



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

Les marchés s'acclimatent à la croissance faible

La période récente, qui a vu encore d'amples variations sur les prix des actifs risqués, se caractérise selon nous par deux phénomènes principaux.

Le premier est une phase de digestion par les marchés de la faiblesse à venir de la croissance des pays développés : l'existence d'un *deleveraging* et l'arrêt ou l'inversion des stimuli budgétaires alors que certains accélérateurs cycliques de la croissance (stocks...) s'estompent, devrait faire retomber les économies occidentales sur une tendance de croissance faible. Pour autant, nous ne retenons pas un « double dip », ni même une croissance à peine positive, comme scénario central. Le risque d'une telle rechute existe forcément en phase de ralentissement, mais nous pensons que la situation actuelle appelle un verdict plus nuancé. Il existe des facteurs de soutien à la croissance, tels que la nécessité pour les entreprises de réinvestir (l'investissement a dérivé très au-dessous du niveau de remplacement des capacités de production), et une consommation privée qui devrait rester faible, mais positive. L'effacement des espoirs de reprise cyclique plus forte, qui avaient marqué les premiers mois de l'année, est donc justifié. Nous pensons que ce processus d'acclimatation est en cours mais pas encore terminé : les consensus d'économistes ne se sont pas encore ajustés à la baisse, et le retournement des indicateurs avancés provoque historiquement des turbulences plus durables que celles auxquelles nous avons assisté pour le moment (cf page 9).

Le second est un « rééquilibrage du pessimisme » entre zones développées. Le deuxième trimestre 2010 aura été marqué par une focalisation sur les problèmes de la zone euro : risque souverain périphérique, croissance faible, gouvernance... Ces problématiques ont entraîné une sanction de la devise et des actifs européens qui atteint aujourd'hui ses limites. Certes, la position de la zone euro apparaît toujours peu enviable relativement au reste du monde, mais le problème de croissance faible et, à plus ou moins long terme, celui des finances publiques, se pose également dans les autres économies développées. Les marchés ne sont donc pas devenus plus optimistes sur la zone euro, mais sont entrés dans une phase de rééquilibrage qui explique largement le rebond de l'euro/dollar. Nous maintenons pour ce dernier un scénario d'évolution dans la fourchette actuelle au cours des mois à venir (1,20 à 1,30), en tablant sur une reprise de l'affaiblissement seulement l'année prochaine. Par ailleurs, nous achevons ce mois-ci de repondérer les actions de la zone euro, qui étaient encore en forte sous-pondération il y a trois mois et sont désormais revenues à une position neutre.

Notre biais de moyen terme reste réservé sur les actifs risqués des pays développés (auxquels nous préférons toujours ceux des pays émergents, cf les précédents « Stratégie d'Investissement »). Cependant, pour le mois de juillet, nous ne réduisons pas significativement le risque car nous pensons que deux soutiens de court terme existent pour le sentiment de marché : la publication par les entreprises de leurs résultats du deuxième trimestre et le verdict des « stress tests » effectués sur les banques européennes.



ALLOCATION D'ACTIFS

Décisions d'allocation

- Maintien d'un portefeuille proche de celui de juin.
- 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, retour à la neutralité sur les métaux, préférence pour l'or.

Arbitrage actions développées

- Maintien de la surpondération du marché américain et, dans une moindre mesure, du UK.
- Retour à la neutralité sur la zone euro (contre une sous-pondération auparavant).
- Sous-pondération de la Suisse, du Canada et de l'Australie.

Arbitrage actions émergentes

- Surpondération de la Corée et, plus faiblement, de la Chine.
- Sous-pondération de l'Inde, du Brésil et de l'Afrique du Sud.
- Positions neutres sur la Russie, Taiwan et la Turquie.

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.

ASSET ALLOCATION MODEL PORTFOLIO

MULTI-ASSET CLASS¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES			
Developed Equities	0.00	0.0%	0.4%
Emerging Equities	0.04	0.3%	0.3%
FIXED INCOME			
Government Bonds	-0.01	-0.7%	-1.4%
Investment Grade	0.01	0.2%	0.2%
High Yield	0.12	2.5%	1.3%
COMMODITIES			
Brent Oil	0.01	0.1%	0.0%
Base Metals	0.00	0.0%	0.5%
Gold	0.08	0.6%	0.7%
Agricultural	0.00	0.0%	0.0%
Cash Euro		-2.8%	-1.9%
Module Total		0.0%	0.0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	1.00%
Real Ex-ante Volatility	0.64%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.17	1.9%	2.6%
Canada	-0.06	-0.7%	-0.5%
Euroland	0.02	0.1%	-0.7%
Japan	0.00	-0.1%	-0.1%
UK	0.08	1.0%	0.7%
Switzerland	-0.02	-0.3%	-0.6%
Australia	-0.19	-2.0%	-1.4%
Module Total	0.00	0.0%	0.00%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.26	5.2%	-1.2%
Euroland	0.21	5.9%	9.5%
Japan	-0.16	-4.3%	-1.2%
UK	-0.31	-5.8%	-6.1%
Switzerland	0.00	-1.0%	-1.2%
Module Total	0.00	0.0%	0.00%

EQUITY EMERGING COUNTRIES²

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	-0.05	-0.4%	-0.2%
China	0.05	0.4%	0.3%
India	-0.05	-0.4%	-0.5%
South-Korea	0.13	1.2%	0.9%
Taiwan	0.00	0.1%	0.1%
Russia	0.05	0.3%	0.7%
South Africa	-0.15	-1.5%	-1.4%
Turkey	0.02	0.2%	0.2%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Point de vue

La croissance américaine préoccupe de plus en plus les investisseurs

Le ralentissement de la croissance américaine se matérialise

L'amélioration du marché du travail reste modeste

Des problèmes structurels toujours présents

Moindre soutien de la politique budgétaire mais pas de resserrement brutal

La dynamique s'essouffle. Comme souvent, les données économiques publiées aux Etats-Unis ont donné le la pour les pays développés dans leur ensemble, laissant l'impression d'un sévère ralentissement de la croissance. Les indicateurs les plus emblématiques publiés en début de mois ont en effet déçu les attentes. L'indice ISM manufacturier a baissé de 3,5 points pour s'inscrire à 56,2 % en juin, son plus bas niveau de l'année. Les ajustements après les embauches liées au recensement se sont traduits par des destructions nettes d'emploi en juin (125 000), ce qui était attendu, mais l'emploi privé peine à redémarrer. Avec une moyenne de 100 000 créations d'emplois par mois depuis janvier, le rythme suivi est comparable à celui observé après les récessions de 1990-91 et 2001 alors que les destructions d'emploi ont été massives cette fois-ci. L'emploi est certes un indicateur retardé de la reprise économique et il devrait graduellement s'améliorer dans les mois à venir mais le taux de chômage ne refluera que lentement. Il est passé de 9,7 % à 9,5 % en juin sous l'effet d'une baisse de la population active qui peut traduire le phénomène de « chômeurs découragés ». Un projet de loi visant à allonger la période exceptionnelle de versement des allocations chômage (*Emergency Unemployment Compensation*) vient d'être rejeté par le Sénat, ce qui pourrait entraîner la fin des paiements pour 2 millions de personnes dès juillet et 4 d'ici octobre, amputant ainsi les dépenses des ménages de 0,2 % à 0,4 % pour les prochains trimestres si un accord n'est pas trouvé rapidement au Congrès.

La croissance revue à la baisse. Ces divers éléments, auxquels il faut ajouter un nouvel accès de faiblesse du marché immobilier après la fin des mesures fiscales de soutien, ont conduit la plupart des économistes à revoir à la baisse leurs estimations de croissance. Le consensus (*cf. ci-dessous*) ne fait pas encore apparaître ce changement intervenu début juillet mais la prochaine publication de ce sondage auprès des grands courtiers américains pourrait alimenter le pessimisme. Les engagements de l'administration Obama pour réduire le déficit budgétaire (10,3 % du PIB pour l'année fiscale en cours qui s'achève en septembre, 8,9 % pour la suivante) sont pour l'instant limités. Le Président a évoqué la création d'une Commission chargée de ramener le déficit primaire à l'équilibre sans qu'aucune échéance n'ait été précisée. Les mesures envisagées restent pour l'instant limitées (gel sur trois ans des dépenses « discrétionnaires » soit 30 % du total). L'approche des élections de mi-mandat en novembre prochain n'incitera pas à précipiter le retour à la discipline mais il reste que la politique budgétaire ne devrait plus apporter de soutien important à l'activité comme ce fut le cas au 1^{er} semestre 2010. Par ailleurs, les états et les collectivités locales ont déjà commencé à réduire leurs dépenses, ce qui a pesé sur la croissance du PIB (contribution de -0,3 au 4^e trimestre 2009 puis -0,5 pp au 1^{er}). **Faut-il pour autant craindre un *double-dip*, c'est-à-dire le retour de la récession ?**

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= Mean; H= High; L=Low																				
Developed Economies																				
USA	-2.4	3.3	3.6	2.8	[3.3]	3.1	4.1	1.9	[3.1]	-0.3	1.7	2.3	1.3	[2.0]	1.7	3.0	0.4	[1.9]		
Canada	-2.6	3.5	3.8	3.0	[3.3]	2.9	3.5	2.1	[3.0]	0.3	1.9	2.1	1.6	[1.9]	2.2	2.6	1.8	[2.2]		
Euro zone	-4.1	1.1	1.7	0.7	[1.1]	1.4	2.2	0.8	[1.5]	0.3	1.4	1.7	1.0	[1.3]	1.5	2.1	0.8	[1.4]		
UK	-4.9	1.3	2.2	0.8	[1.3]	2.3	3.2	1.1	[2.3]	2.2	3.1	3.5	2.7	[2.9]	1.9	3.4	0.3	[1.8]		
Switzerland	-1.5	2.0	2.5	0.9	[1.9]	1.9	2.5	1.2	[1.9]	-0.5	1.0	1.3	0.8	[1.0]	1.1	1.8	0.7	[1.0]		
Japan	-5.2	3.2	3.6	2.7	[2.4]	1.7	3.1	0.7	[1.7]	-1.4	-1.0	-0.7	-1.4	[-1.0]	-0.2	0.5	-0.9	[-0.2]		
Australia	1.3	3.0	3.8	2.6	[3.2]	3.4	4.1	2.5	[3.4]	1.8	3.1	3.5	2.8	[2.8]	3.0	3.6	2.6	[2.9]		

Source: Consensus Forecasts as of 14/06/2010



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones développées

Des temps plus difficiles mais pas de retour en récession

Le risque de double-dip a augmenté mais nous ne le retenons pas comme scénario central

Une croissance modeste mais autoentretenu aux Etats-Unis

L'activité de la zone euro reste dépendante des exports

Tassement de la demande interne au Japon

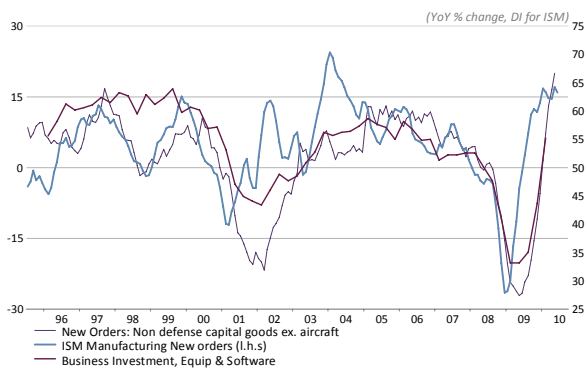
Les Banques centrales de plus en plus pragmatiques

Le ralentissement reflète la transition entre la sortie de récession où la croissance a été « dopée » par le cycle des stocks (tout en restant moins forte que dans les autres phases de reprise eu égard à l'ampleur de la récession en 2009) et une phase où le PIB américain va croître en ligne avec la demande interne finale, soit environ 2,5 %. Les commandes de biens durables et les enquêtes laissent espérer une accélération de l'investissement productif. L'amélioration de l'emploi, même limitée, entraînera une progression des revenus et donc de la consommation privée, une forte hausse du taux d'épargne restant peu probable à partir du niveau actuel (4 % en mai). La confiance, des ménages comme des entreprises, est un élément essentiel de ce scénario et il ne faudrait pas que les prophéties de retour de la récession se révèlent autoréalisatrices (en particulier sur l'emploi).

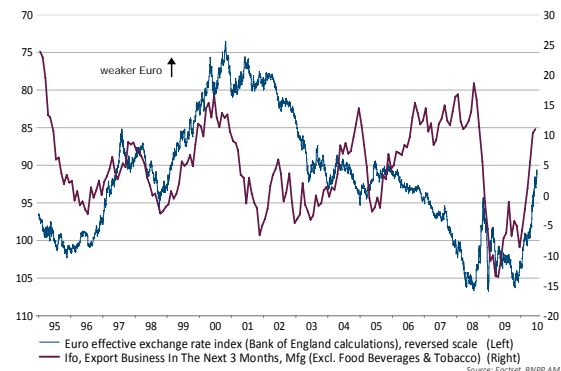
Dans la **zone euro** également, la perception du climat économique sera capitale. Certaines enquêtes se sont déjà dégradées face aux nouvelles craintes sur la Grèce et l'Espagne. L'indice ZEW, qui reflète la confiance des investisseurs et des analystes allemands et sur lequel l'actualité financière a un impact notable, a ainsi nettement baissé en juin, sans repasser toutefois sous sa moyenne de long terme. L'indice IFO, qui traduit plus fidèlement le climat des affaires perçu par les industriels, a légèrement progressé mais les anticipations refluent. La baisse de l'euro depuis l'automne dernier (15 % en termes effectifs) demeure un élément de soutien de la confiance des industriels que la récente remontée de la devise n'efface pas. Après une croissance de 0,2 % au 1^{er} trimestre, l'activité industrielle a été vraisemblablement plus dynamique jusqu'en mai mais plafonne depuis. Un ralentissement pourrait intervenir au second semestre surtout si les programmes d'assainissement budgétaires sont rapidement mis en œuvre. **L'économie japonaise**, qui a surpris à la hausse en début d'année, devrait à présent ralentir et risque de surcroît de pâtir de la nouvelle orientation de la politique économique où le soutien du consommateur sera moins important.

Les politiques monétaires vont rester accommodantes. La Fed pourrait relever le taux objectif des fonds fédéraux (0,25 % depuis décembre 2008) vers la fin du 2^e trimestre 2011, essentiellement pour des considérations de crédibilité, et à condition que ni la crise de la dette souveraine européenne ni le tassement de l'activité ne s'accroissent d'ici là. La BCE devrait poursuivre les achats de titres publics commencés en mai et continuer à fournir de la liquidité aux banques comme elle l'a fait début juillet à l'arrivée à maturité de l'opération à 12 mois conduite en juin 2009. Elle relèvera ses taux directeurs après la Fed compte tenu de la faiblesse de la croissance européenne et d'une inflation limitée.

USA : investissement productif bien orienté



Allemagne : l'euro faible soutient la confiance



PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Zones émergentes

Croissance élevée et normalisation généralisée des politiques monétaires

Une pause bienvenue dans la reprise après un fort rebond

Normalisation des taux dans les émergents. Surchauffe au Brésil

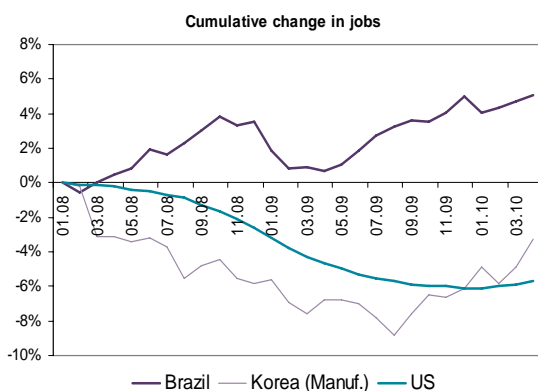
Cycle économique chinois à un croisement : baisse de l'immobilier, pause dans le resserrement

Après avoir dépassé leur pic de croissance en automne dernier, les indicateurs avancés des économies émergentes poursuivent leur décélération, mais à un rythme plus modéré, et certains devraient se stabiliser dans le courant de l'automne. Dans le cas indien, l'indicateur s'est même aplati prématurément, suggérant une stabilisation de la croissance à un taux élevé. La faiblesse de l'économie américaine et la vulnérabilité de la zone euro ne semblent pas affecter la reprise des émergents, car les exportations sont toujours bien soutenues, tandis que les fondamentaux macroéconomiques restent très solides. Le taux de croissance des pays émergents devrait dépasser 6,3 % et 6 %, pour 2010 et 2011 respectivement, ce qui est proche de la tendance de long terme. Mais à court terme, le rebond économique est manifestement trop fort (cf Singapour avec une hausse de 23 % du PIB T/T) et potentiellement inflationniste, ce qui justifie une poursuite de la normalisation de la politique monétaire dans la majorité des pays émergents.

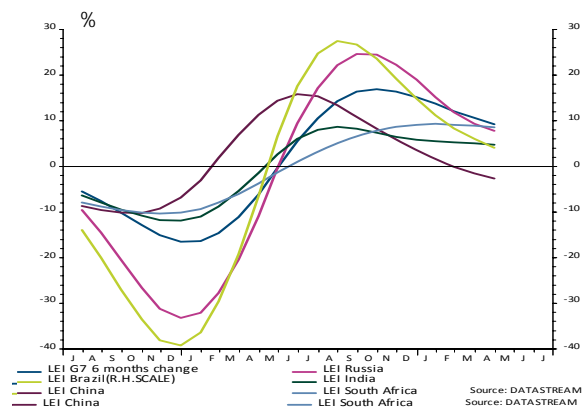
Au **Brésil**, la reprise économique est exceptionnellement vigoureuse, générant plus de 5 % de hausse de l'emploi depuis mi-2009, ce qui est favorable au rebond de la consommation privée. Le PIB devrait clôturer l'année en hausse exceptionnelle de plus de 7 %, du rarement vu. La surchauffe générée par la reprise devrait justifier la poursuite du resserrement monétaire. La situation est similaire en Inde, où l'économie tourne à plein régime tandis que les taux réels sont toujours dans les plus bas historiques. La Corée commence aussi à normaliser en relevant par surprise son taux directeur de 25 pb, en réaction à la vigueur de la reprise de l'économie tirée par les exportations, tandis que la consommation privée commence à prendre la relève.

En **Chine**, le resserrement a finalement réussi à renverser la tendance des prix immobiliers, et à freiner les activités de construction et les investissements, minimisant les risques de dérapage inflationniste. Les banques sont devenues très restrictives et certains types de prêts bannis, tandis que les autorités locales sont rappelées à l'ordre. Dans ce contexte, les économistes commencent à réviser à la baisse leurs prévisions de croissance pour 2010. Un relâchement des rênes monétaires devrait intervenir vers la fin de l'année, par une augmentation des quotas sur les prêts, une relance des hypothèques et des volumes de transactions immobilières, ce qui devrait correspondre au bas du cycle des indicateurs avancés chinois, et à la confirmation d'un point bas pour les bourses chinoises.

Economies émergentes : créations d'emploi



Décélération des indicateurs avancés



MARCHES OBLIGATAIRES

Obligations Gouvernementales

De la crise souveraine aux inquiétudes économiques

Le mot « rechute » revient, mais nous l'écartons pour l'instant

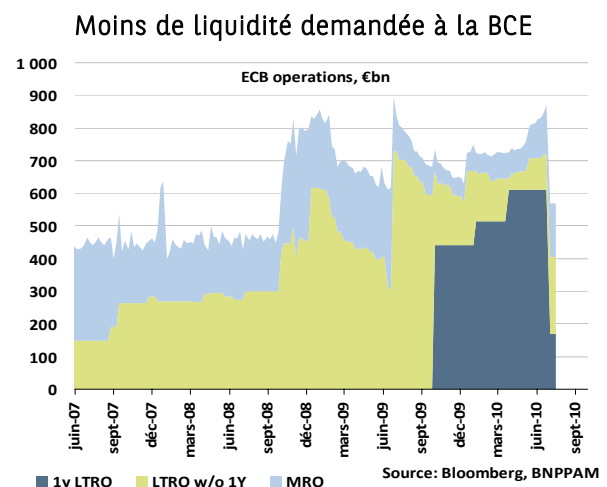
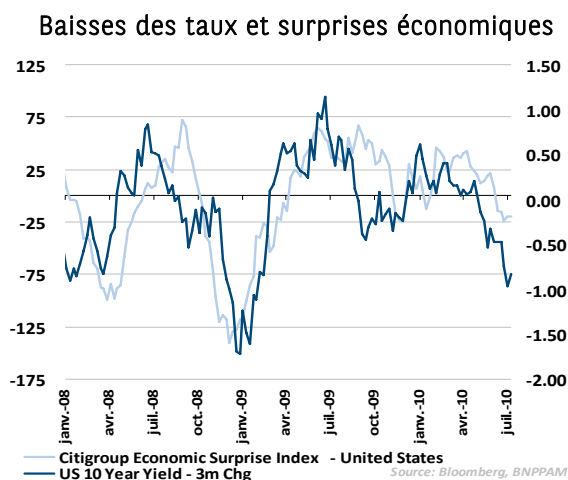
Alors qu'on s'inquiétait du sort de l'Union Européenne, et qu'on se concentrait sur les différentes mesures mises en place par les gouvernements pendant que les écarts se creusaient entre les rendements des pays *core* et ceux des pays périphériques, les taux étaient en baisse du côté des Etats-Unis et du Royaume-Uni. Et pour différentes raisons. Le scénario de « double-dip », c'est-à-dire de rechute économique, écarté suite à une reprise qui semblait finalement assez solide, a commencé à revenir auprès des investisseurs. Nous ne voyons pas pour l'instant un tel scénario se produire, mais le rythme plus lent de croissance économique attendu dans les mois à venir ne plaidera certainement pas pour une remontée significative des taux.

Ceci est notre point de vue depuis maintenant quelques temps, mais nous sommes néanmoins assez méfiants par rapport aux niveaux bas atteints par les rendements. Certes, la tendance baissière de l'inflation sous-jacente et le statu quo prolongé des Banques centrales justifient le maintien de niveaux bas, mais même malgré cela il nous semble que les valorisations actuelles intègrent une dégradation trop marquée de la croissance et des anticipations d'inflation.

L'aversion au risque va, de son côté, nous accompagner encore avec des hauts et des bas, tant que les problèmes structurels persistent. Le resserrement fiscal prévu dans certains pays doit encore faire ses preuves, et cela prendra du temps. Le secteur financier, lui, reste toujours un des principaux soucis, même si les volumes de la dernière adjudication à trois mois de la BCE font plutôt penser à des besoins moins importants de liquidité de la part des banques. La réalité est que des fortes disparités existent toujours entre les établissements des différents pays.

Passées donc les inquiétudes autour de l'échéance de l'opération à douze mois de la BCE, les marchés se concentrent maintenant sur les résultats des « stress tests » des banques européennes. Une telle initiative sera d'autant plus efficace qu'elle visera les problématiques auxquelles les marchés sont sensibles (pertes potentielles sur du papier public) mais il ne faudra pas se faire trop d'illusions car la résolution de la crise prendra encore du temps.

Les yeux tournés vers les « stress tests »



MARCHES OBLIGATAIRES

Crédit IG et HY

Entre craintes et réalité

Encore beaucoup de craintes dans le secteur financier...

Le marché du crédit reprend des couleurs en juin après un mois de mai un peu chaotique. Toutefois, en analysant les détails, l'histoire demeure complexe.

Dans l'univers *Investment Grade*, aux Etats-Unis l'écartement des spreads aura été plus que contrebalancé par la baisse des taux sous-jacents. Ceci est seulement en partie vrai pour l'Europe, en sachant que les comportements des différentes signatures, notamment dans le secteur financier, dépendent beaucoup de leurs pays d'origine et des problématiques correspondantes. Et même si le résultat du refinancement à trois mois de la BCE aide à soulager un peu les craintes, l'accès au marché reste encore très compliqué pour une partie du secteur bancaire, tant sur le marché primaire que sur l'interbancaire. A ce sujet, les « stress tests » aideront à mieux comprendre l'état des établissements financiers, mais il faudra veiller à que des solutions soient ensuite proposées pour ceux en difficulté.

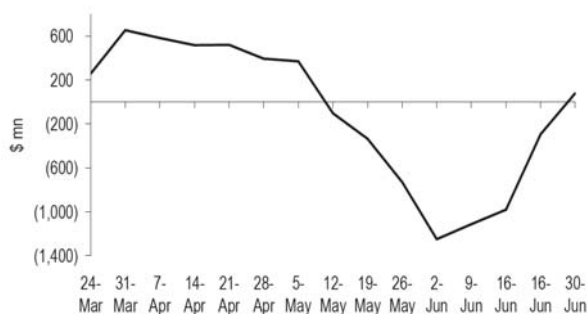
Dans l'univers *High Yield*, les choses s'améliorent progressivement. Les craintes qui avaient dominé au mois de mai sont en train de se dissiper, avec les investisseurs qui reviennent dans la classe d'actif et les entreprises qui peuvent à nouveau se refinancer sur le marché primaire. Ceci est selon nous plutôt une bonne nouvelle car cette attitude confirme que les investisseurs sont encore prêts à prendre un risque HY dans un contexte d'incertitude générale. Pourquoi ? Parce qu'en l'absence de rechute économique les *spreads* devraient être soutenus, tandis que le portage offre encore une rémunération attractive.

...tandis que les fondamentaux s'améliorent pour le reste des entreprises

Une croissance modérée couplée à une amélioration des fondamentaux des entreprises sont certes des facteurs de soutien pour le crédit. Toutefois, les incertitudes concernant la croissance économique, la résolution des problématiques autour des risques souverains et l'évolution du système financier placent cet équilibre dans un état de fragilité. La classe d'actifs devrait donc encore connaître des mouvements marqués, reflétant l'inconfort des investisseurs.

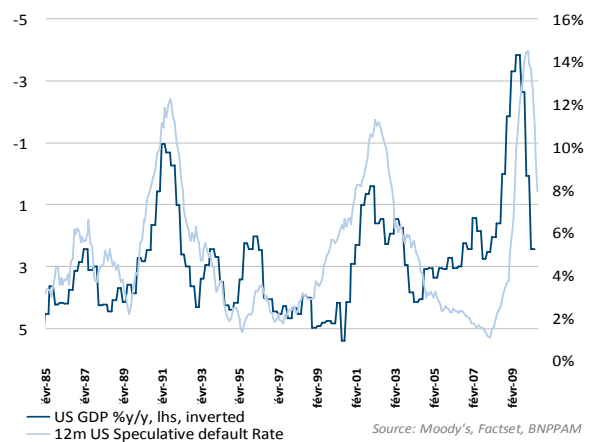
Les investisseurs reviennent sur le High Yield

Four-week rolling high-yield mutual fund flows



Sources: J.P. Morgan; AMG Data Services

Taux de défauts encore à la baisse



Source: Moody's, Factset, BNPPAM



MARCHE DES CHANGES

L'attention se reporte sur le dollar

Les craintes de « double-dip » pèsent sur le dollar à court terme

En 2011, l'euro recommencerait à s'affaiblir (différentiel de croissance et de taux d'intérêt)

Une baisse du yen reste d'actualité mais devrait être limitée dans un premier temps

Une plus grande flexibilité du yuan...

...peut relancer l'intérêt pour les devises « commodities »

Fin provisoire de la baisse de l'euro face au dollar. Alors que la parité EUR/USD était passée sous 1,19 le 7 juin suite aux inquiétudes sur la dette souveraine, en particulier en Espagne, la correction que nous anticipions s'est produite. La remontée de la parité est restée dans un premier temps assez chaotique. Elle s'est ensuite affirmée sur des considérations techniques puis plus fondamentales. Des données économiques décevantes publiées début juillet aux Etats-Unis (ISM, emploi) ont ravivé le scénario du retour en récession de l'économie américaine et repoussé les anticipations de resserrement monétaire de la Fed. Ce phénomène, qui a ramené l'euro vers 1,26 dollar, pourrait perdurer au cours de l'été, avec des mouvements erratiques toutefois et sans remettre en cause la tendance.

Le maintien d'une politique monétaire toujours très accommodante et les mesures d'austérité à venir (avec des craintes autour d'une hausse de la TVA notamment) pèseront sur le **yen** (principalement contre les devises des économies les plus dynamiques du G10). Le gouvernement japonais n'est probablement pas satisfait des niveaux actuels face au dollar (autour de 87) et à l'euro (contre lequel un point bas à moins de 108 yens a été touché fin juin) mais sa communication sur le sujet est quelque peu changeante en ce moment. Le flou politique après les élections sénatoriales du 11 juillet qui privent le DPJ de majorité est a priori baissier yen.

La décision de la PBoC de permettre une plus grande flexibilité de son régime de change est intervenue le 19 juin, quelques jours avant le G20 de Toronto, ce qui confirme l'enjeu politique autour de la parité **USD/CNY**. Cette annonce met fin à l'arrimage du yuan (autour de 6,82 pour un dollar) décidé en novembre 2008 pour soutenir les exportateurs chinois dans le contexte du ralentissement mondial. La PBoC revient au système mis en place en juillet 2005 : elle pilote les variations du yuan vis-à-vis d'un panier de devises, ce qui permet une appréciation graduelle du yuan (19 % face au dollar entre juillet 2005 et juillet 2008, sans tenir compte de la réévaluation initiale de 2 %). Pour l'instant, la hausse est restée modeste (+0,8 % de fin mai au 9 juillet) et devrait continuer à l'être car, même si les autorités chinoises cherchent à réorienter la croissance vers la demande interne, elles ne précipiteront pas les choses. Il reste que cette décision pourrait faciliter l'appréciation de certaines devises émergentes et des devises traditionnellement liées aux matières premières (CAD, AUD, NOK). Au-delà du regain de confiance quant à la demande des pays émergents, les investisseurs seront attentifs à des considérations sur la valorisation de ces devises et les politiques monétaires, deux éléments positifs pour le **dollar canadien** et la **couronne norvégienne**.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	07-Jul-10	3Q 2010		4Q 2010		1Q 2011		2Q 2011	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.2648	1.20	1.30	1.20	1.25	1.15	1.20	1.10	1.15
	USD / JPY	93	87.43	87	95	95	100	95	100	100	105
	USD / CAD	1.05	1.0500	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05	1.00	1.10
	AUD / USD	0.90	0.8543	0.82	0.87	0.82	0.87	0.85	0.90	0.85	0.90
	GBP / USD	1.61	1.5219	1.47	1.56	1.44	1.53	1.38	1.47	1.37	1.46
	USD / CHF	1.03	1.0575	1.06	1.10	1.07	1.11	1.11	1.15	1.16	1.21
EUR Block	EUR / JPY	134	110.57	109	119	116	123	112	118	113	118
	EUR / GBP	0.89	0.8310	0.80	0.85	0.80	0.85	0.80	0.85	0.77	0.82
	EUR / CHF	1.48	1.3375	1.30	1.35	1.28	1.33	1.30	1.35	1.32	1.37

Source: BNPP AM as of 7/7/2010



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

Un été dans l'expectative : maintien de la neutralité

Moindre expansion économique, pas de retour en récession

Les craintes sur la santé du système bancaire –de la zone euro en particulier du fait de son exposition aux dettes souveraines européennes– et sur l'amplitude du ralentissement de l'économie mondiale se sont généralisées ces dernières semaines, certains investisseurs craignant une forte rechute de l'économie. Ces inquiétudes ont été alimentées par la poursuite de la dégradation des indicateurs avancés, notamment en Chine et aux Etats-Unis, au moment où certaines Banques centrales (de pays émergents principalement) commencent à remonter leurs taux directeurs.

Si le risque de retour en récession de l'économie mondiale ne peut être exclu, il nous semble toutefois limité compte tenu du dynamisme de nombre de pays émergents, de l'ampleur des mesures mises en place ces dernières années et des politiques monétaires qui vont rester accommodantes pendant encore longtemps dans les principaux pays développés. Nous maintenons notre scénario de croissance plus modérée à partir du second semestre 2010 et au-delà, ce qui ne constitue pas un obstacle incontournable pour la progression des marchés boursiers dans un contexte de liquidité abondante et de valorisation raisonnable, voire attractive sur la base des P/E prospectifs à 12 mois et des P/BV inférieurs à leur moyenne de longue période. Cependant, **les défis structurels à relever au cours des prochaines années et l'absence de fort catalyseur en période d'interrogation sur la pérennité de la croissance économique et des profits nous incitent à rester prudents sur les actions à moyen terme.**

A court terme toutefois, deux rendez-vous importants de ce début d'été pourraient soutenir les marchés : la publication des « stress tests » des banques européennes et la saison des résultats trimestriels.

Vers plus de transparence sur le secteur bancaire...

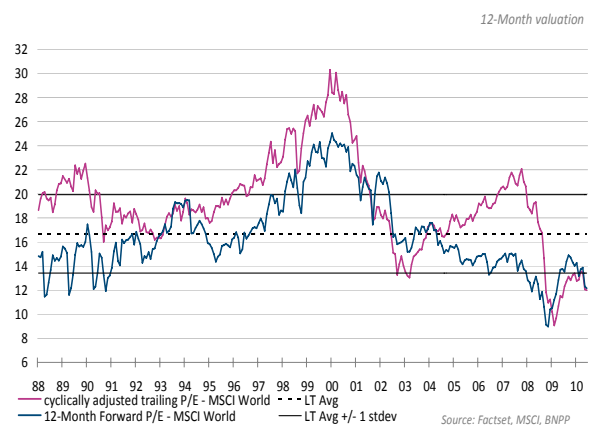
- La réalisation de « stress tests » coordonnée au niveau européen, en démontrant l'engagement des Etats à résoudre la crise de confiance qui affecte le secteur bancaire, est une étape vers plus de transparence, moins d'incertitudes et donc moins d'aversion au risque. La clarification des hypothèses retenues pour ces tests a d'ailleurs déjà contribué au rebond des marchés boursiers ces derniers jours. Sous la houlette du CEBS¹, 91 banques européennes représentant 65 % du total des actifs doivent tester leur résistance à un scénario de crise économique et/ou défaut d'un Etat membre sur sa dette.

ISM et performance boursière

Date		ISM manuf		Performances of the S&P 500							
Peak	Trough	Peak	Trough	1m before	1m after	3m after	4m after	6m after	12m after		
Mar-66	Apr-67	65.7	42.8	2.7%	2.6%	-4.6%	-5.8%	-13.8%	2.2%		
Nov-68	Nov-70	58.1	39.7	-4.2%	-4.2%	-9.4%	-6.3%	-4.5%	-13.4%		
Jan-73	Jan-75	72.1	30.7	1.9%	-3.6%	-7.6%	-8.6%	-5.7%	-16.2%		
Feb-76	Nov-76	61.5	51.7	1.2%	2.3%	0.5%	4.6%	2.4%	0.1%		
Jul-78	May-80	62.2	29.4	-4.5%	3.5%	-4.9%	-5.3%	1.1%	3.2%		
Nov-80	May-82	58.2	35.5	-10.1%	-3.7%	-6.6%	-4.4%	-5.6%	-10.1%		
Dec-83	May-85	69.9	47.1	0.9%	-1.2%	-3.5%	-3.0%	-7.1%	0.8%		
Dec-87	Jan-91	61.0	39.2	-7.1%	3.7%	4.1%	5.4%	10.3%	12.0%		
Oct-94	Jan-96	59.4	45.5	-2.3%	-4.2%	-1.1%	2.9%	8.6%	23.1%		
Jul-97	Dec-98	57.7	46.8	-7.1%	-5.5%	-5.5%	-5.1%	0.3%	2.9%		
Nov-99	Oct-01	58.1	40.8	-1.9%	5.4%	-1.6%	7.1%	2.4%	-5.3%		
Jun-02	Apr-03	53.6	46.1	7.6%	-8.8%	-17.6%	-10.0%	-11.2%	-1.5%		
May-04	Dec-08	61.4	32.5	-1.2%	1.8%	-1.9%	-0.5%	4.7%	7.0%		
average performance				-1.9%	-0.9%	-4.6%	-2.2%	-1.4%	0.4%		
median performance				-1.9%	-1.2%	-4.6%	-4.4%	0.3%	0.8%		
% of periods with negative performance				61.5%	53.8%	84.6%	69.2%	46.2%	38.5%		

Source: Datastream, BNPP AM

Valorisation raisonnable



¹ Comité européen des superviseurs bancaires



MARCHES ACTIONS

Marchés développés

... et des surprises positives sur les BPA du T2 pourraient soutenir les marchés boursiers à court terme

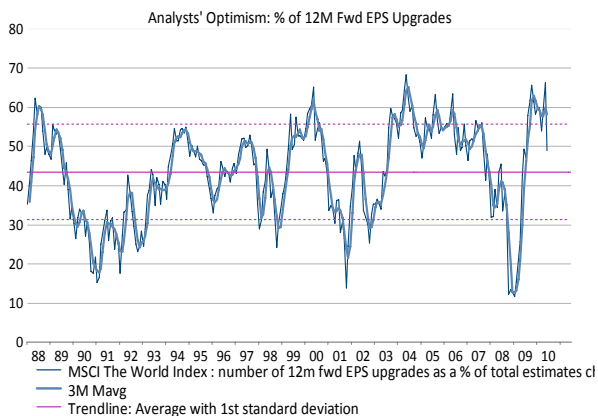
Allocation géographique : neutralité sur la zone euro aux dépens du pari positif sur les Etats-Unis

La publication de ces résultats le 23 juillet prochain va permettre de lever les incertitudes sur la solidité des bilans bancaires et de connaître leur besoin en capital. Le montant des recapitalisations nécessaires et les moyens mis en œuvre pour y parvenir seront toutefois cruciaux pour la réaction des marchés financiers.

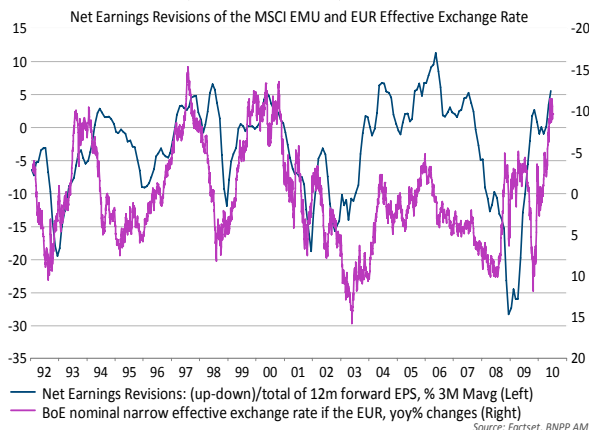
- La saison des résultats pour le 2^e trimestre devrait à nouveau surprendre positivement. En revanche, les « guidances » des entreprises pour la seconde partie de l'année pourraient s'avérer plus prudentes du fait de la dégradation des perspectives d'activité. Les surprises positives sur les résultats devraient conduire à quelques révisions à la hausse des BPA pour cette année, mais elles ne suffiront pas à inverser la tendance à l'infléchissement de la croissance des bénéfices pour les trimestres à venir. En ligne avec le ralentissement économique, la progression des revenus des sociétés va s'éroder alors que le potentiel d'expansion des marges opérationnelles est de plus en plus limité. Le cycle des profits va ainsi progressivement s'infléchir et les analystes revoir leurs prévisions à la baisse. Leur optimisme, mesuré par le pourcentage de révisions à la hausse, a d'ailleurs déjà commencé à se retourner à la baisse. Dans ce contexte, l'anticipation des analystes d'une croissance de 19 % des BPA en 2011 pour le MSCI World, après 34 % cette année, semble trop optimiste, ce qui pourrait peser sur les marchés.

Nous avons remonté ce mois-ci notre exposition aux actions de la zone euro à neutre pour tenir compte 1/ de la bonne résistance des indicateurs avancés d'activité pendant la « crise grecque », 2/ de la levée d'incertitudes sur le système bancaire attendue avec la publication des « stress tests » et 3/ de l'impact favorable sur les bénéfices d'un euro plus faible. Toutefois, les défis structurels d'une région économique fragile et fort disparate demeurent importants et nous conduisent à rester prudents avec une position neutre. Nous avons réduit en contrepartie notre pari positif sur les Etats-Unis, l'aversion au risque encore élevée et l'absence de hausse des taux de la Fed avant longtemps étant contrebalancées par l'infléchissement des révisions bénéficiaires. En dépit de la solidité de leur économie domestique dans la phase actuelle de ralentissement, nous conservons une sous-exposition aux marchés australien et canadien. Des valorisations relatives peu attractives, le début de resserrements monétaires – même timides voire en pause compte tenu des inquiétudes liées à l'impact de la crise financière européenne – et l'importante exposition aux matières premières en sont les principales raisons.

De moins en moins de révisions à la hausse



Bénéfices européens aidés par l'euro moins fort



MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

Performance supérieure, pour un bêta inférieur

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

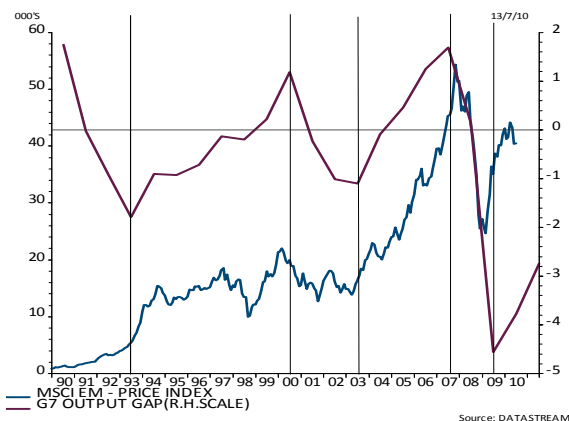
Revenus des sociétés émergentes principalement exposées aux marchés domestiques

Les marchés émergents ont légèrement consolidé sous l'effet des nouveaux risques de récession dans les pays développés, du ralentissement en Chine et de la crise de la dette souveraine en Europe. La légère consolidation a ramené la valorisation à des niveaux attrayants, tandis que les risques de récession sont modérés dans les économies émergentes compte tenu de l'activité très soutenue, tant au niveau de la demande domestique que des exportations.

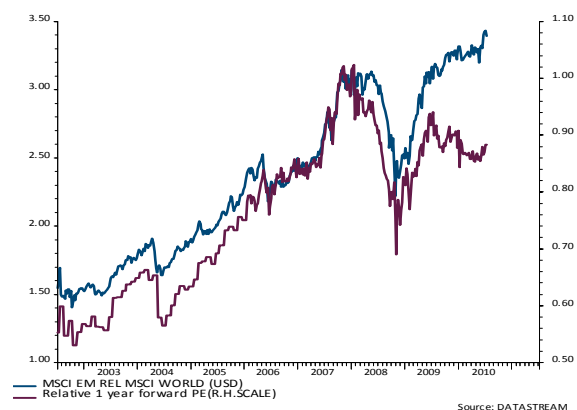
Les indicateurs avancés des économies émergentes sont toujours orientés à la baisse, indiquant une poursuite de la phase de consolidation des bourses pour encore quelque temps. En effet, la phase de resserrement monétaire vient juste de commencer en Corée et à Taiwan (mais timidement), n'est qu'au tout début dans les économies très exposées à la demande domestique comme le Brésil et l'Inde, très avancée en Chine où l'immobilier commence enfin à réagir négativement. Dans ce contexte, les bourses afficheront une volatilité supérieure au cours des prochains mois, car une décélération du rythme de croissance combinée avec la hausse des taux entraîneront des révisions baissières des bénéfices.

Nous ne voyons toutefois pas de forts risques baissiers des bourses émergentes, tout au plus une consolidation. La dynamique de croissance est très domestique ou intra-régionale, la valorisation des bourses est redevenue attractive, et la rentabilité des fonds propres reste très favorable avec une qualité des bilans supérieure. De plus, les économies asiatiques et du G7 affichent un important « output gap » négatif qui milite pour une normalisation modérée des taux d'intérêt. Historiquement, cette condition est corrélée avec une performance positive des bourses émergentes. Finalement, les sociétés cotées émergentes sont très exposées aux marchés domestiques. Par exemple, 93 % des revenus des entreprises cotées chinoises sont d'origine domestique (87 % pour le Brésil), ce qui offre à la fois une excellente protection contre les incertitudes économiques aux Etats-Unis et en Europe, et un bon *proxy* de la croissance des économies émergentes. Pas surprenant donc que les indices émergents aient surperformé les développés, et que les petites et moyennes capitalisations aient mieux résisté ces deux derniers mois malgré la morosité ambiante. Dans ce contexte, toute faiblesse des marchés causée par une recrudescence des risques constitue une opportunité pour accumuler. Nous augmenterons notre allocation dès les premiers signes de retournement des indicateurs avancés, soit vers la fin de l'année.

Output gap négatif, performance positive



Emergents: surperformance et meilleur marché



MARCHES ACTIONS

Marchés émergents

Légère surpondération en Chine en attendant le retournement des indicateurs avancés

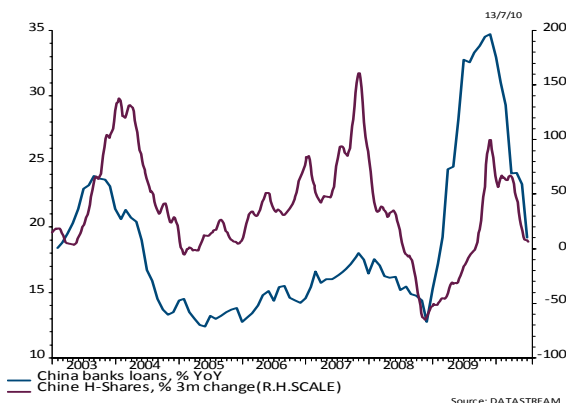
Nous maintenons une légère surpondération sur la Chine. Le marché est actuellement survendu, la valorisation relativement attractive tandis que les investisseurs sont encore prudents. Mais c'est aussi un marché très sensible à l'évolution de la liquidité et des prêts bancaires. L'économie chinoise commence enfin à réagir aux resserrements monétaires, reflété par une modération des indicateurs de confiance des entreprises, une stabilisation de l'inflation, mais surtout le retournement du prix de l'immobilier. Les autorités vont probablement relâcher les freins monétaires vers la fin de l'année, quand la baisse de l'immobilier aura été bien entamée. Ce sera alors un des signaux avancés d'entrée sur le marché chinois, avec la stabilisation des indicateurs avancés.

Le marché coréen reste bien soutenu par les fondamentaux économiques et les perspectives de révision à la hausse des bénéfices. La valorisation est attractive avec un PER de x8,9. Le retour de l'indice vers les niveaux pré-crise 2008 déclenche pas mal de prises de profit d'investisseurs privés devenus particulièrement averses au risque depuis la baisse des marchés de mai 2010, et qui sont trop contents de pouvoir recouper leurs pertes pour se réfugier dans les obligations. **L'Inde est un pari structurel à long terme** sur la demande domestique et les réformes, 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.

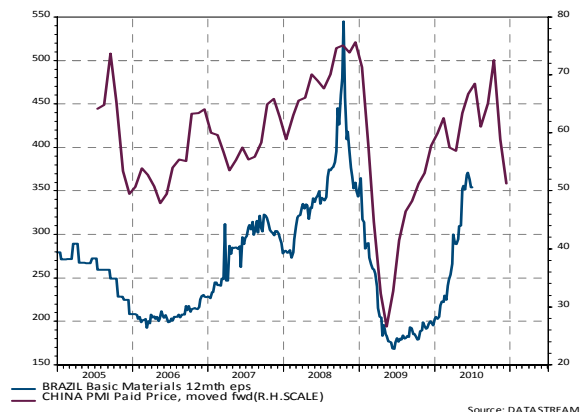
Brésil : exposé au resserrement monétaire et à la baisse du prix des matières premières

Le marché brésilien est confronté à deux risques, en interne la surchauffe de l'économie et le resserrement monétaire qui en résulte, et, en externe, le ralentissement des investissements en Chine et la baisse du prix des matières premières. L'indicateur des prix payés chinois est en baisse depuis deux mois, et devrait préfigurer une révision baissière du secteur des matériaux au Brésil. **La Russie** est aussi tributaire de l'évolution du prix des matières premières, plus particulièrement du prix du pétrole, car les taxes sur l'énergie paient la moitié du budget fédéral. Nous n'anticipons qu'une modeste hausse du prix du pétrole mais maintenons un biais légèrement positif sur la bourse russe en raison de la valorisation, qui offre une décote d'environ 40 % par rapport à l'univers émergent.

Chine : performance très corrélée aux prêts



Brésil : bénéfices sensibles à la Chine



STRATEGIES ALTERNATIVES

Matières Premières

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

Après le rebond « cyclique », la transition vers un régime durable de hausse de la demande mondiale est attendue

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

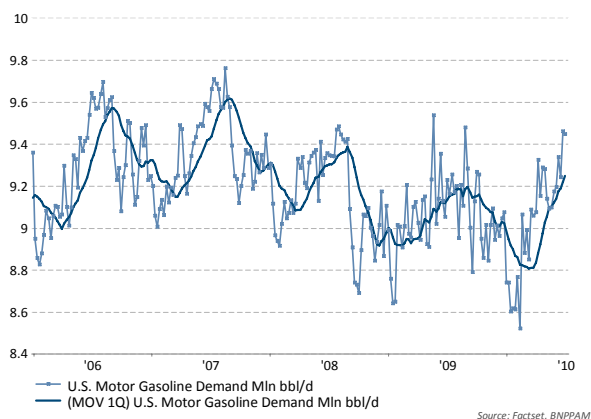
Alors que la demande de produits pétroliers aux US a poursuivi sa progression, les craintes autour de l'environnement macroéconomique continuent de peser sur les cours du **brut**. Ainsi, les prochaines semaines seront déterminantes dans la mesure où l'on devrait savoir si l'amélioration entrevue jusqu'ici sur le marché physique se poursuit malgré un contexte dégradé. Si nous restons optimiste pour le pétrole à horizon 6-12 mois, de nombreux facteurs de risque subsistent donc à court terme. **Nous restons neutres**.

Nous avons coupé notre exposition aux métaux de base, alors que l'on entre dans une période traditionnellement moins favorable pour la demande. En effet, si les fondamentaux de certains métaux devraient rester solides à moyen terme, la conjonction d'un ralentissement saisonnier de la demande chinoise et de la dissipation progressive de l'effet « rebond manufacturier » dans les économies développées pourrait peser sur le sentiment et conduire à une légère consolidation des prix à court terme.

Le récent retour de l'appétit pour le risque a entraîné une baisse de la demande d'investissement pour **l'or** au cours des dernières semaines. Cependant, l'environnement monétaire toujours très favorable, ainsi que la persistance d'inquiétudes sur la situation des grandes économies développées devrait permettre au métal de rester un placement attirant pour les investisseurs à court terme. **Nous conservons une (légère) exposition positive** sur l'or.

Nous restons neutres sur **les céréales**. En effet, la faiblesse récente des fondamentaux des marchés des céréales a conduit les investisseurs à désertier ces marchés. Et si les faibles niveaux de prix réduisent les risques à la baisse, les prévisions de rendements de production record pour les récoltes à venir limitent également le potentiel de hausse. Le maïs reste la céréale qui présente les meilleurs fondamentaux.

La demande d'essence en hausse aux USA



Les flux investissement vers l'or ralentissent



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.

