



Stratégie d'investissement

Avril 2008

Scénario économique – Un ajustement sur plusieurs années

Central scenario (65%) – Rebond non durable de l'économie américaine, mais la récession prolongée est évitée

■ Pas de récession de l'économie mondiale

- ▶ Le marché immobilier américain pèse fortement sur l'économie mais les politiques budgétaire et monétaires sont très expansionnistes
- ▶ La récession est évitée en Europe
- ▶ Découplage de l'Asie émergente du côté de la demande interne, mais les exportations ralentissent

■ Les risques inflationnistes demeurent

- ▶ Les risques inflationnistes n'ont pas disparu, surtout en Asie émergente
- ▶ Les prix des matières premières restent solides
- ▶ Les revendications salariales en Allemagne sont fortes

■ Les politiques monétaires seront déterminées par l'équilibre des risques

Scénario de risque (35%) – Récession américaine prolongée

- L'assèchement de la liquidité entraîne un assèchement du crédit et une récession prolongée aux Etats-Unis

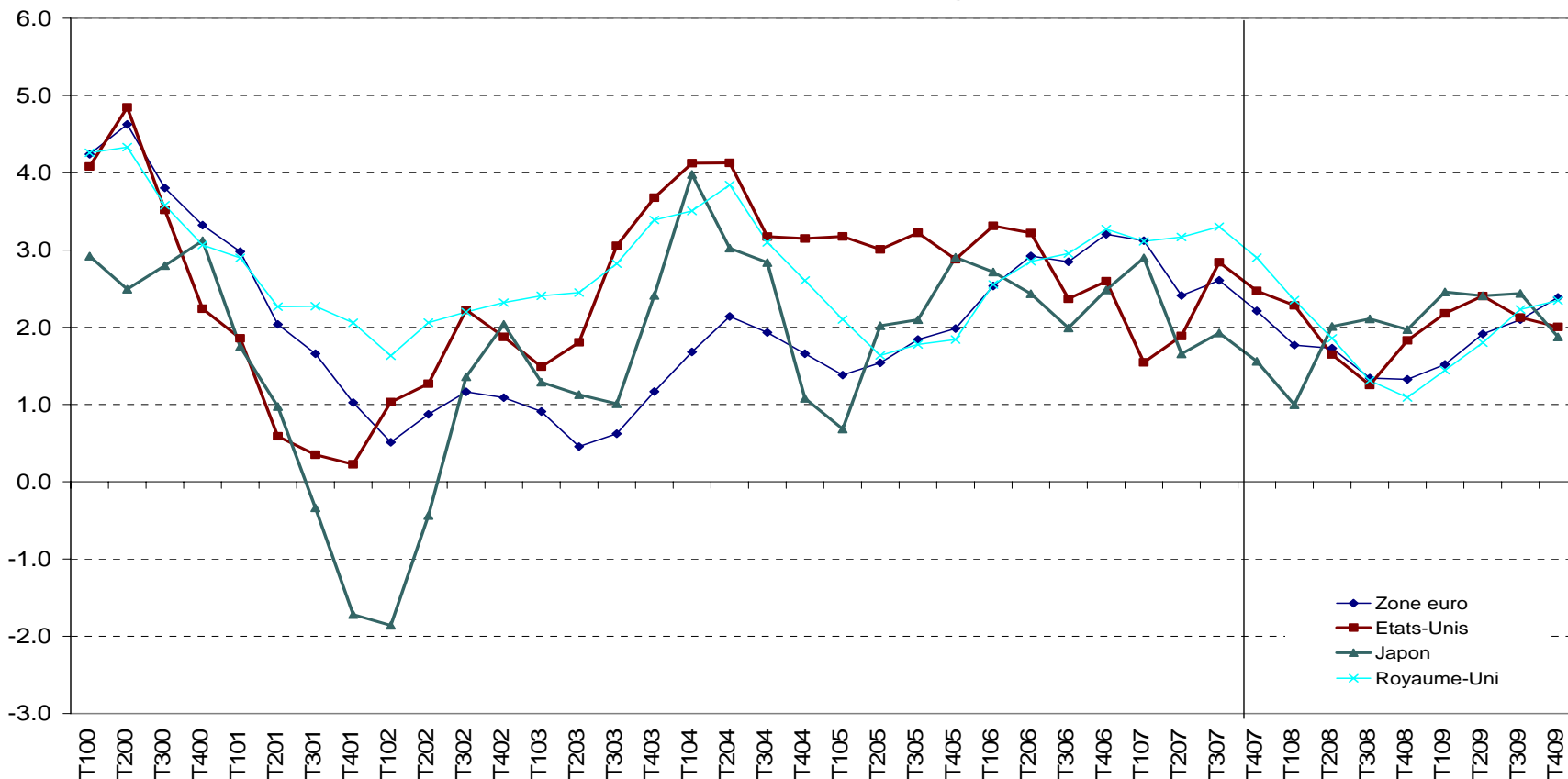
Variable clés : Liquidité des marchés financiers

Principaux changements

	2006	2007	2008	Préc.	2009	Préc.
Pétrole (Brent, \$/b)	55	66	90	80	80	80
Croissance du PIB (GA)						
Etats-Unis	2.9	2.2	1.8	2.1	2.2	2.5
Zone euro	2.9	2.6	1.5	1.5	2.0	2.0
Japon	2.2	1.8	1.4	1.9	2.1	2.3
Inflation (GA, fin d'année)						
Etats-Unis	2.6	4.1	2.8	2.3	2.4	2.2
Zone euro	1.8	2.9	2.4	2.3	2.1	2.1
Japon	0.1	0.4	0.1	0.2	0.3	0.3
Chômage (Fin d'année)						
Etats-Unis	4.4	5.0	5.5	5.3	5.7	5.2
Zone euro	7.9	7.2	7.5	7.5	7.3	7.3
Japon	4.1	3.9	3.4	3.4	3.5	3.5
Déficit du secteur public, %PIB						
Etats-Unis	-1.5	-1.1	-2.7	-2.7	-1.6	-1.6
Zone euro	-1.5	-1.0	-1.2	-1.2	-1.0	-1.0
Japon	-9.0	-7.7	-7.5	-7.5	-8.4	-8.3
Compte courant, %PIB						
Etats-Unis	-6.2	-5.7	-5.0	-5.2	-4.9	-5.0
Zone euro	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
Japon	3.7	3.4	3.3	3.3	3.0	3.0

G4 – Une reprise non durable aux Etats-Unis mais la récession est évitée

Profil de croissance du PIB réel du G-4 (% , glissement annuel)



PIB	Etats-Unis			Zone euro			Japon			Royaume-Uni		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Consensus	2.2	1.6	2.6	2.6	1.6	1.9	1.9	1.4	1.9	3.1	1.7	2.0
SG AM	2.2	1.8	2.2	2.6	1.5	2.0	1.8	1.4	2.1	3.1	1.6	2.0

Perspectives de marchés

Etats-Unis	17/03	<i>juin-08</i>	sept.-08	<i>déc.-08</i>	mars-09
Fed funds	3.00	1.75	1.75	2.25	3.00
10 ans	3.31		3.50	0.00	4.00
<i>Spread All. 10 ans</i>	-39		-25		0

Japon	17/03	<i>juin-08</i>	sept.-08	<i>déc.-08</i>	mars-09
Taux d'escompte	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00
10 ans	1.27		1.50		2.00
<i>Spread US 10 ans</i>	206		202		203

Zone euro	17/03	<i>juin-08</i>	sept.-08	<i>déc.-08</i>	mars-09
Repo BCE	4.00	4.00	3.50	3.50	3.50
10 ans (All.)	3.69		3.75		4.00

Royaume-Uni	17/03	<i>juin-08</i>	sept.-08	<i>déc.-08</i>	mars-09
Taux de base	5.25	4.75	4.50	4.50	4.50
10 ans	4.30		4.25		4.50
<i>Spread All. 10 ans</i>	62		51		51

	17/03		sept.-08		mars-09
USD/JPY	97		100		100
EUR/USD	1.58		1.50		1.40
EUR/JPY	154		150		140
EUR/GBP	0.79		0.75		0.75
GBP/USD	2.01		2.00		1.87

États-Unis – Scénario central

■ 2008 : Ralentissement de la demande intérieure

- ▶ La crise du logement n'est pas encore terminée. Les prix immobiliers continueront à chuter en 2008, ce qui devrait avoir un impact négatif sur la consommation via l'effet de richesse. Le chômage devrait remonter (par ex. dans la construction, la finance) et le taux d'épargne augmenter.
- ▶ Les soutiens : croissance mondiale soutenue, bilans solides des entreprises, marchés actions correctement valorisés, faiblesse du dollar, importantes mesures budgétaires, marge de manœuvre toujours confortable pour la Fed.
- ▶ **Compte tenu de la poursuite de la crise du crédit, les risques baissiers pesant sur ce scénario se sont accrus.**

■ L'inflation sous-jacente demeure dans la zone de confort de la Fed

- ▶ Le ralentissement de la croissance de la demande globale permettra d'alléger les tensions sur les prix.
- ▶ Hausse des prix des matières premières : source potentielle de tensions inflationnistes à moyen terme.

■ Les politiques budgétaires et monétaires accommodantes permettront de relancer la croissance au deuxième semestre 2008

- ▶ Politique monétaire : approche basée sur la gestion des risques. La Fed devrait abaisser ses taux à 1,75% dans un horizon de 6 mois et débutera une politique de normalisation fin 2008.
- ▶ Politique budgétaire : relance du PIB à hauteur de 1% (environ \$160 milliards)

■ Déficit budgétaire

- ▶ Le plan de relance devrait accentuer le déficit budgétaire en 2008.
- ▶ Les recettes fiscales diminueront en 2008 en raison du ralentissement des bénéfices des entreprises.

■ Déficit courant

- ▶ Impact positif des exportations nettes sur la croissance (dollar faible, croissance mondiale toujours soutenue).

Etats-Unis	2006	2007	2008	Précédent 2008	2009	Précédent 2009
PIB	2.9	2.2	1.8	2.1	2.2	2.5
Dépenses de consommation	3.1	2.9	1.3	1.6	1.8	2.1
Dépenses publiques	1.8	2.0	2.2	3.1	2.5	2.6
Investissement résidentiel	-4.6	-17.0	-21.1	-18.8	-3.1	-3.0
Investissement privé non résidentiel	6.6	4.8	3.8	3.5	2.1	2.9
Exportations	8.4	8.0	7.8	8.0	6.0	6.7
Importations	5.9	1.9	0.9	2.0	3.2	3.4
Inflation (IPC), fin de période	2.6	4.1	2.8	2.3	2.4	2.2
Taux de chômage, fin de période	4.4	5.0	5.5	5.3	5.7	5.2
Balance courante, %PIB	-6.2	-5.7	-5.0	-5.2	-4.9	-5.0
Solde public, %PIB	-1.5	-1.1	-2.7	-2.7	-1.6	-1.6
Dette publique, %PIB	59	58	58	58	58	57

Zone euro – Scénario central

■ Perspectives économiques : croissance en hausse en 2007 mais inférieure au potentiel en 2008

- ▶ Ralentissement de l'investissement immobilier lié au resserrement des conditions de crédit
- ▶ Impact des exportations nettes sur la croissance freiné par l'appréciation de l'euro et le tassement de la demande mondiale
- ▶ Dépenses de consommation soutenues par l'amélioration du marché du travail en 2008 mais pénalisées par la hausse de l'inflation

■ Inflation – Ralentissement prévu d'ici fin 2008

- ▶ L'inflation totale devrait progressivement ralentir et se rapprocher de l'inflation sous-jacente à 2% courant 2008.
- ▶ Risque haussiers sur les salaires: les revendications sont fortes en Allemagne

■ Politique monétaire – baisse des taux de 50 pb dans les 6 prochains mois

- ▶ A court terme, un certain nombre de facteurs vont contraindre la BCE à ne pas baisser les taux: inflation élevée, menaces d'effet de second tour du fait de marchés du travail tendu, accélération du crédit.
- ▶ A moyen terme, le ralentissement de l'inflation et risques baissiers sur la croissance, dues au durcissement des conditions de crédit, au ralentissement américain et à l'euro fort, pousseront la BCE à baisser les taux.

Zone euro	2006	2007	2008	Précédent	2009	Précédent
PIB	2.9	2.6	1.5	1.5	2.0	2.0
Dépenses de consommation	1.8	1.4	1.3	1.6	2.2	2.1
Dépenses publiques	2.0	2.1	1.3	1.7	1.8	1.6
Investissements	5.3	4.8	2.6	2.7	2.8	2.8
Exportations	8.1	6.0	3.6	4.1	3.5	4.1
Importations	7.8	5.2	3.8	4.8	4.1	4.0
Inflation (IPC), fin de période	1.8	2.9	2.4	2.3	2.1	2.1
Taux de chômage, fin de période	7.9	7.2	7.5	7.5	7.3	7.3
Balance courante, %PIB	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
Solde public, %PIB	-1.5	-1.0	-1.2	-1.2	-1.0	-1
Dettes publiques, %PIB	69	69	69	69	68	68

EMU4 – L'Espagne tributaire du ralentissement immobilier

■ Allemagne

- ▶ Ralentissement des exportations
- ▶ Vers la création d'un salaire minimum ?
- ▶ Les dépenses d'investissement devraient bénéficier de la hausse des bénéfices et la réduction de l'impôt sur les sociétés.
- ▶ L'impact négatif de la hausse de la TVA est partiellement compensé par une progression du revenu disponible. L'épargne est également en augmentation.
- ▶ Déficit budgétaire nul, bien inférieur à la limite de 3% du PIB, qui laisse des marges de manœuvre budgétaire

■ France

- ▶ Ralentissement des exportations
- ▶ La consommation devrait rester soutenue, dopée par la croissance de l'emploi et les réductions d'impôts (0,5% du PIB en 2007 et 0,6% en 2008)...
- ▶ Les dépenses d'investissement resteront faibles en raison d'une croissance des bénéfices inférieure à celle du reste de l'Europe.
- ▶ Ralentissement de l'investissement immobilier

■ Italie

- ▶ Chute des exportations due au ralentissement de l'activité dans le reste de la zone euro au S2 2007
- ▶ Tassement de la croissance de l'emploi
- ▶ Nouvelles incertitudes sur le plan politique

■ Espagne

- ▶ L'emploi et la consommation sont restés solides au T4 2007...
- ▶ ... mais la croissance ralentira pour se rapprocher de son potentiel en 2008, en raison de l'essoufflement du marché immobilier et de la réduction de l'endettement des ménages.

	2006	2007	2008	Préc.	2009	Préc.
Allemagne						
PIB	3.1	2.6	1.6	1.6	2.2	2.2
Inflation*	1.3	3.1	2.6	2.5	2.3	2.3
Taux de chômage*	9.2	8.0	7.9	8.2	7.5	8.1
Solde public (% du PIB)	-1.6	0.0	-0.7	-0.2	-0.5	0.0
France						
PIB	2.2	1.9	1.6	1.5	1.8	1.9
Inflation*	1.5	2.5	2.0	1.9	1.7	1.6
Taux de chômage*	8.9	7.9	8.1	8.3	8.2	8.4
Solde public (% du PIB)	-2.5	-2.5	-2.6	-2.6	-2.7	-2.6
Italie						
PIB	1.9	1.6	0.9	1.1	1.4	1.4
Inflation*	2.0	2.6	2.1	2.0	1.8	1.8
Taux de chômage*	6.5	6.0	6.4	6.4	6.4	6.4
Solde public (% du PIB)	-4.4	-1.9	-2.5	-2.5	-2.6	-2.6
Espagne						
PIB	3.9	3.8	2.3	2.4	2.0	2.1
Inflation*	2.7	4.0	3.5	3.4	3.2	3.2
Taux de chômage*	8.3	8.6	8.8	8.8	8.8	8.8
Solde public (% du PIB)	1.8	2.2	1.0	0.5	0.5	0.0

Royaume-Uni – Scénario central

■ Croissance inférieure au potentiel en 2008-2009

- ▶ Ralentissement de l'immobilier
- ▶ Stagnation du revenu réel disponible des ménages
- ▶ Mais l'investissement des entreprises devrait rester soutenu.

■ Politique monétaire – Assouplissement progressif

- ▶ Crise des marchés monétaires
- ▶ Ralentissement de l'immobilier
- ▶ Persistance des risques inflationnistes :
 - À court terme, prix alimentaires et énergétiques en forte hausse
 - À moyen terme, effet de base et hausse des prix de l'électricité
 - Toutefois, la croissance inférieure au potentiel limitera le « pricing power » des entreprises.

Royaume-Uni	2006	2007	2008	<i>Précédent</i>	2009	<i>Précédent</i>
PIB	2.9	3.1	1.6	1.8	2.0	2.0
Dépenses de consommation	2.1	3.1	1.5	1.7	1.5	1.5
Dépenses publiques	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
Investissements	7.9	5.0	2.7	3.3	3.1	3.8
Exportations	11.0	-5.4	0.8	0.6	3.2	1.9
Importations	10.0	-3.2	0.8	1.0	2.4	1.6
Inflation (IPC), fin de période	2.7	2.1	2.4	2.3	1.8	1.8
Taux de chômage, fin de période	5.5	5.2	5.6	5.6	5.8	5.8
Balance courante, %PIB	-3.9	-4.5	-3.1	-3.2	-2.4	-2.7
Solde public, %PIB	-2.8	-2.8	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
Dette publique, %PIB	43.5	44.2	45.0	45.0	46.0	46.0

Japon – Scénario économique central

Croissance – stagnation à court terme

- ▶ La dégradation de l'économie américaine et la hausse du yen vont peser sur les profits et, temporairement, sur l'investissement qui devrait ensuite se reprendre au S2.08.
- ▶ La consommation des ménages devrait rester solide malgré la hausse du prix de l'énergie en raison de la demande liée aux Jeux Olympiques, et à l'amélioration du marché du travail.
- ▶ Le marché immobilier devrait se redresser après le choc provoqué en juillet dernier par la nouvelle réglementation sur les mises en chantier.
- ▶ 2009 sera plus difficile. L'investissement devrait baisser au second semestre 09 à moins d'une amélioration des perspectives, qui pourrait être due à des réformes structurelles ou à une évolution de la réglementation.

BOJ – Pas de hausse des taux avant le T4.2008

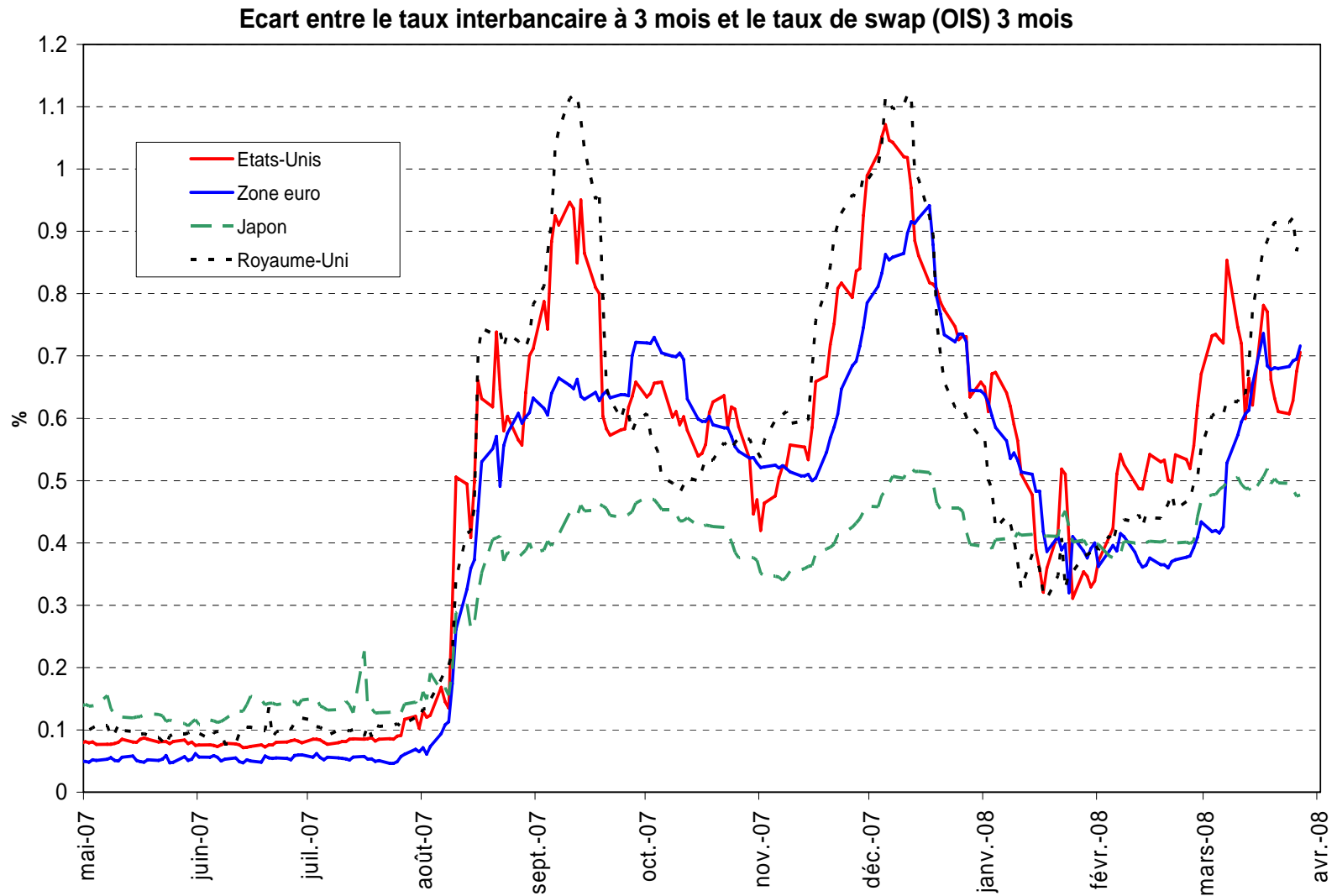
- ▶ Incertitudes sur le choix du gouverneur
- ▶ Une croissance inférieure au potentiel au S1 2008 empêchera tout durcissement des conditions de crédit avant le dernier trimestre de l'année.
- ▶ Le marché foncier va ralentir car les banques hésitent à financer les sociétés immobilières et les REIT. Ce mécanisme est de nature également à repousser la prochaine hausse des taux.

Politique budgétaire – un petit cadeau ?

- ▶ Le gouvernement devrait maintenir la surtaxe sur l'essence, mais proposer des mesures d'assouplissement pour compenser la hausse du prix de l'essence et celle du yen après l'approbation du budget 2008 par le Parlement.

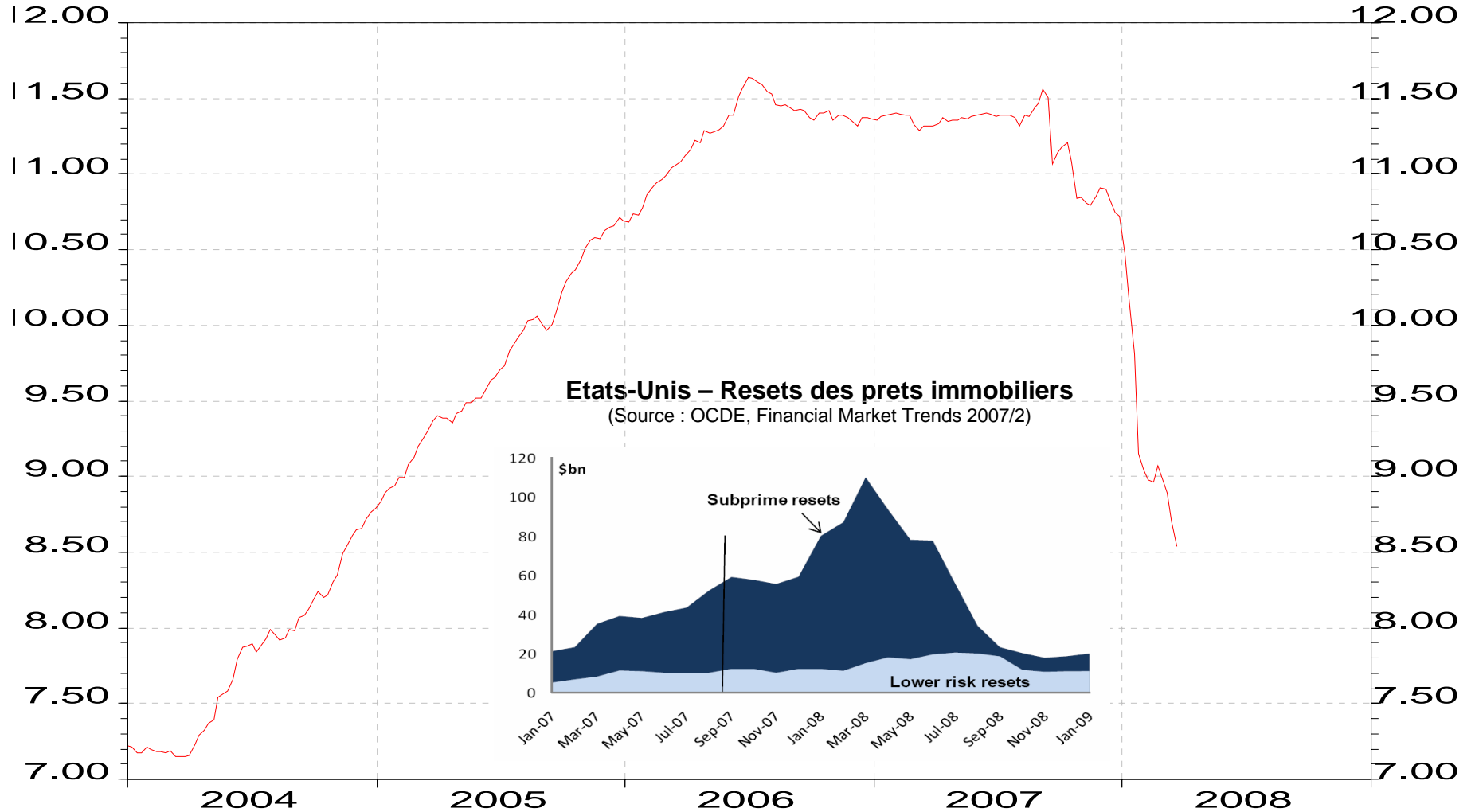
Japon	2006	2007	2008	Précédent	2009	Précédent
PIB, réel	2.2	1.8	1.4	1.9	2.1	2.3
<i>PIB, nominal</i>	1.2	1.6	1.5	2.0	1.9	2.5
Dépenses de consommation	0.9	1.6	1.3	1.5	2.0	2.2
Dépenses publiques	0.4	0.9	0.7	1.5	0.7	1.2
Investissements (Habitat)	1.0	-8.8	0.9	0.3	5.6	6.8
Investissements (Hors habitat)	7.4	2.6	2.4	4.5	3.8	2.6
Investissements publics	-7.4	-6.4	-5.9	-7.3	-0.5	-1.8
Exportations	9.6	8.0	4.7	6.1	4.0	5.0
Importations	4.5	2.2	2.8	4.9	6.2	5.3
Inflation, fin d'année	0.1	0.4	0.1	0.2	0.3	0.3
Chômage, fin d'année	4.1	3.9	3.4	3.4	3.5	3.5
Balance courante, % du PIB	3.7	3.4	3.3	3.3	3.0	3.0
Solde public, %PIB	-9.0	-7.7	-7.5	-7.5	-8.4	-8.3
Dette publique, %PIB	152	158	162	161	168	166

Renewed tension on the major money markets...



Etats-Unis – Première étape de la crise immobilière: hausse des taux d'intérêt et *resets*...

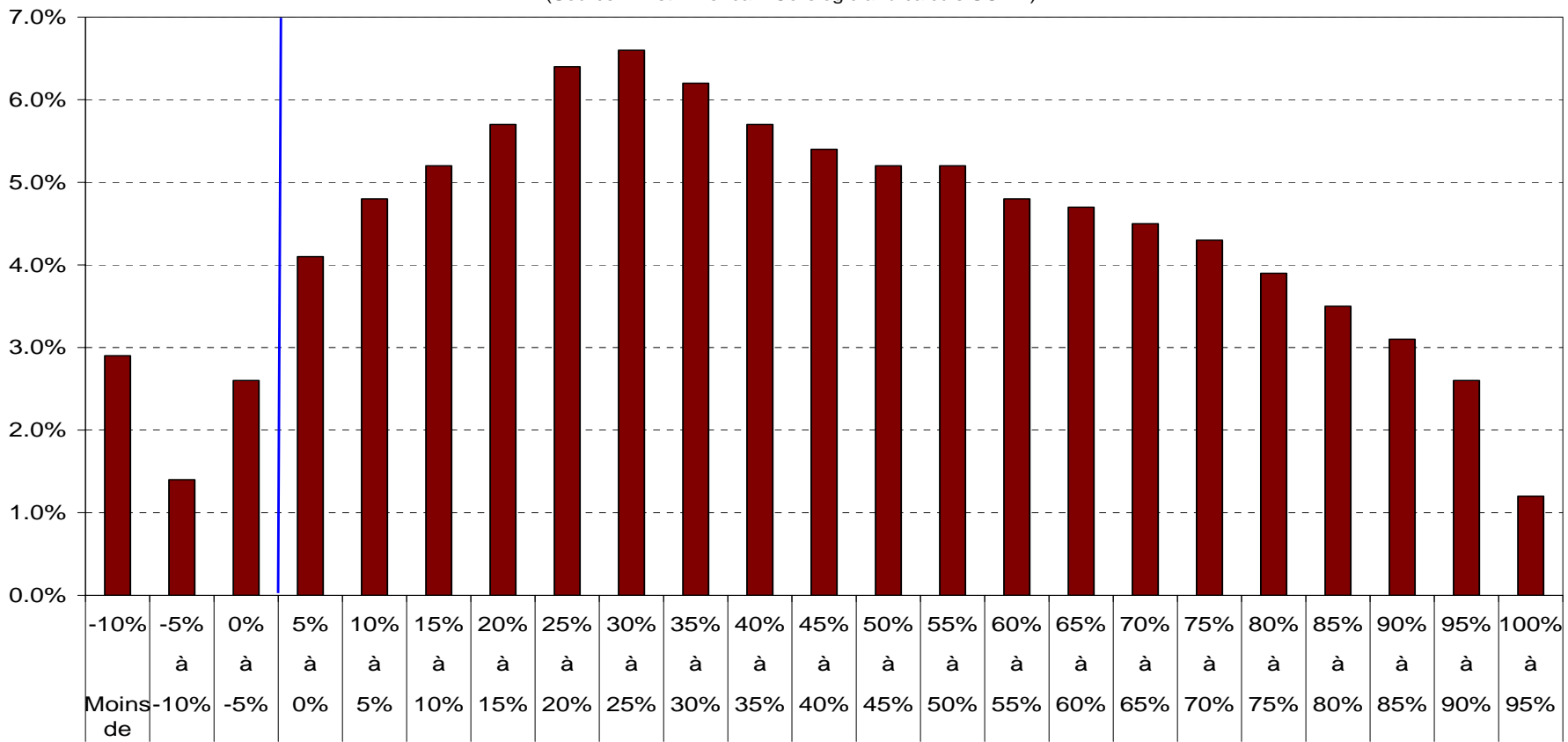
ETATS-UNIS TAUX LIBOR A 6-MOIS + 600PBS



Source: DATASTREAM

...la deuxième étape va venir des effets richesses négatifs

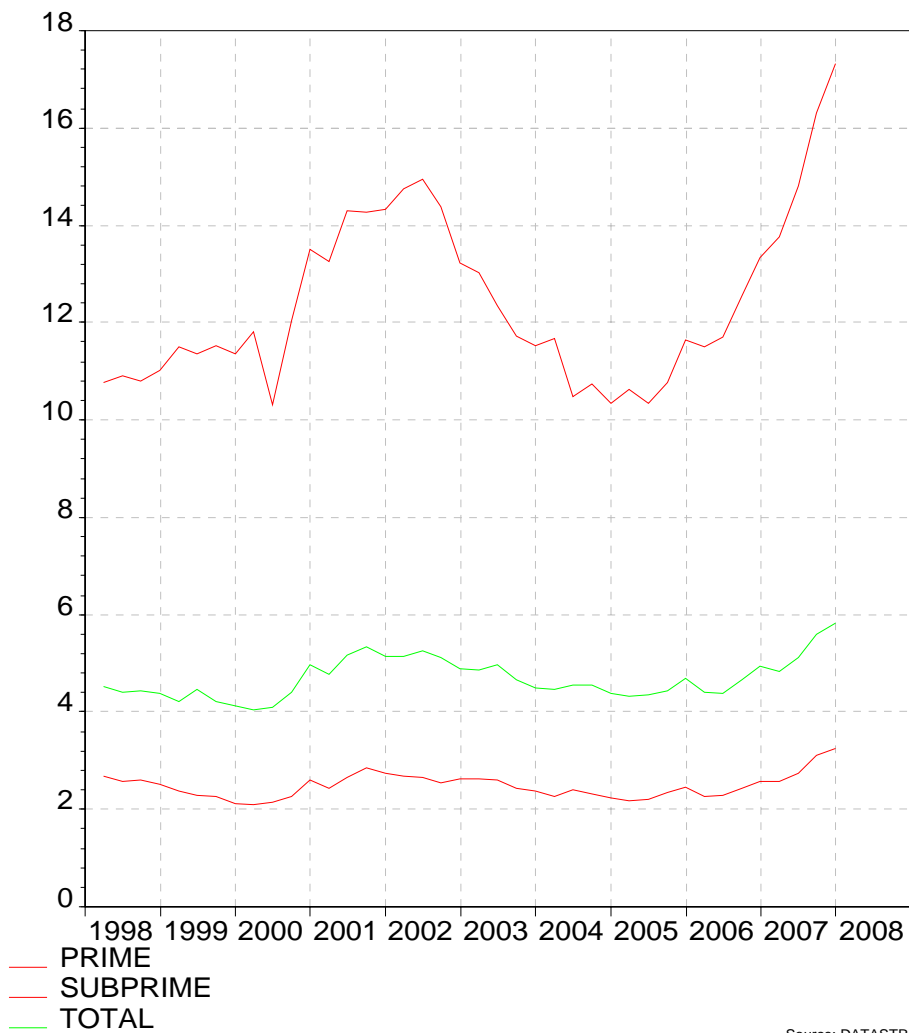
Patrimoine immobilier - Décembre 2006
 (Source : First American Corelogic and calculs SGAM)



- Depuis décembre 2006, les prix immobiliers ont baissé de près de 10% ce qui implique qu'environ 15% des propriétaires américains voient leur patrimoine immobilier net diminuer (*negative equity*)
- En cas de baisse supplémentaire de 10% des prix, la part des propriétaires dans cette situation augmenterait jusqu'à 25%.

Une estimation des pertes directes liées au crédit immobilier

ETATS-UNIS - TAUX DE DEFAULT DES PRETS IMMOBILIERS



Source: DATASTREAM

Différents scénarios de pertes immobilières, Mds \$

Subprime

Taux de recouvrement

	25%	35%	45%	55%	65%	75%	85%
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Taux de défaut

15%	169	146	124	101	79	56	34
20%	225	195	165	135	105	75	45
25%	281	244	206	169	131	94	56
30%	338	293	248	203	158	113	68
35%	394	341	289	236	184	131	79
40%	450	390	330	270	210	150	90
45%	506	439	371	304	236	169	101
50%	563	488	413	338	263	188	113
55%	619	536	454	371	289	206	124
60%	675	585	495	405	315	225	135

Prime

Taux de recouvrement

	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Taux de défaut

3%	128	115	102	89	77	64	51
4%	170	153	136	119	102	85	68
5%	213	191	170	149	128	106	85
6%	255	230	204	179	153	128	102
7%	298	268	238	208	179	149	119
8%	340	306	272	238	204	170	136
9%	383	344	306	268	230	191	153
10%	425	383	340	298	255	213	170

■ Le Consensus estime les pertes totales à près de \$400Mds (pour une dette totale immobilière de \$10.4trlns au T3.07).

Estimation du potentiel de contraction du crédit

■ Bilans des banques

Actif	Passif
Titres	Fonds propres
Prêts	Dette au secteur financier
	Dette au secteur non-financier

■ Mécaniques des bilans gérés activement

▶ Par définition $\text{Fonds Propres} = \text{Effet de Levier} * \text{Actifs}$

Ajustement du bilan permettant de compenser une dépréciation d'actifs de 200Mds \$

Position initiale : actifs de 20trlns \$, fonds propres de 2trlns (effet levier de 10%)

		Variation de l'effet de levier				
		-2.0	-1.5	-1.0	-0.5	0.0
Ajustement du capital, Mds \$	200	0	0	0	0	0
	150	400	425	450	475	500
	100	800	850	900	950	1,000
	50	1,200	1,275	1,350	1,425	1,500
	0	1,600	1,700	1,800	1,900	2,000

Restaurer la confiance

■ Rétablir la liquidité de marché

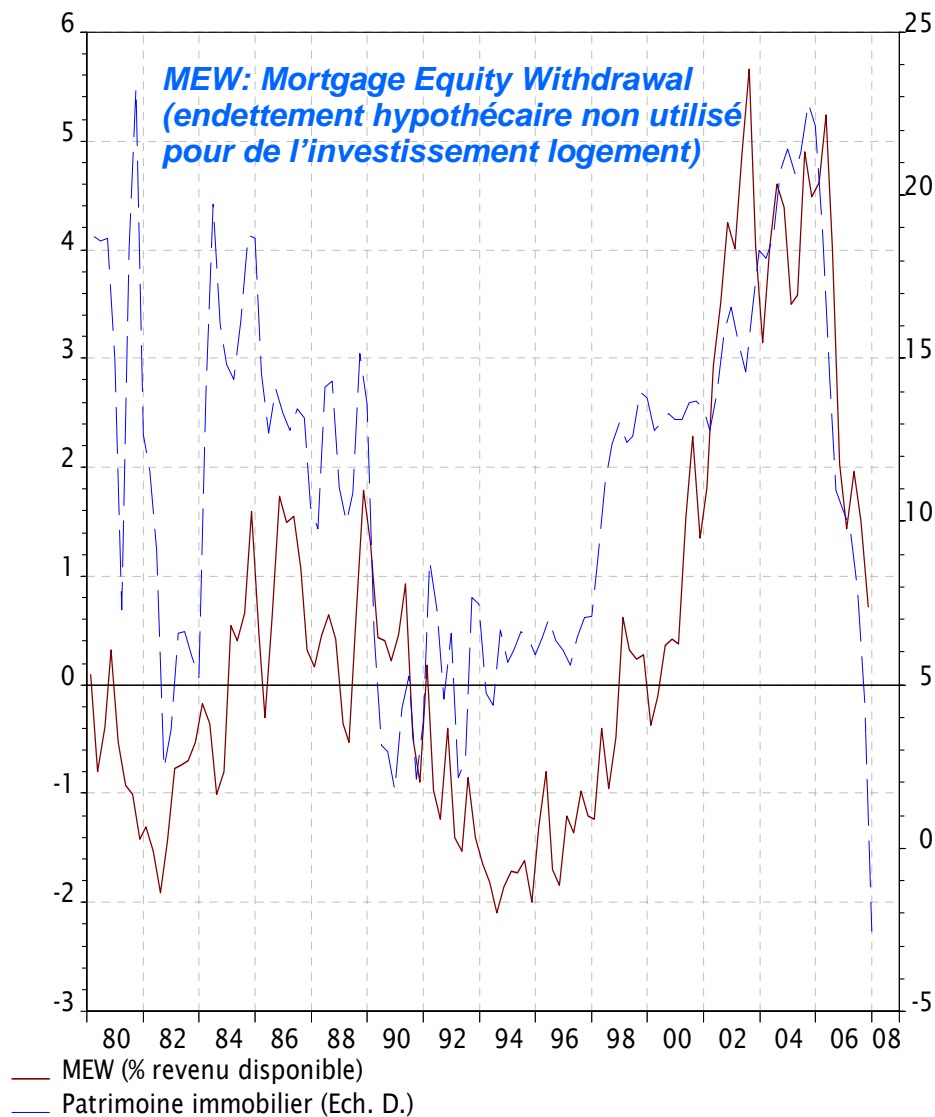
- ▶ 10 août La Fed s'engage à fournir des liquidités au marché
- ▶ 17 août La Fed introduit une facilité de refinancement à 28 jours et réitère (TAF) et réitère qu'elle utilisera un large spectre de collatéraux.
- ▶ 13 déc. Les grandes banques centrales s'engagent à injecter au moins \$10Mds
- ▶ 7 mars La Fed annonce un accroissement dans le TAF

La Fed annonce la mise en place d'opérations repo à 28 jours acceptant tous les collatéraux éligibles pour les opérations d'open market.
- ▶ 11 mars La Fed annonce une nouvelle facilité de prêt (TSLF) de titres du Trésor jusqu'à 28 jours contre des MBS.

Le FOMC autorise l'accroissement des lignes de SWAP avec la BCE et la banque centrale suisse.
- ▶ 14 mars La Fed soutient l'accord entre JP Morgan et Bear Stearns
- ▶ 16 mars (dim.) La Fed abaisse son taux d'escompte de 25pb à 3,25% et met en place une nouvelle modalité de refinancement à l'attention de l'ensemble des spécialistes en valeur du Trésor (*primary dealers*)

Etats-Unis – La crise immobilière va peser sur les dépenses des ménages *via* l'effet richesse

Etats-Unis - Patrimoine immobilier des ménages vs. MEW

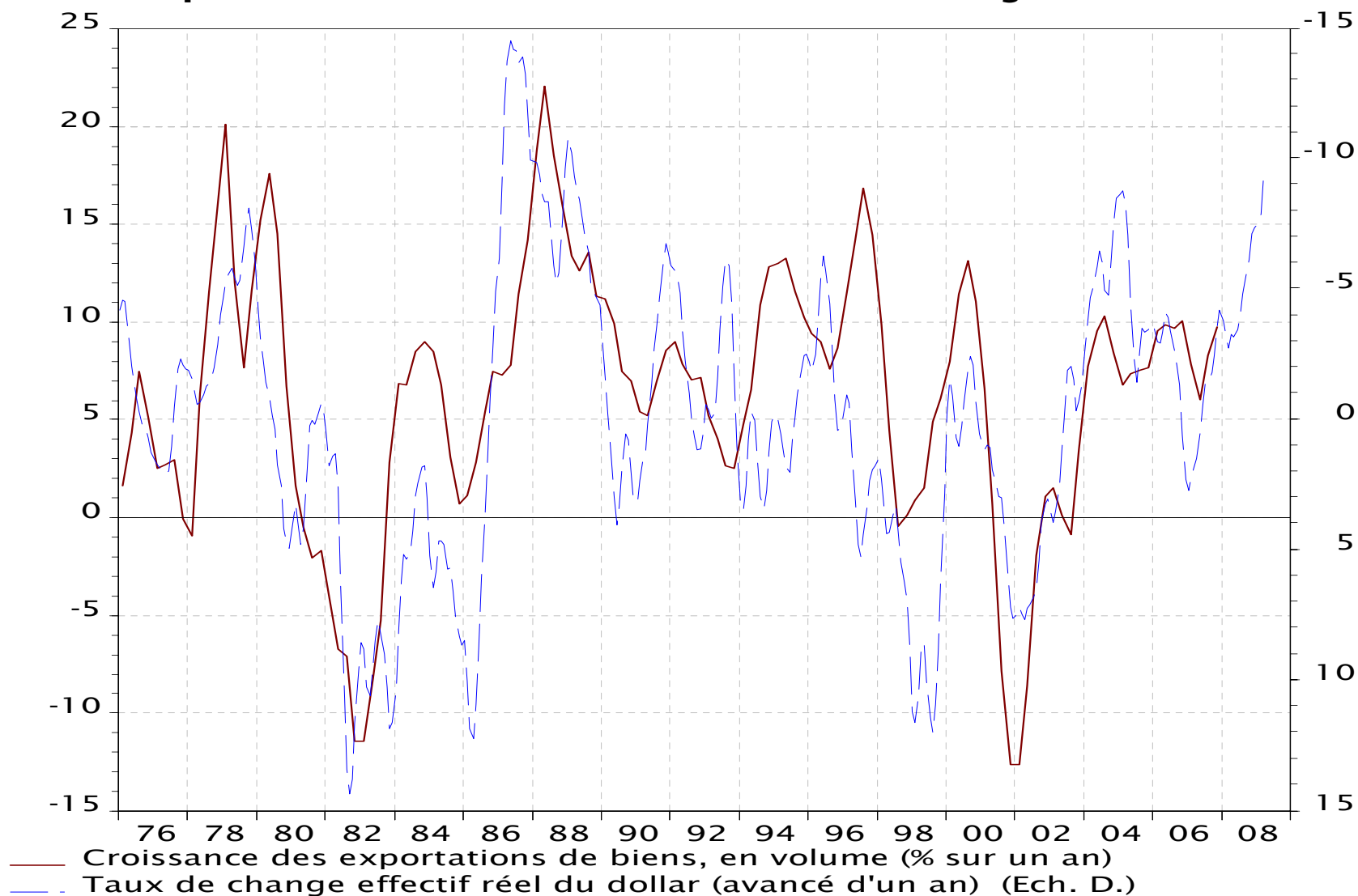


	Croissance (%)		Elasticités de la consommation à...	Impact sur la consommation	
	Moy. 2003-06	2008		Moy. 2003-06	2008
Richesse action	8.6%	0% ?	0.02	0.2pp	0 ?
Richesse immobilière	10.4%	-15.0%	0.05 - 0.09	0.75pp	-1.1pp

Source : calculs de SGAM

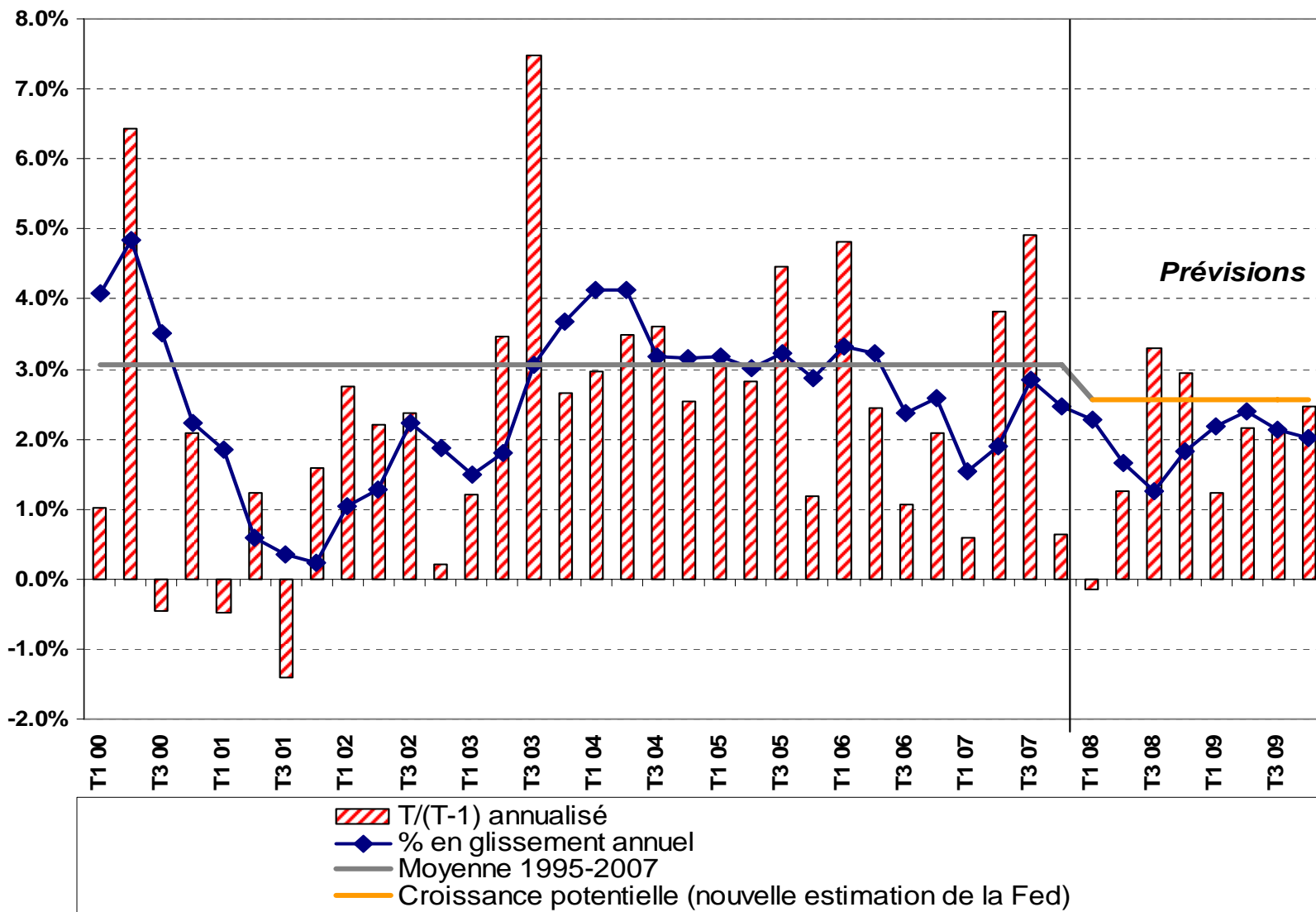
Etats-Unis – Les exportations vont probablement accélérer grâce à la baisse du dollar

Exportations en volume et évolution du taux de change du dollar



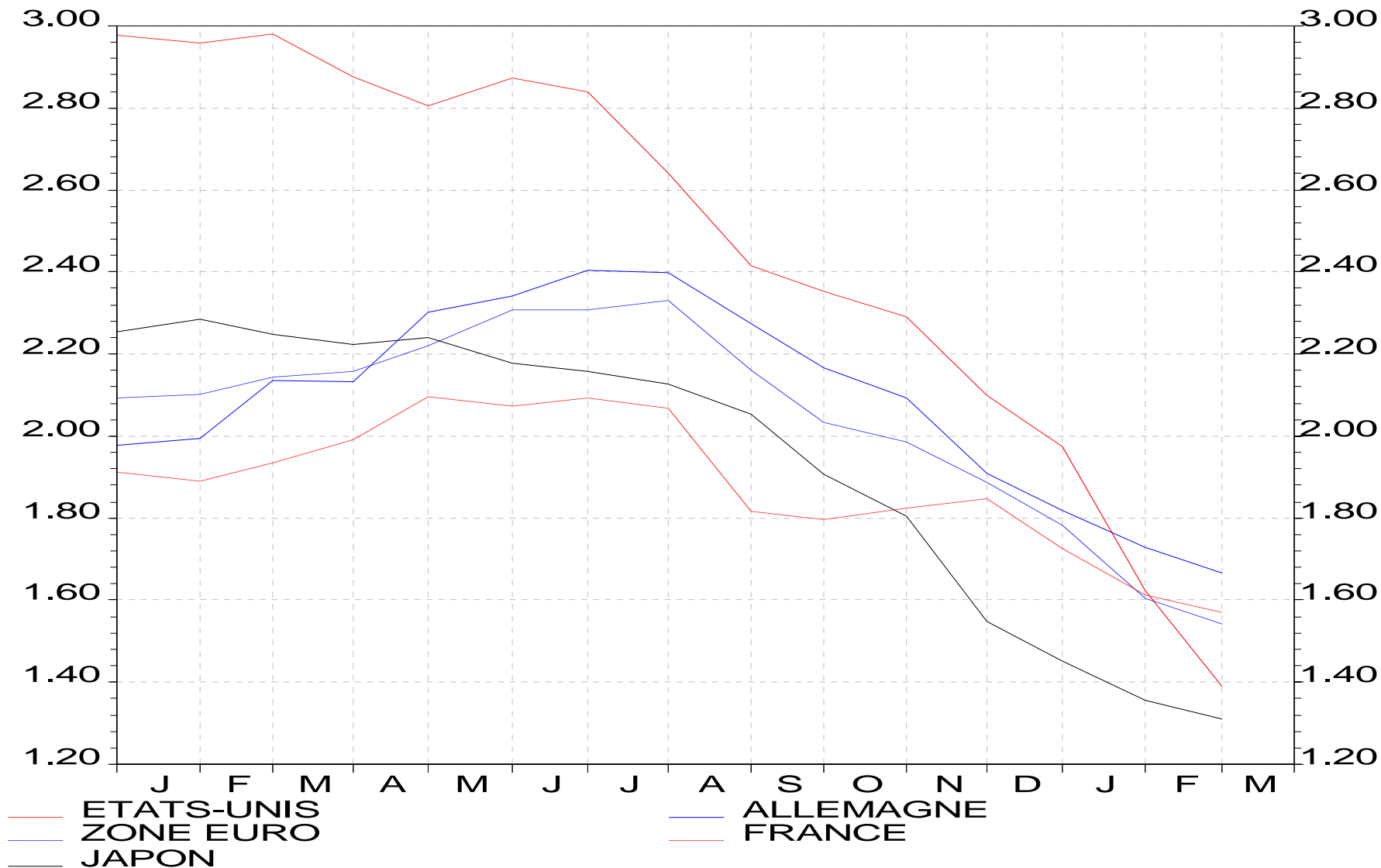
Etats-Unis – Le rebond sera temporaire et suivi d'un affaiblissement de la croissance

Etats-Unis : croissance du PIB



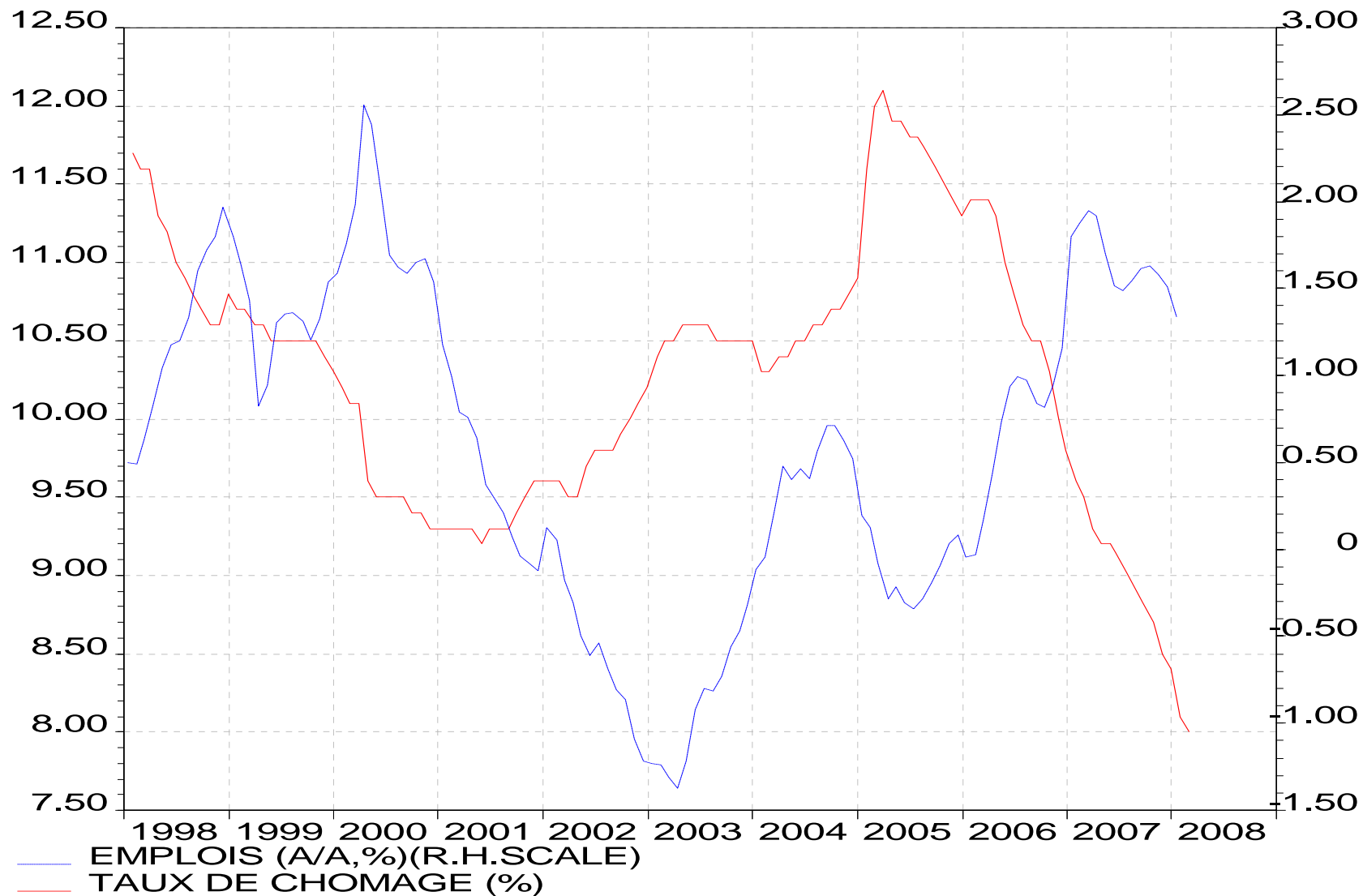
Le consensus a fortement révisé ses prévisions sur les Etats-Unis et de façon moindre sur le Japon

PREVISIONS DE CROISSANCE DU CONSENSUS POUR 2008

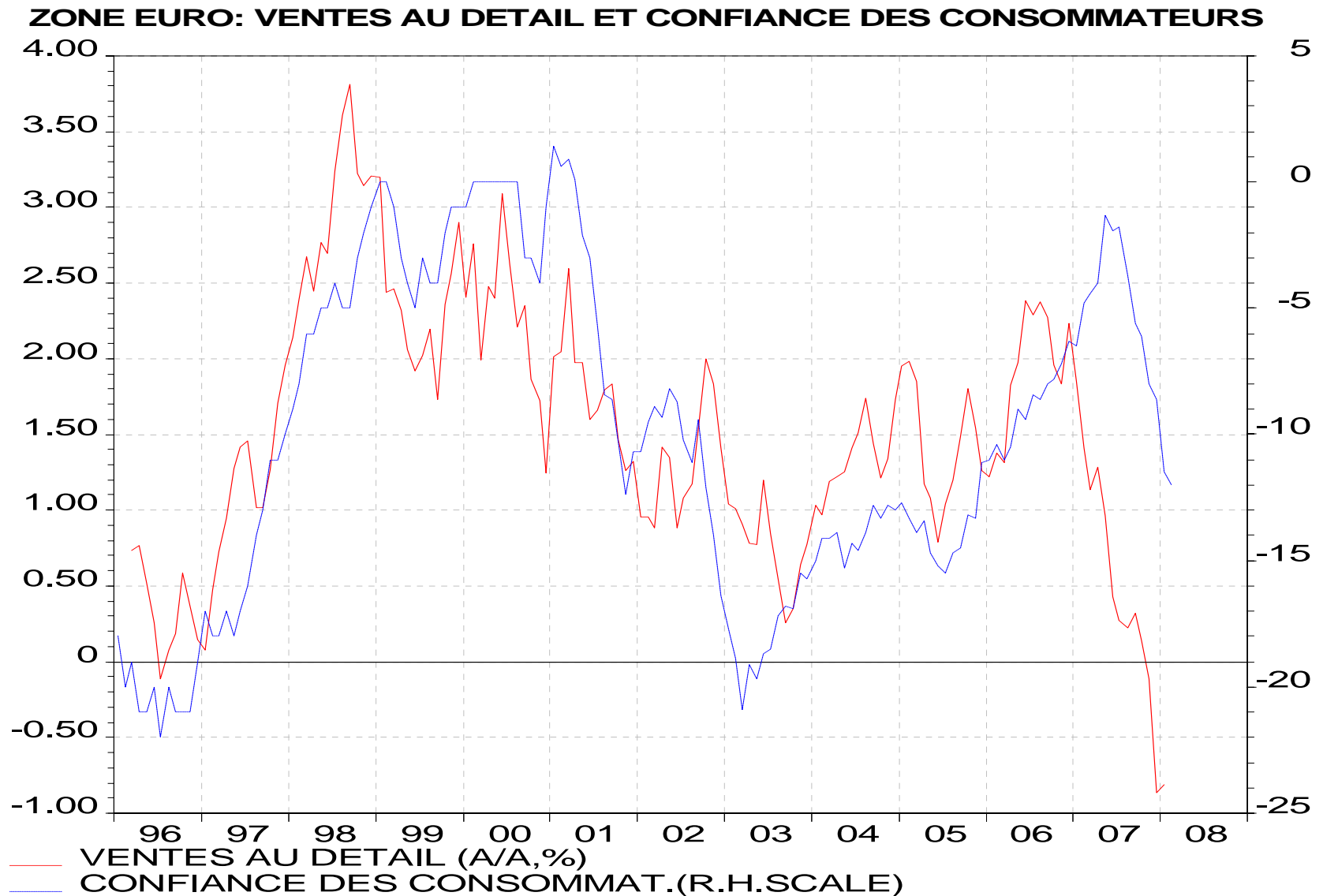


Zone euro – Le marché du travail résiste...

ALLEMAGNE : TAUX DE CHOMAGE ET CREATIONS D'EMPLOIS

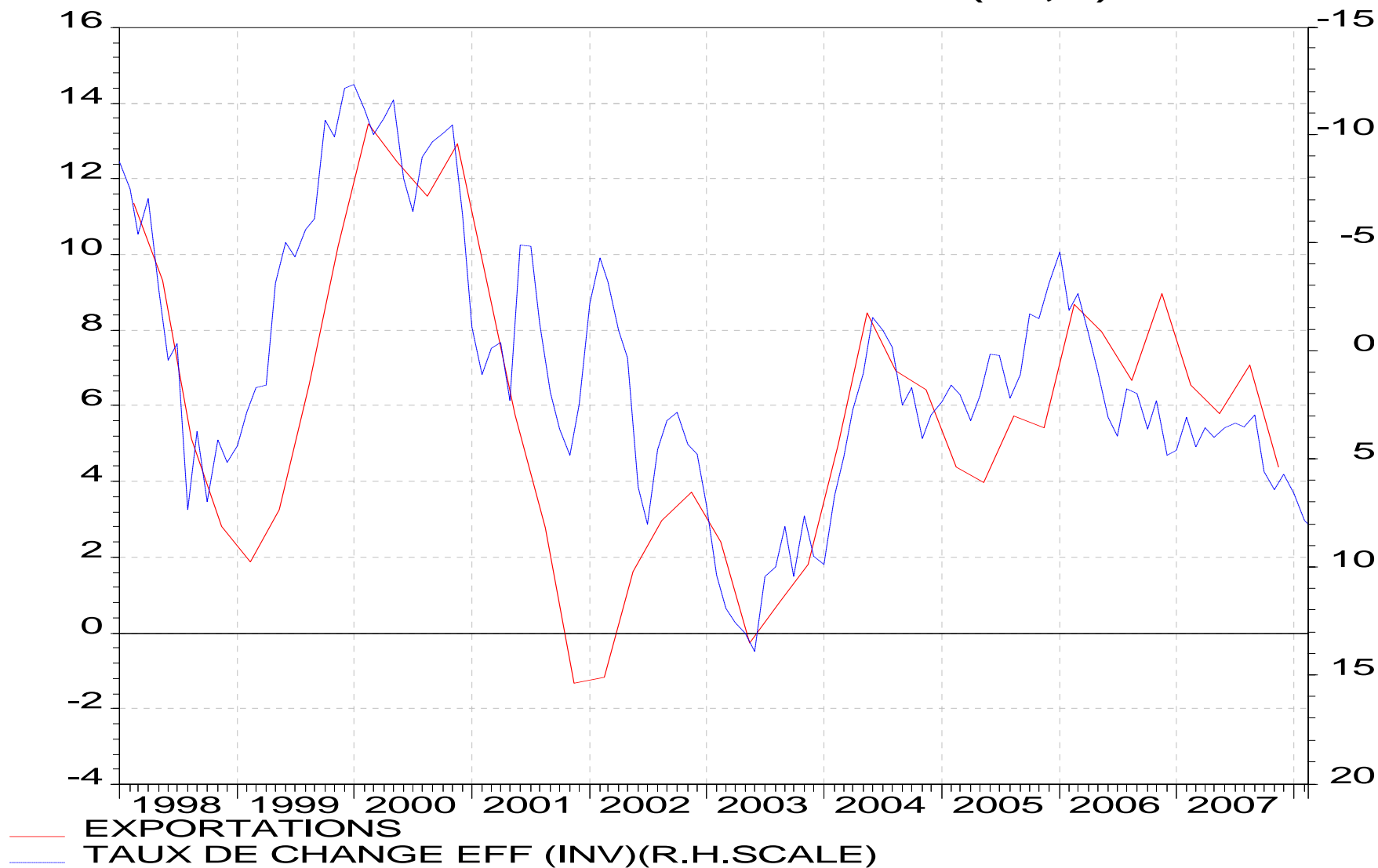


Zone euro – ...mais la confiance des consommateurs a chuté



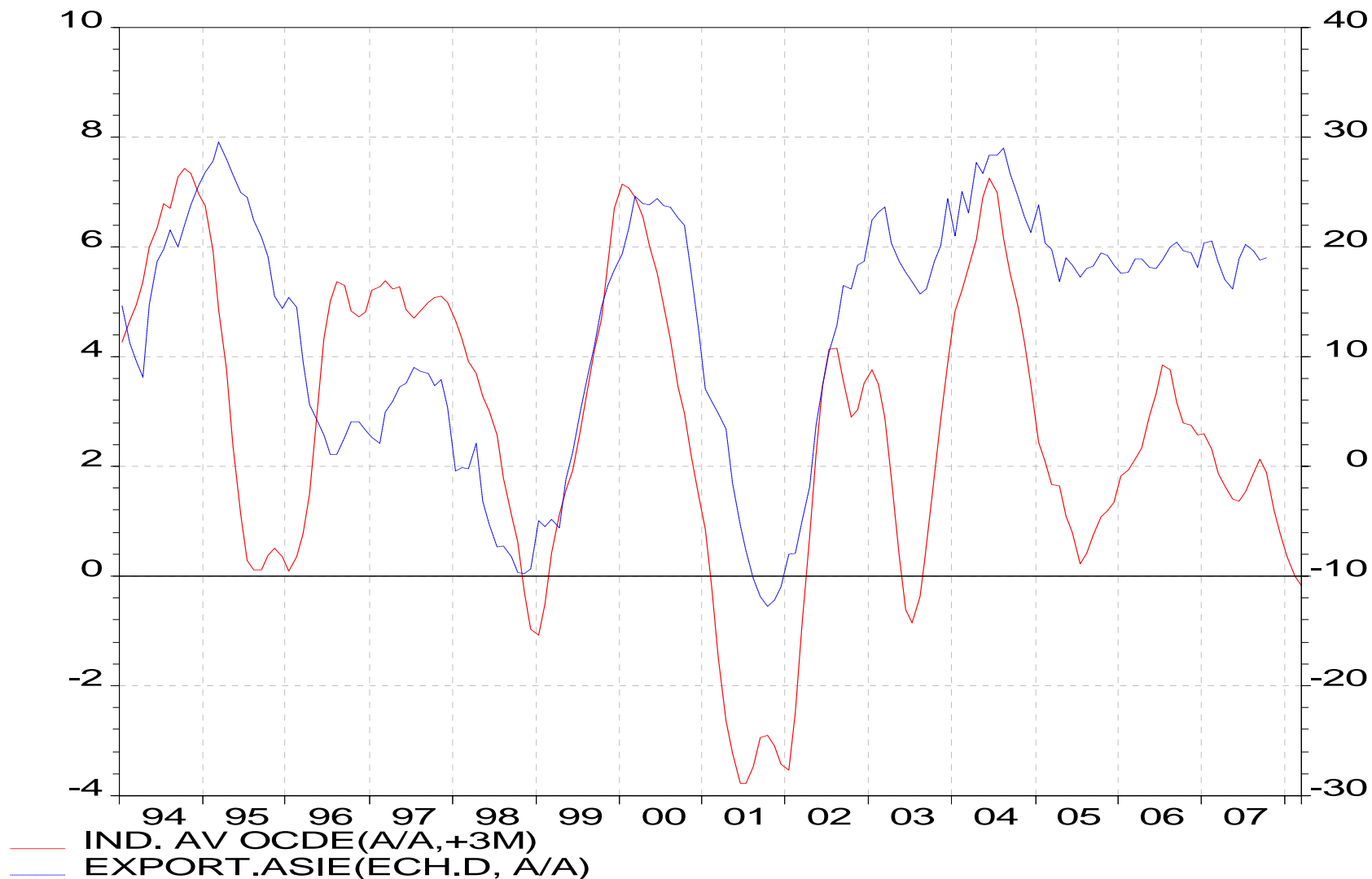
Zone euro – L'appréciation de l'euro va peser sur les exportations

ZONE EURO: EXPORTATIONS ET EURO (A/A, %)



Les exportations asiatiques vont ralentir...mais la demande interne reste ferme

INDICATEUR AVANCE DE L'OCDE ET EXPORTATIONS ASIATIQUES



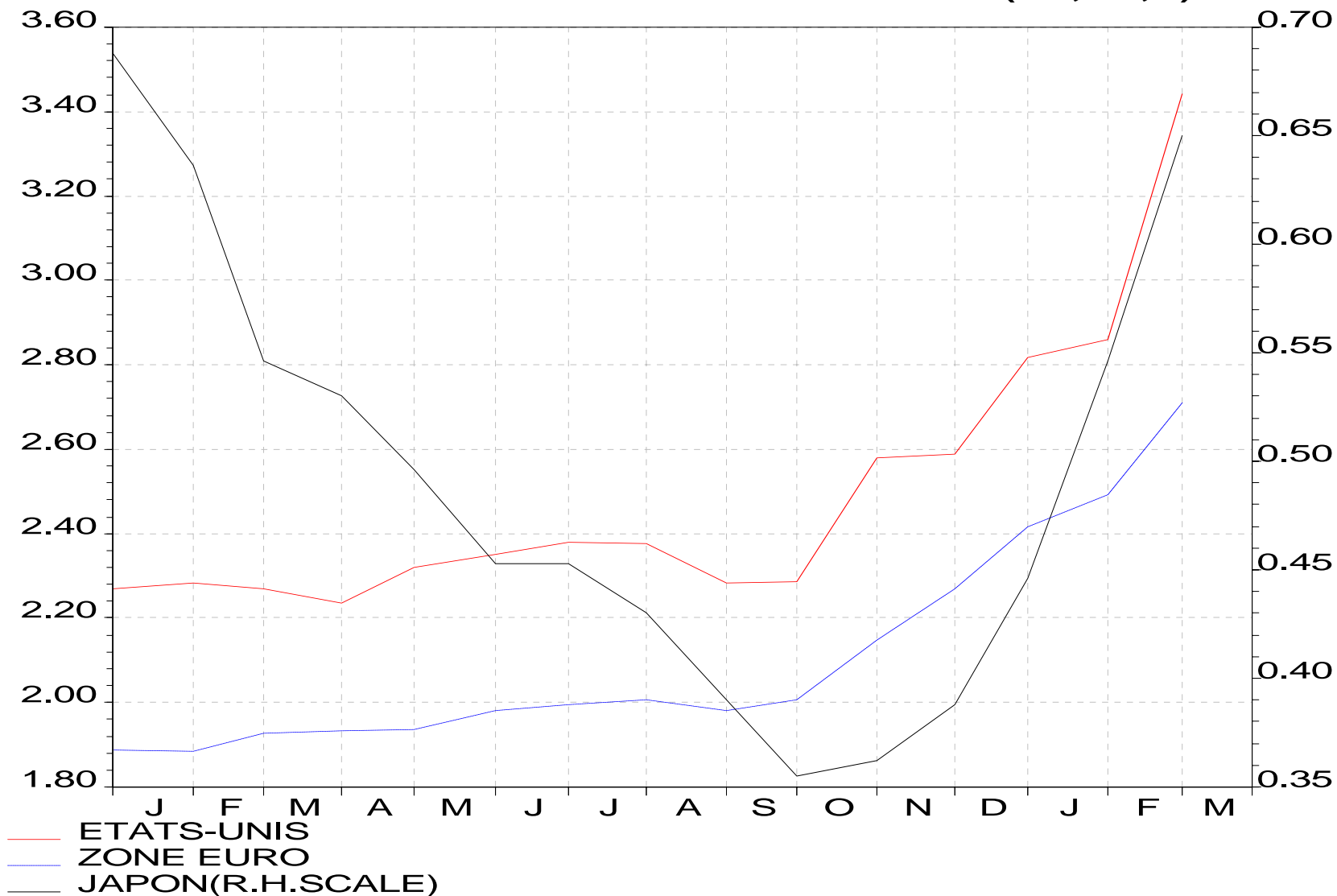
"Flight to commodities" : les matières premières comme valeur refuge

INDICES DES MATIERES PREMIERES CRB (BASE 100=1/1/2002)

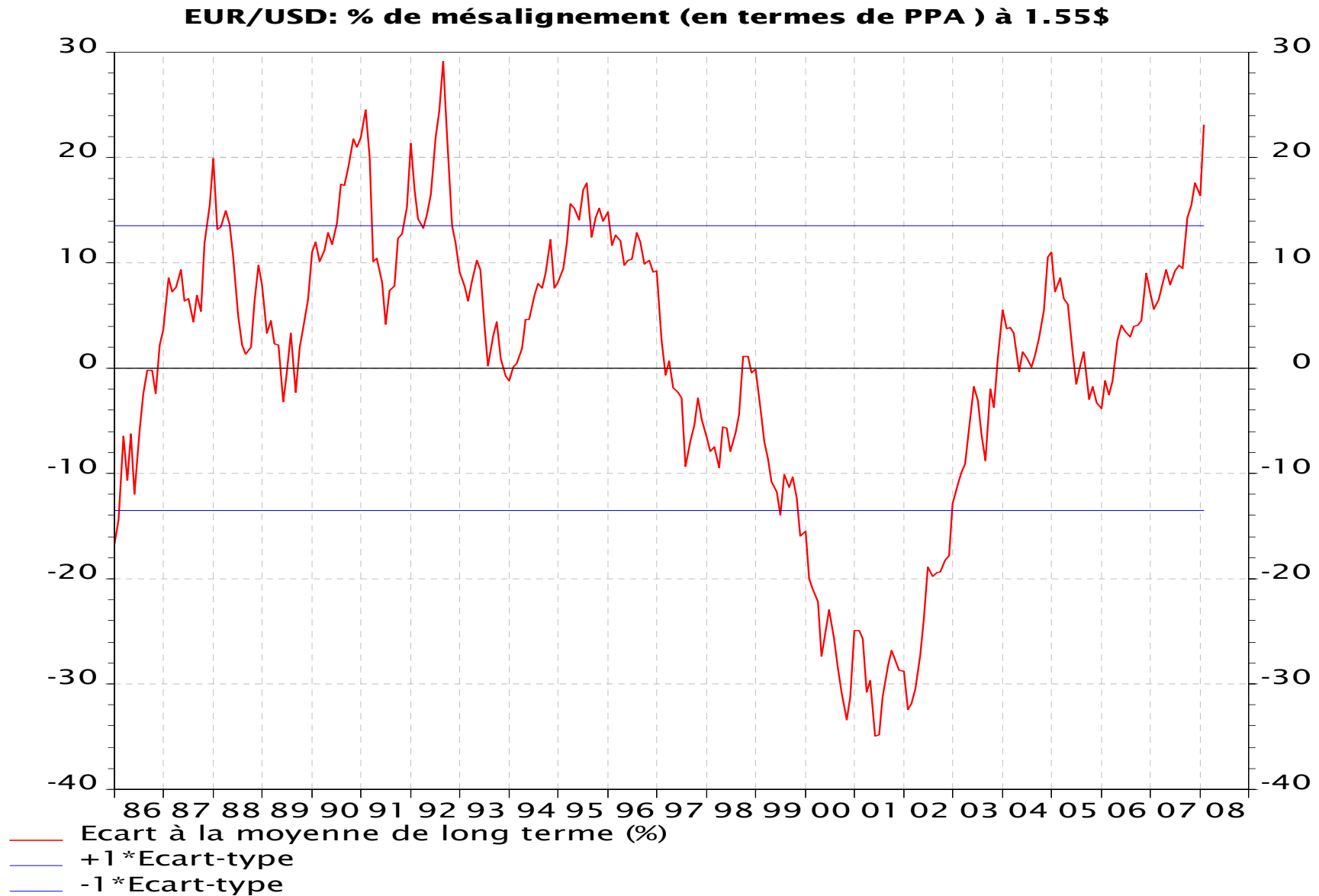


Les prévisions du consensus sur l'inflation ont été systématiquement révisées à la hausse depuis la crise du subprime

PREVISIONS DU CONSENSUS SUR L'INFLATION 2008 (CPI,A/A,%)

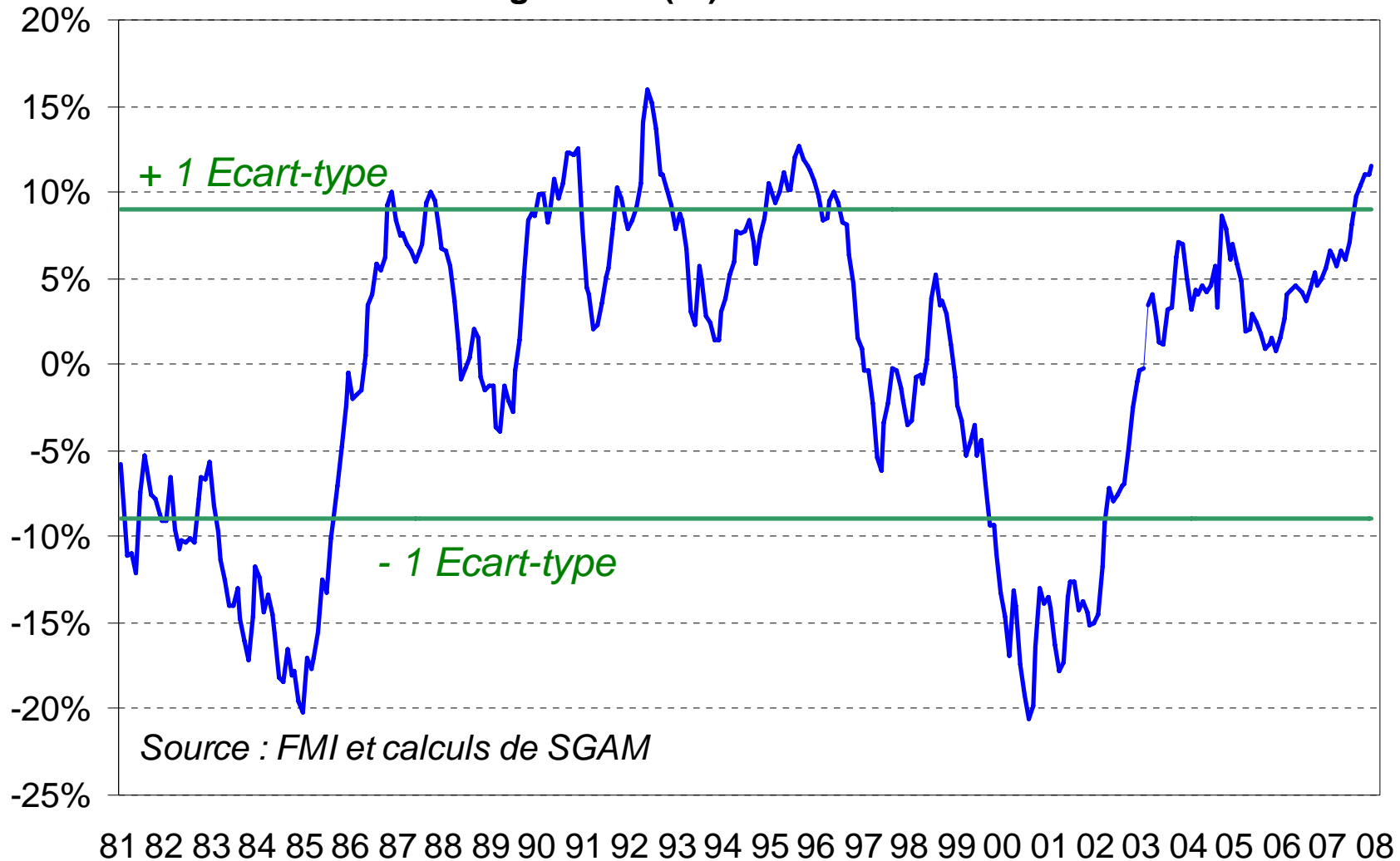


L'euro/dollar est massivement surévalué ...



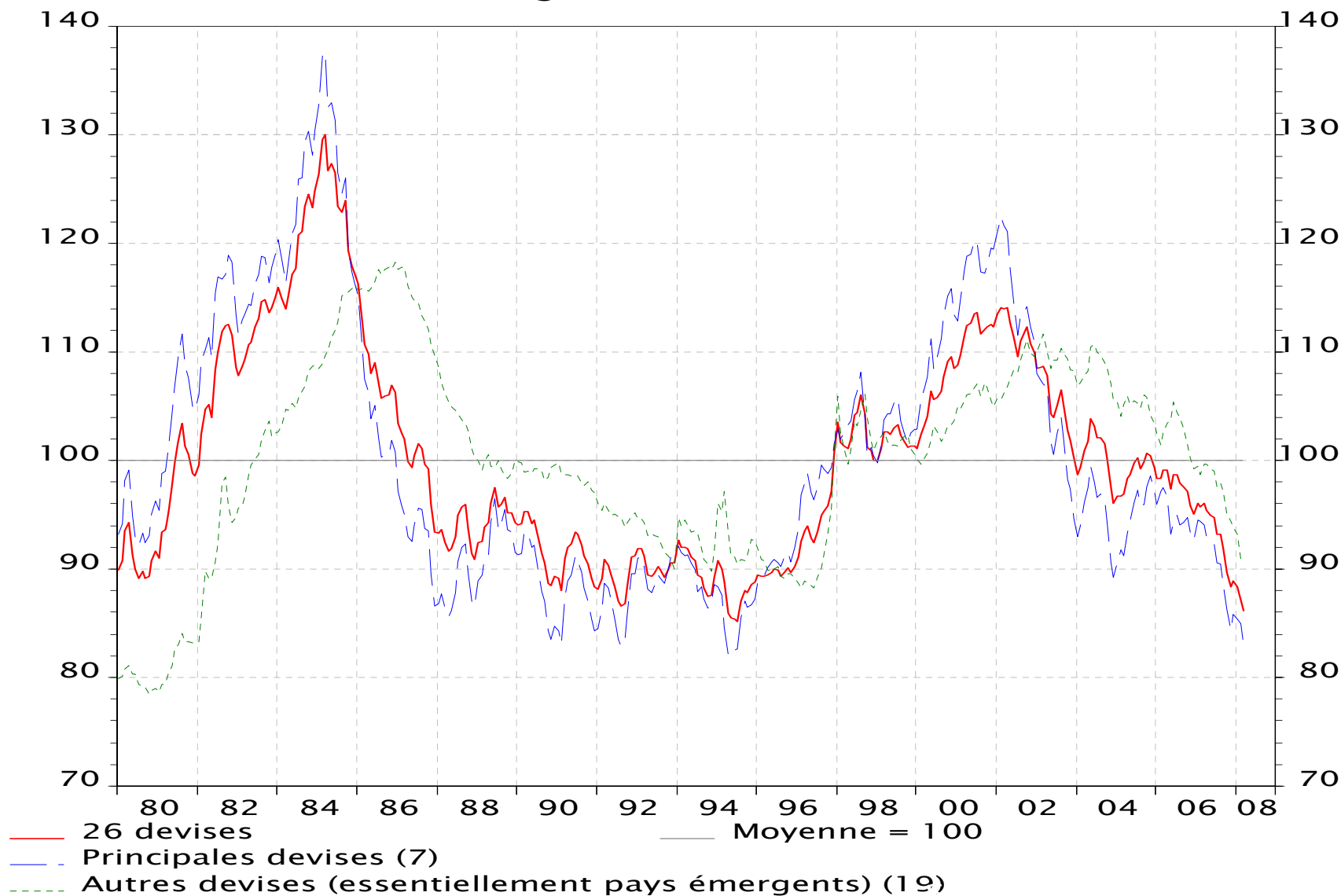
Cependant l'euro est moins surévalué en termes de taux de change effectif réel

Taux de change effectif réel de l'euro :
mésalignement (%) en termes de PPA



Le dollar est proche de ses plus bas niveaux, sauf face aux des pays devises émergents

Taux de change effectif réel du dollar (Fed)



sgam.com



Stratégie d'investissement

Principales conclusions de la stratégie d'investissement

Maintien d'une position prudente tout en se tenant prêt à reconstruire des positions plus risquées

Actions

- Neutre sur les principaux marchés.
- Risques de révisions à la baisse des prévisions de bénéfices mais les valorisations sont attractives sur les principaux marchés.
- Maintien d'une note négative pour les financières et les cycliques.
- Maintien d'une préférence pour les valeurs de croissance et les grandes capitalisations.

Obligations

- Vers une légère sous-pondération en duration des obligations d'Etat au niveau mondial.
- Les prix des marchés obligataires sont bien supérieurs à leurs valeurs fondamentales, surtout aux Etats-Unis.
- Une préférence pour les obligations de la zone euro par rapport aux bons du trésor et aux JGB.
- Une préférence pour les obligations indexées sur l'inflation.

Change

- Maintien d'une préférence pour un certain nombre de devises asiatiques vis-à-vis du dollar. Retour à la neutralité sur le yen.

Notations de la stratégie d'investissement

Notation des classes d'actifs

	Global		Etats-Unis		Zone euro		Japon	
	<i>préc.</i>		<i>préc.</i>		<i>préc.</i>		<i>préc.</i>	
Obligations								
Marchés d'Etat développés	-1	-1	-1	-1	0	0	-1	-1
Mortgages	0	0	0	0	-	-	-	-
Corporate Inv. grade	-1	-1	-1	-1	0	0	-	-
Haut rendement	-2	-2	-2	-2	-1	-1	-	-
Indexées	0	0	0	0	1	1	-	-
Obligations émergentes	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-	-
Actions								
Marchés développés	0	0	0	0	0	0	0	0
Energie	0	0	0	0	0	0	-	-
Cycliques	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0
IT	1	1	1	1	1	1	1	1
Non cycliques	0	0	0	0	0	0	0	0
Financières	-1	-1	-1	-1	0	0	-1	-1
Actions émergentes	0	0	0	0	0	0	0	0
Style actions								
Growth	0	0	0	0	0	0	0	0
Value	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0
Large cap.	0	0	0	0	0	0	0	0
Mid cap	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0	0

Notation géographique

	Oblig.Gouv.		Actions			Change	
	<i>préc.</i>		<i>préc.</i>			<i>préc.</i>	
Amériques							
Etats-Unis	0	0	0	0	EUR (USD)	0	0
Canada	0	0	0	0	JPY (USD)	0	0
Amérique latine	-1	-1	0	0	CAD (USD)	-1	-1
Europe					USD (EUR)	0	0
Zone euro	0	0	0	0	JPY (EUR)	0	0
Suède	-1	-1	-1	-1	SEK (EUR)	1	1
Royaume-Uni	0	0	0	0	GBP (EUR)	-1	-1
Suisse	0	0	0	0	CHF (EUR)	1	1
Europe de l'Est*	-1	-1	0	0			
Asie Pacifique					USD (JPY)	0	0
Japon	-1	-1	0	0	EUR (JPY)	0	0
Australie	0	0	0	0	AUD (USD)	0	0
Asie émergente	-	-	0	0			
- Chine (HK)	0	0	-1	-1	RMB (USD)	2	2
- Inde	0	0	-1	-1	INR (USD)	0	0

* La notation pour les actions d'Europe de l'Est inclut la Russie.

L'échelle de notation est une échelle d'exposition au risque allant de -3 à +3 par pas de 1. Chaque notation représente un pas de 10% en termes d'exposition au risque. C.à.d, +1 correspond à +10% d'augmentation de l'exposition au risque