



PARIS, 17 MAI 2010

## DECRYPTAGE

Les négociations entre les partenaires européens et le FMI ont finalement produit un programme cohérent qui permet :

- d'accélérer les aides d'urgence pour les pays membres aux prises avec des difficultés subites,
- d'accompagner les plans de consolidation des finances publiques à moyen terme chez les pays membres,
- de régulariser les marchés de la dette souveraine quand ils sont soumis à de fortes turbulences.

A cet effet, trois dispositifs sont mis en place :

- des ressources mobilisables à court terme (60 milliards d'euros),
- un mécanisme de soutien à moyen terme (trois ans) pour un total de 690 milliards d'euros, financé à hauteur de 440 milliards par l'Europe et de 250 milliards par le FMI,
- des achats par la BCE d'obligations d'Etat ou privées. Le montant de ces interventions et leur durée n'ont pas été rendus publics et leur stérilisation paraît probable. En d'autres termes, la BCE ne s'apprête pas à poursuivre une politique de stimulation monétaire directe comme la Réserve fédérale ou la Banque d'Angleterre.

Pour importantes que soient ces décisions, elles ne règlent par elles-mêmes aucune des difficultés de fond (déficits budgétaires, dette publique) de la situation actuelle mais elles en modifient profondément les données. En premier lieu, elles montrent une Europe déterminée, ce qui a fait défaut jusqu'à maintenant, et une Europe qui se dote des moyens propres à affronter les difficultés de ses membres et à éviter les phénomènes de contagion. De manière plus décisive encore, le dispositif donne aux pays visés par la défiance des investisseurs le temps de réagir et de convaincre sans être sous la pression immédiate des opérateurs. Il permet à ces pays de gérer au mieux les échéances de leur dette publique, écartant la spirale d'un processus d'auto-réalisation où la méfiance des investisseurs nourrit la hausse des taux d'intérêt et menace de produire ce qu'ils redoutent, un des aspects les plus pénalisants de la situation récente.

La nécessité pour les pays les plus endettés de stabiliser la dette publique en pourcentage du PIB impose un réel effort de réduction des déficits primaires (hors charges de la dette). La croissance européenne va en subir le contrecoup. Cet effet négatif est difficile à évaluer : la situation garde une certaine fluidité, le cycle mondial conservant sa dynamique et la baisse de l'euro bénéficiant aux exportations de la zone.

Les chiffres de l'emploi annoncés aux Etats-Unis montrent qu'une croissance auto-entretenu est en voie de s'installer outre-Atlantique alors que les économies émergentes ont, depuis plusieurs trimestres, fait la preuve de leurs capacités de rebond. Même si le taux de chômage a augmenté au mois d'avril (9,9 % contre 9,7 %, conséquence d'un gonflement des effectifs disponibles), la progression des effectifs au travail s'est poursuivie (+231 000 pour le seul secteur privé, avec une révision en hausse des chiffres précédents). Parmi les créations d'emplois, il faut relever celles du secteur industriel (44 000, le meilleur chiffre depuis 1998). D'autres chiffres montrent également une tendance favorable, tels que l'allongement de la durée hebdomadaire du travail et le nombre des heures supplémentaires. Le recours au travail temporaire continue sur la tendance positive des derniers mois (+26 000).

Globalement, malgré les craintes sur la situation économique en Europe en raison des plans d'austérité qui se préparent et une baisse ponctuelle des marchés asiatiques due à des inquiétudes sur le marché immobilier qui touche essentiellement le haut de gamme en Chine, les nouvelles sont plutôt bonnes avec des publications de résultats en ligne avec les attentes ou parfois même supérieures, que ce soit en Europe, aux Etats-Unis ou encore en Asie, et les chiffres de l'emploi, cités plus haut, démontrent une normalisation de la situation. Les rumeurs reflètent avant tout le scepticisme des investisseurs et non pas la réalité micro et macroéconomique. Ce scepticisme a entraîné une consolidation qui était nécessaire en raison de la forte hausse.

### EUROPE

Après le cataclysme de la semaine précédente, les marchés européens ont repris leur sang-froid, les mesures prises par la BCE écartant désormais un risque de crise systémique. Par ailleurs, la volonté de la Commission européenne de conditionner les futurs prêts accordés par le fonds de stabilisation européen à des mesures budgétaires précises et des efforts de rigueur supplémentaires a été suivie de premiers effets. Ainsi, l'Espagne a annoncé une réduction de 6 Mds € de ses dépenses publiques et une baisse de 5 % des salaires dans la fonction publique. Ces mesures devraient permettre de ramener le déficit budgétaire à 6 % du PIB en 2011 contre 11,2 % en 2009.

Les fondamentaux ont donc repris leur droit et l'attention a pu se refocaliser sur les nombreuses publications.

Ainsi, Allianz a annoncé des revenus meilleurs qu'attendus, en particulier dans l'asset management(+55 %) et dans sa division

« vie » en France (+18 %) ainsi qu'en Asie (+38 %).

Dans la division « non-vie », le ratio combiné à 100,4 % a été affecté par l'hiver mais les prix sont en hausse de 2,2 %. Chez ING, les résultats ont été nettement supérieurs aux attentes, en particulier dans la banque avec des revenus commerciaux en hausse, un impact positif de la restructuration et une baisse du coût du risque. Au total, le profit net est 40 % au-dessus des attentes (soit un ROE de 11,3 %).

Les résultats d'Unicredito sont largement supérieurs au consensus grâce au *trading* et à une moindre charge du risque (pourtant en hausse sur l'activité de détail en Italie).

En Allemagne, les résultats de Deutsche Telekom sont ressortis 1 à 2 % au-dessus des attentes pour le chiffre d'affaires et l'EBITDA. Le free cash-flow est, quant à lui, plus de 10 % supérieur au consensus en raison d'investissements dont le retard devrait être rattrapé. Les tendances en Allemagne sont encourageantes mais restent toujours difficiles aux Etats-Unis. Les résultats de RWE sont supérieurs au consensus grâce à la très bonne performance des activités au Royaume-Uni et à l'intégration des actifs d'Essent dont la contribution est particulièrement forte sur le 1<sup>er</sup> trimestre pour des raisons de saisonnalité mais pas extrapolable sur l'année. Enfin, Deutsche Post a délivré des résultats meilleurs qu'attendus tant dans la division « courrier » que dans « l'express ». Au vu de l'amélioration des tendances, le résultat opérationnel sur l'année est désormais attendu en haut de fourchette des prévisions.

Les résultats d'Intercontinental se sont également avérés encourageants, l'environnement hôtelier observant une amélioration avec une hausse des revpar de 0,2 % alors que ceux-ci étaient en baisse de 10,4 % au 4<sup>e</sup> trimestre 2009. Le groupe a réalisé sa meilleure performance sur l'Asie, les revpar étant en hausse de 10 %, voire de 22 % pour le seul marché chinois.

Le marché des fusions et acquisitions n'est pas resté longtemps affecté par les incertitudes ambiantes. Ainsi, Telefonica a fait, de façon très opportuniste, une offre non sollicitée de 5,7 Mds € en cash pour racheter la participation de Portugal Telecom dans Vivo, leur filiale commune au Brésil, soit une prime de 140 %. Par ailleurs, SAP a lancé une offre de 5,8 Mds \$ en cash sur Sybase.

## FRANCE

La forte teneur des annonces intervenues le week-end dernier a ramené le calme sur le marché français même si la mise en pratique de certaines d'entre elles demeure incertaine : après la correction importante de la semaine dernière, l'indice français clôture en hausse sur la semaine (le CAC 40 a notamment connu lundi la troisième plus forte hausse de son histoire). Néanmoins, le lancement d'une enquête par le procureur général de New-York sur le comportement des banques au début de la crise a lourdement pesé sur les valeurs financières en fin de semaine.

Le bal des publications des sociétés françaises s'est poursuivi : les chiffres sont globalement de bonne qualité, accentuant la dichotomie entre annonces microéconomiques et macroéconomiques.

Les valeurs dites TMT profitent pleinement du rebond de l'activité économique constaté au premier trimestre. Toutes les divisions ont contribué aux très bons résultats de Vivendi : l'intégration de GVT, la performance d'Activision et la hausse de SFR tant dans le mobile que dans le fixe sont les principales sources de satisfaction. La performance d'Ipsos est, pour sa part, illustrée par la croissance de plus de 8 % constatée outre-Atlantique. De plus, la publication de Lagardère est en ligne avec le message formulé lors de l'Assemblée Générale : la reprise de la publicité dans les magazines et du trafic aérien sont à l'origine d'une tonalité plus positive. Le gain conséquent de parts de marché dans les télécoms (ainsi que l'accélération de la division « immobilier ») ont permis à Bouygues de compenser les mauvaises performances de Colas et de la construction liées aux conditions météorologiques. Enfin, en raison d'une base de comparaison moins favorable sur le reste de l'année, TF1 est malgré tout prudent sur 2010.

Par ailleurs, la publication de Thalès confirme les objectifs annuels de stabilité des ventes, prises de commandes en baisse et d'une marge opérationnelle comprise entre 3 et 4 %. Les principales incertitudes concernant le risque d'exécution, notamment sur l'A400M et le Meltem, sont néanmoins toujours présentes. Dans le même secteur, EADS a publié des résultats en ligne avec les attentes. L'environnement de l'aéronautique civil s'améliore avec une accélération des cadences de production et les risques d'exécution des principaux programmes (A380, A400M et A350) sont maintenant correctement documentés. Par ailleurs, le groupe devrait bénéficier de la faiblesse de l'euro.

Au sein des valeurs défensives, les ventes d'EDF sont, quant à elles, marquées par un effet prix négatif ainsi qu'un effet périmètre positif lié à l'intégration de SPE et Constellation.

Au sein des valeurs financières, Crédit Agricole est la seule banque à ne pas surperformer les attentes du marché : le réseau à l'international est pénalisé par une provision liée à la Grèce. La bonne publication de Natixis témoigne, pour sa part, d'un retour durable à la rentabilité après deux trimestres précédents qui ont affiché des résultats positifs. Dexia aurait, quant à lui, refinancé près de 80 % de ses besoins à moyen et long terme.

## ETATS-UNIS

Dans un contexte économique global toujours agité par les craintes sur l'endettement de certains Etats européens, le S&P 500 enregistre une légère hausse cette semaine.

Les ventes au détail pour le mois d'avril - hors véhicules - sont ressorties légèrement supérieures aux attentes tout comme la production industrielle, en progression de 0,8 % sur le mois. Les nouvelles demandes hebdomadaires d'allocation chômage sont, quant à elles, en ligne avec les estimations. Au niveau des entreprises, la saison de publications des résultats touche à sa fin et restera comme l'un des trimestres où l'écart entre les prévisions des analystes et les résultats des entreprises fut le plus important, avec près de 80 % de surprises positives. Au cours de la semaine Cisco, Electronic Arts, NVIDIA et Walt Disney ont affiché des résultats meilleurs qu'attendus.

L'ensemble des secteurs finissent dans le vert au cours des cinq derniers jours, la progression la plus importante étant observée du côté des valeurs industrielles et des technologies de l'information avec +3,77 % et +3,21 % respectivement.

## JAPON

Le Topix a progressé de 1,7 % en euro et de 0,5 % en yen cette semaine.

Traditionnellement considéré comme une monnaie refuge, le yen a poursuivi son appréciation dans un contexte marqué par les fortes difficultés rencontrées par l'Europe et par la zone euro plus particulièrement.

Au regard de ses bons résultats, les efforts de réduction des coûts de Toyota continuent à payer. Par ailleurs, les incitations promotionnelles que l'automobiliste japonais a menées ces derniers mois ont poussé les ventes de sa Prius hybride et de sa Corolla à la hausse. Ainsi, Toyota affiche un résultat net de 112 Mds yens pour le 4<sup>e</sup> trimestre FY03/10, (plus de 2 fois supérieur aux attentes du marché). Cependant, les *guidances* de l'automobiliste sont plutôt conservatrices pour FY03/11 (310 Mds yens de résultat net pour toute l'année contre 480 Mds yens déjà anticipés par le consensus).

Les fabricants de pneus ont, eux aussi, publié de bons résultats. Bridgestone a réalisé 36 Mds de profit opérationnel, dépassant largement les attentes du consensus (16 Mds yens) et relevant dans la foulée ses prévisions pour la première moitié de FY03/11 de 31 Mds yens à 50 Mds yens. Par ailleurs, Bridgestone a annoncé augmenter sa capacité de production en Indonésie (usine de Karawang sur l'île de Java) et, en parallèle, continuer ses efforts de réduction des coûts en rationalisant la fabrique de ses produits au Japon (usine de Tokyo). Ces efforts d'optimisation opérationnelle sont positifs et devraient progressivement augmenter la rentabilité des actifs de la société.

## **ASIE**

L'Asie a bien rebondi cette semaine : +4,4 % en euro à la clôture des marchés jeudi 13 mai au soir pour l'indice MSCI Asie hors Japon. L'effet devise continue à être particulièrement favorable pour les fonds actions Asie dénommés en euro puisque ces derniers bénéficient du double effet d'appréciation des devises asiatiques face au dollar US et du dollar US face à l'euro. L'Asie dénommée en euro a ainsi atteint un nouveau plus haut depuis le rebond de mars 2009 et devrait continuer à bénéficier de cet effet de protection si l'euro devait continuer à se déprécier dans le contexte difficile que la zone euro est en train de traverser.

En Chine, les craintes du marché lié au renforcement de la politique de resserrement monétaire ont affecté le sentiment, notamment suite aux rumeurs de taxe immobilière à Shanghai (non confirmées). Cette tendance au resserrement (bien entamée) ainsi que les craintes liées à l'accélération de l'inflation, sortie à 2,8 %, sont cependant bien intégrées dans les cours de bourse, la Chine traitant désormais en ligne à 10,8x les bénéfices 2011 pour +18 % de croissance des bénéfices par action.

En Asie, les chiffres macroéconomiques continuent à refléter la forte croissance économique de la région, favorisant ainsi le resserrement monétaire. Suivant les pas de son voisin Singapour le mois dernier, la Malaisie a annoncé une croissance du PIB de 10,2 % sur un an glissant, surprenant très positivement le marché qui attendait 9,3 %. La forte reprise des exportations et de la production industrielle à +16,9 % (en majorité électronique) devrait continuer à soutenir la forte croissance de la péninsule. La banque centrale malaysienne, Bank Negara, a, comme anticipé par le marché, haussé les taux de 25 pb (à 2,5 %). Tout cela devrait soutenir le ringgit malaysien ainsi que la consommation locale et régionale. En effet, la reprise du tourisme intra-régional est clairement entamée. A titre d'exemple, notons les excellents résultats de l'opérateur de casino Genting Singapore à Singapour : 109 M dollars singapouriens de profit opérationnel réalisés sur les 45 premiers jours d'activités contre 478 M attendus pour toute l'année.

## **CHINE**

Le marché chinois a fini en hausse cette semaine avec +1,1% pour le CSI300 et quasiment +2% pour le MSCI China. En effet, le marché a réagi positivement à l'annonce du plan de sauvetage conçu par l'Union Européenne pendant le week-end. Cependant, il reste sceptique et la volatilité se maintient à un niveau supérieur à la moyenne.

Une série de données économiques ont été publiées cette semaine, globalement en ligne avec les attentes : la croissance des exportations est passée à 30,5 % sur un an glissant en avril (24,3 % en mars) tandis que les importations ont augmenté de 49,7 % sur un an glissant en avril (après 66,0 % au mois de mars). Il en découle un excédent commercial de 1,7 Md \$ en avril, comparé à un déficit de 7,2 Mds \$ au mois précédent.

Il y a eu quelques inquiétudes sur la pression inflationniste mais notons que l'indice des prix à la consommation a enregistré une hausse de 2,8 %, toujours en dessous de 3 %, le niveau fixé par les régulateurs.

La croissance des crédits immobiliers est encore un sujet que nous souhaiterions commenter. Bien que le prix du mètre carré ait augmenté de 21,5 % sur un an glissant avec le montant des prêts atteignant 774 Mds RMB en avril, nous ne pensons pas qu'il y ait lieu de s'inquiéter. D'après notre expérience, les banques ont tendance à accorder beaucoup plus de crédits immobiliers en début d'année.

Du côté des actualités, l'immobilier reste dans le centre de l'attention avec la nouvelle (ou bien encore une rumeur?) que Shanghai sera la première ville à instaurer une taxe foncière. Même si le sujet a été largement discuté, cela a eu un certain impact dans cette ambiance fragile.

## **INDE**

En mars, la croissance annualisée de la production industrielle est de 13,5 % (en dessous des attentes à 15 %). Ce léger ralentissement devrait contenir l'inflation, à 9,59 % en avril (en ligne avec le consensus qui prévoyait 9,5 %), celle-ci commençant d'ailleurs à baisser (9,9 % en mars).

Afin de faciliter leurs accès au capital et le développement des infrastructures, les sociétés de financement de projets pourront désormais faire appel aux marchés des obligations étrangères, sans avoir à demander l'autorisation préalable de la Reserve Bank of India, dans la limite de 50 % de leur valeur comptable. Dans la même logique, le gouvernement propose de lever un fonds de 11 Mds \$ destiné à financer les projets d'infrastructure. 40 % du fonds serait ouvert aux investisseurs étrangers.

Au sein du secteur des télécoms, le régulateur est toujours aussi hostile envers les opérateurs. Il est ainsi proposé qu'entre 6,2 et 8 MHz, une taxe exceptionnelle soit demandée pour la 2G sur la base des prix d'enchères de la 3G qui, à ce jour, s'élèvent à 2,9 Mds \$ pour une licence panindienne. Au-delà de 8 MHz de spectre, les opérateurs devront s'acquitter d'une taxe exceptionnelle 1,3x supérieure à la taxe exceptionnelle pour le spectre compris entre 6,2 et 8MHz. En revanche, les droits annuels de renouvellement des licences (entre 6 à 10 % du chiffre d'affaires selon les Etats) seraient revus à la baisse de 300 pb. A ce jour, ce projet n'est qu'une proposition et n'a pas encore été voté. Le secteur des télécoms souffre donc de tous les maux : une guerre des prix combinée à un affaiblissement des bilans avec le paiement des licences 3G et potentiellement de taxes exceptionnelles.

Une plate-forme d'Aban Offshore a coulé au large du Venezuela. La société est extrêmement endettée et la perte de celle-ci pourrait causer des dommages collatéraux *a priori* limités aux banques. Cependant, Ici Bank semble plus exposée que ses consoeurs en qualité de banque mais également d'assureur (*via* Ici Lombard).

Au travers d'Hindustan Zinc, Vendita a pour projet d'acquérir Anglo American pour un montant de 1,338 Mds \$, valorisant la cible à un EV/Ebitda de 3,8x.

Au cours des prochaines semaines, il sera important de surveiller les flux sur le marché indien qui seront probablement, en grande partie, influencés par les développements de l'actualité européenne. L'inflation sera également déterminante. Si l'accalmie des prix des matières premières se poursuit, nous pourrions être agréablement surpris à cet égard.

## **MATIERES PREMIERES**

Dans un climat toujours marqué par une défiance vis-à-vis de l'euro (qui perd encore 1 % face au dollar américain cette

semaine), l'or poursuit sa progression (+2 % en dollar) et bat son record non ajusté de l'inflation dans toutes les grandes devises (1248,82 \$ / once; 994,92 € / once). La demande est principalement tirée par les investisseurs soucieux de la situation financière mondiale et européenne en particulier. Les flux de souscriptions dans les ETFs aurifères sont de nouveau très forts et l'on parle de difficultés, du côté des raffineries d'or, à produire suffisamment de pièces d'or pour satisfaire une demande très significative. Comme l'an dernier, il ne faudra compter que sur le recyclage pour voir l'offre satisfaire la demande. En effet, les banques centrales vendent toujours aussi peu et la production minière peine à croître. Au mois de mars, l'Afrique du Sud a produit 12,7 % moins d'or qu'au même mois l'an dernier.

Le pétrole référence Brent est à peu près stable sur la semaine alors que le WTI perd plus de 3 % en raison de stocks à Cushing, Oklahoma (lieu de fixation du prix du WTI) très élevés. Le Brent représente bien plus une référence internationale que le WTI qui n'est finalement qu'un prix local.

Dans le Golfe du Mexique, la situation se complique pour BP après que la tentative de récupération du pétrole à l'aide d'un dôme ait échoué. Un second essai est prévu ce week-end. S'il est beaucoup trop tôt pour déterminer les responsabilités de chacun des intervenants (pétrolier opérateur de la plate-forme, propriétaire de la plate-forme ou bien encore la société parapétrolière étant intervenue sur la tête de puits), de plus en plus de doigts accusateurs pointent dans la direction de BP qui déploie toutefois l'énergie du désespoir pour minimiser l'impact de la marée noire (la société a déjà dépensé 450 M \$). La demande pétrolière continue de se rétablir aux Etats-Unis : sur les 4 dernières semaines, elle a progressé de 2,8 % par rapport à l'année dernière. Notons qu'après l'annonce de Total d'explorer la région de Montélimar à la recherche de gaz non conventionnel, c'est au tour de la société américaine Hess de lancer un programme d'exploration de pétrole non conventionnel dans le bassin parisien.

Les métaux de base se sont redressés cette semaine (+3 %) après la forte baisse de la semaine dernière. Les groupes miniers présents en Australie s'organisent pour lutter contre l'imposition d'une nouvelle taxe minière dans le pays et menacent de diminuer leurs investissements dans les années à venir. Il semble très peu probable que cette mesure fiscale passe en l'état et le sénat n'est d'ailleurs pas favorable aux travaillistes, à l'origine de cette réforme. Les données d'importations chinoises de matières premières en avril marquent un ralentissement sur un mois glissant mais restent à des niveaux très soutenus. Les importations de cuivre représentent, à titre d'exemple, le 3<sup>e</sup> meilleur mois enregistré (malgré une baisse séquentielle de 4 % par rapport à mars).

## **CONVERTIBLES**

Les mesures exceptionnelles entreprises par les Etats de la zone euro suite au plongeon des bourses mondiales ont eu un effet tout aussi exceptionnel sur les marchés.

En effet, lundi a été une journée de records sur les marchés financiers avec des hausses jamais atteintes en une journée pour certaines places : l'Ibex-35 à Madrid a ainsi enregistré une performance de +14,43 %.

Les jours suivants ont été synonymes d'accalmie pour les bourses européennes, le plan de soutien de 750 Mds € n'effaçant pas les craintes quant à l'ampleur des déficits publics qui pourraient menacer la solvabilité de certains Etats sur le long terme. Face à ces inquiétudes, les principaux chefs de gouvernement des Etats de la zone euro se sont prononcés pour la réduction des dépenses publiques. C'est notamment le cas de François Fillon qui a annoncé le gel des dépenses de l'Etat de 2011 à 2013 et la réduction des niches fiscales de 5 Mds € d'ici 2012.

A la mi-journée de vendredi, les bourses européennes ont replongé dans un volume modéré. Les craintes concernant la zone euro et une moins forte croissance dans un contexte de mesures d'austérité ont orienté les marchés à la baisse.

Sur le marché des obligations convertibles, l'environnement de marché très volatil n'a pas empêché la nouvelle émission d'Hynix (entreprise de semi-conducteurs sud-coréenne). Nous n'avons pas participé à ce placement car nous avons considéré que les termes de l'émission n'étaient pas assez avantageux mais nous avons profité d'une baisse du cours de la convertible en dessous de son prix d'émission pour constituer une position sur Saint-Honoré Emerging Convertibles et Saint-Honoré Global Convertibles. Le secteur des nouvelles technologies et plus particulièrement des semi-conducteurs est un thème que nous souhaitons privilégier. Il nous permet également de participer activement à la croissance des pays émergents.

## **ALLOCATION D'ACTIFS**

Les marchés ont témoigné d'une nette reprise des niveaux particulièrement déprimés du vendredi 7 mai sans toutefois que les résultats des entreprises et les données macroéconomiques, le plus souvent excellents, convainquent totalement quant à la fin de l'incertitude sur la situation européenne. Entre la clôture du 6 mai et celle du 13, l'évolution des grands indices a été la suivante, en monnaie locale :

Standard&Poor's 500	+2,6 %
DJ Euro Stoxx 50	+5,8 %
TOPIX	-0,9 %
MSCI Marchés émergents	+4,1 %

La réaction des marchés obligataires n'a pas été moins significative, au moins pour les marchés les plus concernés par la méfiance des investisseurs (le rendement de l'emprunt grec à 10 ans est retombé de plus de 12 % à 7,3 %) car les taux de l'emprunt Bund à 10 ans ne sont remontés, par exemple, que de quelques fractions (une dizaine de points de base sur la période). Les taux américains sont restés stables sur les deux dernières semaines.

L'euro a continué à se déprécier, perdant 1,5 % par rapport au dollar sur la période (soit ses cours du premier trimestre 2009). Après un court mouvement de reprise par rapport à la devise américaine, le yen a fléchi à nouveau, atteignant un niveau proche de 93.

Nous sommes restés globalement bien investis dans cette phase de rebond violent des marchés. Néanmoins, nous avons saisi cette opportunité pour réaménager progressivement les stratégies de couvertures en les concentrant davantage sur des indices riches en valeurs financières telle que le DJ Eurostoxx 50. Les plages de couvertures ont été élargies et les taux d'exposition sont progressivement allégés dans la hausse. Par ailleurs, sur ces niveaux de taux d'intérêt, nous basculons nos positions vendeuses d'emprunts d'Etats allemands vers les Etats-Unis où les facteurs cycliques devraient avoir davantage d'impact sur la dynamique des rendements. Enfin, nous restons très attentifs aux développements sur le marché des changes et plus particulièrement à l'évolution de la parité euro-dollar.

**Performances nettes en % arrêtées au 12/05/2010**

Libellé du fonds (Date création)	YTD		1 an		5 ans		Annualisée Depuis création		VL EUR	Date de VL
	Perf.	Ecart	Perf.	Ecart	Perf.	Ecart	Perf.	Ecart		
<b>FRANCE</b>										
<b>Tricolore (C)</b> (26/01/1981) CAC 40 (EUR)	-1,92 -3,14	3,22	16,70 15,56	1,14	11,90 -7,02	18,92	10,53 -	-	250,36	12/05/2010
<b>Tricolore Rendement (C)</b> (04/12/1998) SBF 120 (EUR)	-1,23 -3,20	1,97	16,58 18,15	-1,57	17,57 -3,21	20,78	10,35 1,01	9,34	235,33	12/05/2010
<b>Tricolore Rendement Flexible (A)</b> (30/01/2009) 50% SBF 120 (EUR)	-0,23 -1,33	1,10	10,73 9,40	1,33	- -	-	11,35 11,25	0,10	114,75	12/05/2010
<b>EUROPE</b>										
<b>Ecosphere Europe (A)</b> (28/09/2007) Dow Jones Stoxx 600 (EUR)	-8,42 1,07	-9,49	7,06 24,45	-17,39	- -	-	-18,56 -13,72	-4,84	58,37	12/05/2010
<b>Europe Rendement (C)</b> (02/09/1999) MSCI Europe (EUR)	0,13 0,73	-0,60	21,28 23,57	-2,29	19,99 -3,56	23,55	4,12 -1,81	5,93	77,00	12/05/2010
<b>Europe Rendement Flexible (A)</b> (30/01/2009) 50% Eonia Cap. (EUR) + 50% MSCI Europe (EUR)	0,58 0,58	0,00	15,60 11,74	3,86	- -	-	14,50 12,52	1,98	118,92	12/05/2010
<b>Saint-Honoré Europe Midcaps (A)</b> (22/12/1994) Dow Jones Stoxx Small 200 (EUR)	9,24 8,51	0,73	38,92 38,47	0,45	19,60 21,18	-1,58	7,89 6,33	1,26	235,29	12/05/2010
<b>Saint-Honoré Europe Synergie (A)</b> (05/12/2006) MSCI Europe (EUR)	6,35 0,73	5,62	32,50 23,57	8,93	- -	-	-1,21 -9,10	7,89	95,92	12/05/2010
<b>Selective Recovery Europe (A)</b> (19/11/2008)	7,56	-	32,37	-	-	-	38,14	-	161,14	12/05/2010
<b>AMÉRIQUE DU NORD</b>										
<b>Saint-Honoré US Opportunités (B)</b> (05/12/2008) Frank Russell 3000 (NR) (EUR)	18,71 20,83	-2,12	37,73 43,56	-5,83	- -	-	26,19 27,68	-1,49	139,56	12/05/2010
<b>Saint-Honoré US Value &amp; Yield (C)</b> (28/12/2000) S&P 500 Composite (EUR)	21,47 18,88	2,59	46,03 38,80	7,23	11,79 1,32	10,47	1,23 -4,63	5,86	112,15	12/05/2010
<b>ASIE / EMERGENTS</b>										
<b>Saint-Honoré Chine (A)</b> (08/04/1998) MSCI China (EUR)	3,92 4,34	-0,42	31,53 29,00	2,53	162,19 137,08	25,11	11,56 0,64	10,92	286,36	12/05/2010
<b>Saint-Honoré Chinagora N</b> (18/07/2006) Shanghai Shenzhen 300 (USD)	-12,08 -14,19	2,11	9,56 16,91	-7,35	- -	-	11,94 28,93	-16,99	153,29	30/04/2010
<b>Saint-Honoré Asia (C)</b> (27/05/2002) MSCI AC Asia ex. Japan (EUR)	7,54 10,05	-2,51	42,77 40,18	2,59	56,09 60,59	-4,50	9,21 5,46	3,75	201,71	12/05/2010
<b>Saint-Honoré Asie Opportunités (A)</b> (10/05/1993) MSCI AC Asia ex. Japan (EUR)	8,99 10,05	-1,06	46,20 40,18	6,02	61,58 60,59	0,99	3,15 3,15	0,00	129,18	12/05/2010
<b>Saint-Honoré Emerging Opportunités (A)</b> (15/03/2007) MSCI Emerging Market Free (EUR)	10,63 10,68	-0,05	52,45 44,44	8,01	- -	-	3,47 4,21	-0,74	115,25	12/05/2010
<b>Saint-Honoré Brésil (A)</b> (01/06/2007) MSCI Brazil 10-40 (EUR)	3,34 5,54	-2,20	55,81 56,80	-0,99	- -	-	2,52 5,65	-3,13	107,60	12/05/2010
<b>Saint-Honoré Inde (A)</b> (30/06/2005) MSCI India (EUR)	16,15 15,95	0,20	83,28 73,40	9,88	119,87 155,40	-35,53	15,31 17,38	-2,07	217,72	12/05/2010
<b>INTERNATIONAL</b>										
<b>Commosphere World (B)</b> (31/12/2008) 60% MSCI World Energy (NR) (EUR) + 30% MSCI World Materials (NR) (EUR) + 10% FTSE Gold Mines (EUR)	8,98 10,66	-1,68	31,34 29,30	2,04	- -	-	35,04 33,08	1,96	150,54	12/05/2010
<b>Ecosphere World (A)</b> (28/09/2007) MSCI AC World (EUR)	-0,57 12,00	-12,57	10,43 33,81	-23,38	- -	-	-11,38 -7,65	-3,53	72,84	12/05/2010
<b>Goldsphere (A)</b> (30/09/2008) FTSE Gold Mines (USD)	13,79 13,56	0,23	38,21 33,34	4,87	- -	-	33,82 29,09	4,73	160,01	12/05/2010
<b>Infrasphere (A)</b> (28/12/2007)	9,29	-	29,86	-	-	-	-3,10	-	92,80	12/05/2010
<b>Saint-Honoré Global Healthcare (A)</b> (30/04/1985) MSCI AC Health Care (NR)	7,06 8,69	-1,83	26,64 30,98	-4,34	9,73 9,09	0,64	6,89 -	-	370,50	12/05/2010
<b>Selective Recovery (A)</b> (08/06/2008)	16,39	-	49,22	-	-	-	12,75	-	125,97	12/05/2010
<b>CONVERTIBLES</b>										
<b>Saint-Honoré Convertibles (A)</b> (13/12/1993) Erxane Euro Convertibles Index (EUR)	0,10 -1,58	1,68	15,32 11,88	3,44	25,53 20,15	5,38	7,02 6,17	0,85	464,58	12/05/2010
<b>Saint-Honoré Emerging Convertibles (A)</b> (31/12/2009) UBS CB Growth Markets Hedged (RJ) (USD)	-1,39 1,90	-3,29	- -	-	- -	-	- -	-	98,61	07/05/2010
<b>Saint-Honoré Global Convertibles (A)</b> (17/07/2009) UBS CB Global Focus Hedged (RJ) (EUR)	2,55 2,33	0,22	- -	-	- -	-	- -	-	115,70	12/05/2010
<b>ALLOCATION D'ACTIFS</b>										
<b>LCF Croissance Globale (A)</b> (30/09/2008) Indice composite de LCF Monde Flexible**	0,38 0,19	0,19	25,87 19,94	5,93	- -	-	9,05 4,11	4,94	114,98	11/05/2010
<b>LCF Monde Flexible (A)</b> (01/09/1998) TEC 10 Taux Emp. Etats 10 ans constant Cap. (EUR)	-0,04 1,94	-1,98	20,23 21,60	-1,37	6,28 -2,96	9,24	3,47 0,22	3,25	227,34	12/05/2010

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Tous les calculs de ce document sont issus des données comptables pour le fonds, et des distributeurs de données (Thomson Financial et Bloomberg) pour les indices et les caractéristiques des valeurs détenus en portefeuille. Les performances, classements, prix, notations, statistiques et données passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances, classements, prix, notations, statistiques et données futures. Les données de performance ne tiennent pas compte des commissions et frais perçus lors de la souscription et du rachat des parts.

Achévé de rédiger le lundi 17 mai à 11h00.

Saint-Honoré ChinAgora est un OPCVM à règles d'investissement allégées sans effet de levier. Il n'est pas soumis aux mêmes règles que les OPCVM "tous souscripteurs" et peut donc être plus risqué. Seules les personnes mentionnées à la rubrique « souscripteurs concernés » du prospectus simplifié peuvent souscrire des parts de cet OPCVM. La souscription ou l'acquisition des parts de cet OPCVM, directement ou par personne interposée, est réservée aux investisseurs mentionnés à l'article 413-2 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Lors de la première souscription dans cet OPCVM, l'investisseur doit déclarer par écrit qu'il en a été dûment averti.

Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment du Groupe Edmond de Rothschild et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie du Groupe Edmond de Rothschild ou de ses filiales. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque investissement indépendamment du groupe Edmond de Rothschild et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. Edmond de Rothschild Asset Management est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés sous le n° 332 652 536 R.C.S. Paris.

Principaux risques des OPCVM : risque actions, risque taux, risque crédit, risque lié aux pays émergents, risque de gestion discrétionnaire, risque de change, risque de perte en capital, risque lié à l'inflation, risque lié à l'utilisation de produits dérivés, risque de concentration. La souscription ou l'acquisition des parts ou actions de ces OPCVM, directement ou par personne interposée, est réservée aux investisseurs mentionnés à l'article 413-13 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Lors de la première souscription dans un de ces OPCVM, l'investisseur doit déclarer par écrit qu'il en a été dûment averti. Les OPCVM précités sont exclusivement destinés à être commercialisés auprès de personnes résidentes en France. Ce document ne saurait être assimilé à offre d'achat ou de vente ou une activité de promotion pour des parts des fonds précités dans une juridiction autre que la France. Aucun des produits et/ou

*services ne peut être proposé à une personne si la loi de son pays d'origine ou de tout autre pays qui la concernerait ou concernerait le produit ou le service l'interdit. A titre d'exemple, les produits et services ne sont pas disponibles à la vente aux Etats-Unis ni dans aucun de leurs territoires ou possessions. Ils ne sont pas non plus commercialisés auprès des personnes morales ou physiques américaines ni auprès de citoyens américains ou citoyens du Royaume-Uni. Le Groupe Edmond de Rothschild et ses filiales conseillent donc à toute personne intéressée de s'assurer préalablement qu'elle est juridiquement autorisée à souscrire des produits et/ou des services précités.*

Documentation :



**FLASH\_MARCHES\_170510**

Avertissement : les OPCVM cités dans ce document sont distribués par l'intermédiaire d'institutionnels ou de conseillers en investissements financiers. Les performances depuis création sont des informations réservées aux clients professionnels au sens du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Tout investisseur ne répondant pas à cette classification ne doit en aucune manière tenir compte de ces informations. Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment du Groupe Edmond de Rothschild et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie du Groupe Edmond de Rothschild ou de ses filiales. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque OPCVM et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. A cet effet, il devra prendre connaissance du prospectus simplifié de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management ou sur le site [www.edram.fr](http://www.edram.fr). Edmond de Rothschild Asset Management est immatriculé au Registre du Commerce et des Sociétés sous le n° 332.652.536 RCS PARIS. Les données contenues dans cette fiche ne sont ni contractuelles, ni certifiées par les commissaires aux comptes. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

**Edmond de Rothschild Asset Management**

47, rue du Faubourg Saint-Honoré - 75401 Paris Cedex 08

Société par actions simplifiée. Numéro d'agrément AMF GP 04000015

Tél. : +33 (0) 1 40 17 25 25 - Téléc : lacof 280 585 - 332.652.536 R.C.S. Paris