance des BPA pour l'an prochain et pensons que leur rythme de révision va ralentir au cours des prochains mois. Les revenus des sociétés devraient en effet être graduellement limités par les effets des resserrements fiscaux alors que le potentiel de progression supplémentaire des marges opérationnelles est de plus en plus limité. La valorisation des marchés actions est aujourd'hui raisonnable (P/E à 12 mois du MSCI World de x13,9), du moins tant que les perspectives de croissance bénéficiaire restent crédibles.

**Allocation géographique : préférence pour les Etats-Unis, le Japon et le UK dans une moindre mesure**

En termes géographiques, nous conservons une préférence marquée pour les actions américaines qui continueront à bénéficier de perspectives bénéficiaires favorables, d'une politique monétaire et fiscale particulièrement accommodante mais également (en relatif) de la hausse de l'aversion au risque. Nous surpondérons également le Japon, pour des raisons essentiellement tactiques en plus d'une valorisation et d'un momentum bénéficiaire favorables. Nous réduisons sensiblement la surpondération des actions britanniques en raison des risques qui pèsent sur son économie domestique, mais la faiblesse de la livre sterling et une politique monétaire particulièrement accommodante constituent toujours de puissants facteurs de soutien. La faiblesse de l'euro et l'annonce du plan d'urgence nous amènent à remonter les marchés de la zone euro, tout en conservant une sous-exposition en raison des craintes structurelles et des risques sur la croissance que constitueront les mesures d'austérité budgétaire qui devraient rapidement être mises en place. Nous restons sous-exposés sur les marchés canadien et australien en raison de perspectives moins favorables sur les matières premières et du resserrement monétaire, en cours en Australie et probable au Canada.

#### Nouvelle bonne saison de résultats



#### Momentum relatif des actions américaines



# MARCHES ACTIONS

## Marchés émergents

### Les facteurs de soutien s'estompent

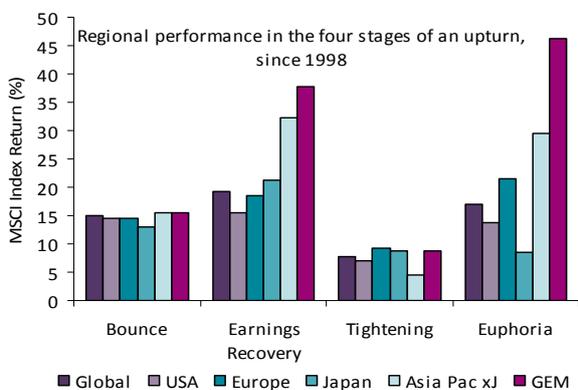
Resserrements monétaires et retournement des indicateurs avancés

Les conditions monétaires continuent de se détériorer dans les marchés BRIC, à l'exception de la Russie. En effet, la Chine a agi très agressivement sur son secteur immobilier par des mesures administratives, dégradant rapidement la confiance sur le marché. Le Brésil a finalement relevé son taux directeur de 75 pb, tandis que l'Inde a poursuivi son resserrement avec une deuxième hausse en avril. Même si ces interventions ont un caractère de normalisation dans un contexte de reprise économique, ces mouvements accélèrent le retournement des indicateurs avancés et impactent négativement les révisions des bénéfices. Les révisions à la hausse sont devenues très modestes par rapport à l'ensemble des révisions et n'offrent plus un facteur de soutien aux bourses. Le processus de normalisation des taux et le mouvement de baisse des indicateurs avancés devraient se poursuivre encore quelques mois, ce qui constitue d'importants freins au potentiel haussier des bourses émergentes. Les principaux risques sont d'ordre exogène, notamment une augmentation de l'aversion au risque qui pourrait entraîner un rapatriement des capitaux.

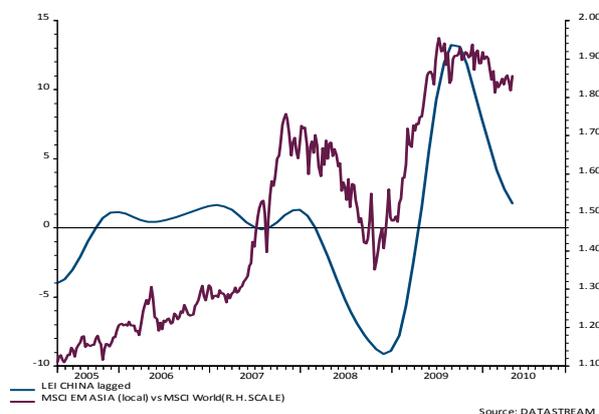
Un meilleur attrait des marchés émergents doit passer par la baisse des prix ou de la prime de risque

En raison de la stabilisation des révisions sur les bénéfices et des risques (modérément) haussiers sur l'inflation, un meilleur attrait des marchés émergents doit passer par la baisse des prix ou de la prime de risque. Nous pensons que les deux conditions sont réunies, puisque les marchés émergents ont chuté de 12 % par rapport au pic de mi-avril et ont brièvement touché la zone de survente, tandis que le risque émergent (mesuré via les CDS) se réduit rapidement par rapport aux marchés développés. En effet, la région est moins affectée par les crises budgétaires et d'endettement auxquelles doivent faire face les pays de la zone euro. Au niveau de la valorisation, le multiple PER des émergents offre une décote de 15 % par rapport à celui des développés, ce qui devient de moins en moins justifiable compte tenu du potentiel de croissance. De plus, rappelons que la rentabilité des fonds propres, les marges opérationnelles et le potentiel de croissance structurel des émergents sont supérieurs. Ces facteurs justifient notre légère préférence pour les émergents par rapport aux marchés développés.

Hausse des taux, faible performance



Indicateurs avancés en baisse



## MARCHES ACTIONS

### Marchés émergents

**L'appréciation du dollar n'est pas un facteur de soutien pour les bourses asiatiques**

**Historiquement, l'appréciation du dollar résultant des problèmes de l'euro n'est pas un facteur de soutien pour les bourses asiatiques**, en raison de la sensibilité des secteurs exportateurs. C'est notamment le cas pour les bourses très exposées au commerce international comme Singapour, la Corée et Taiwan, où la corrélation négative est supérieure à 70 %. Dans l'hypothèse où l'euro se déprécie fortement, la très importante ligne de résistance de la performance relative des indices asiatiques par rapport aux indices « monde » ne pourra probablement pas être cassée. Le potentiel de baisse est néanmoins faible, car les conditions monétaires resteront généreuses et les fondamentaux macroéconomiques sont redevenus solides.

Au niveau des préférences relatives, nous privilégions toujours les marchés périphériques moins exposés aux resserrements monétaires et offrant des niveaux plus attractifs de valorisation. Ce sont notamment la Corée et Taiwan, qui affichent une forte croissance des bénéfices pour l'année courante et devraient bénéficier du niveau élevé des nouvelles commandes en provenance des Etats-Unis (cf. enquête US ISM) ainsi que de leur exposition élevée aux secteurs technologiques.

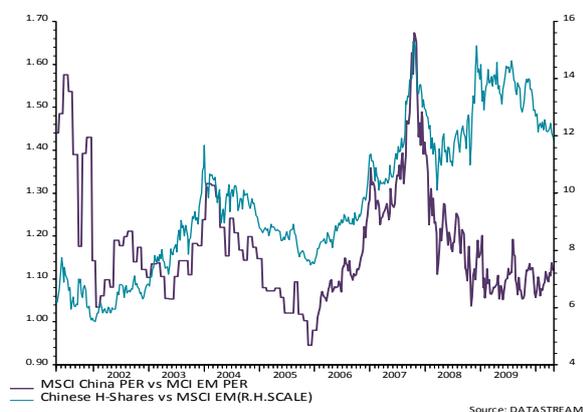
**Nous maintenons toujours une prudence sur le marché chinois**

**Nous restons prudents sur le marché chinois.** Les fondamentaux ne sont pas encore favorables : légère décélération du cycle économique et orientation négative des indicateurs avancés, resserrement agressif mais ciblé des conditions de crédit visant le secteur immobilier, orientation baissière des bénéfices et tendance baissière des indices. Le sentiment des investisseurs est clairement négatif, et nous n'anticipons pas de retournement des indicateurs avancés et de liquidités dans le court terme. Enfin, les derniers chiffres économiques montrent que l'économie commence à réagir aux mesures d'austérité et militent pour un relâchement des freins monétaires.

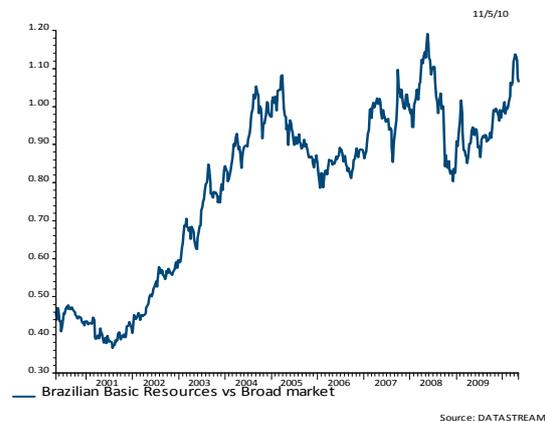
**Le Brésil reste sous-pondéré pour des raisons de valorisation et de cycle monétaire**

Le Brésil reste sous-pondéré pour des raisons de valorisation et de cycle monétaire. De plus, la dépendance de la bourse brésilienne aux matières premières l'expose à un retournement du cycle économique mondial, surtout que le secteur des matières premières affiche l'une des meilleures performances au cours des 18 derniers mois. Nous avons aussi réduit notre pari sur l'Inde, qui doit faire face au cycle de hausse des taux et à des perspectives bénéficiaires moins favorables pour les prochains mois, tandis que la valorisation est une des plus chères de l'univers émergent.

**Valorisation correcte, mais pas de momentum**



**Brésil : Attention aux matières premières**



## STRATEGIES ALTERNATIVES

### Matières Premières

#### Retour progressif à la neutralité sur le pétrole et les grains

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

Après avoir atteint de nouveaux plus hauts en 2010, les cours du **brut** ont corrigé fortement sous le coup de l'aversion au risque. Si la correction est sans doute excessive dans la mesure où la « crise grecque » n'impacte pas les fondamentaux, la récente hausse des cours du pétrole était plus le produit des bons chiffres macroéconomiques que des fondamentaux physiques. En effet, si la demande chinoise reste forte, les stocks pétroliers aux US donnent un signal plus contrasté, les raffineurs ayant augmenté leur production de carburant en anticipation du rebond de la demande. Dans ce contexte, **nous conseillons de profiter d'un probable rebond du pétrole pour couper la sur-pondération.**

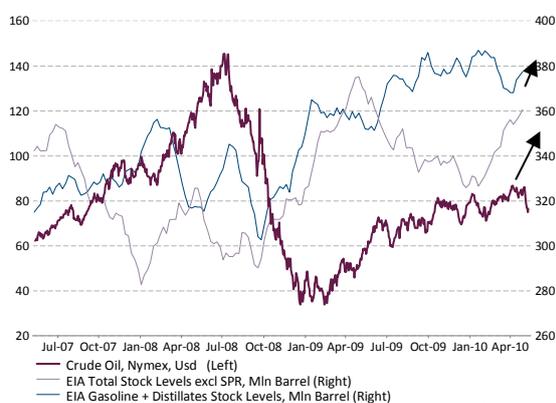
**Nous conservons une exposition légèrement positive aux métaux de base**, dans la mesure où la correction nous paraît exagérée au regard des fondamentaux. En effet, la demande pour les métaux industriels devrait rester solide, soutenue par la reconstitution des stocks du secteur manufacturier, et les stocks de métaux continuent de décroître à un rythme constant.

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

Tandis que les matières premières subissaient les effets de l'aversion au risque et de la hausse du dollar, **l'or** a bénéficié de sa qualité de valeur refuge. En effet, les craintes concernant la dette souveraine dans les pays développés ont permis de renforcer l'attrait du métal auprès des investisseurs, notamment au travers des ETFs investis en or physique dont les encours ont à présent dépassé les niveaux record atteints en décembre 2009. Avec un environnement monétaire favorable et une demande d'investissement qui devrait rester bien orientée, l'or a les moyens de revenir sur les niveaux record de 2009. **Nous avons renforcé notre exposition positive** sur l'or et les métaux précieux.

**Nous retournons à la neutralité sur les céréales.** En effet, si la demande pour les grains devrait continuer de progresser à moyen terme, les niveaux de stocks sont élevés après deux années de récoltes abondantes, la bonne santé du dollar devrait continuer de peser sur la demande à l'exportation. Ainsi, en l'absence d'événement climatique à fort impact, le potentiel de hausse à court terme pour les grains nous semble limité.

Les stocks pétroliers grossissent



L'or attire à nouveau les investisseurs



## 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](http://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.

