

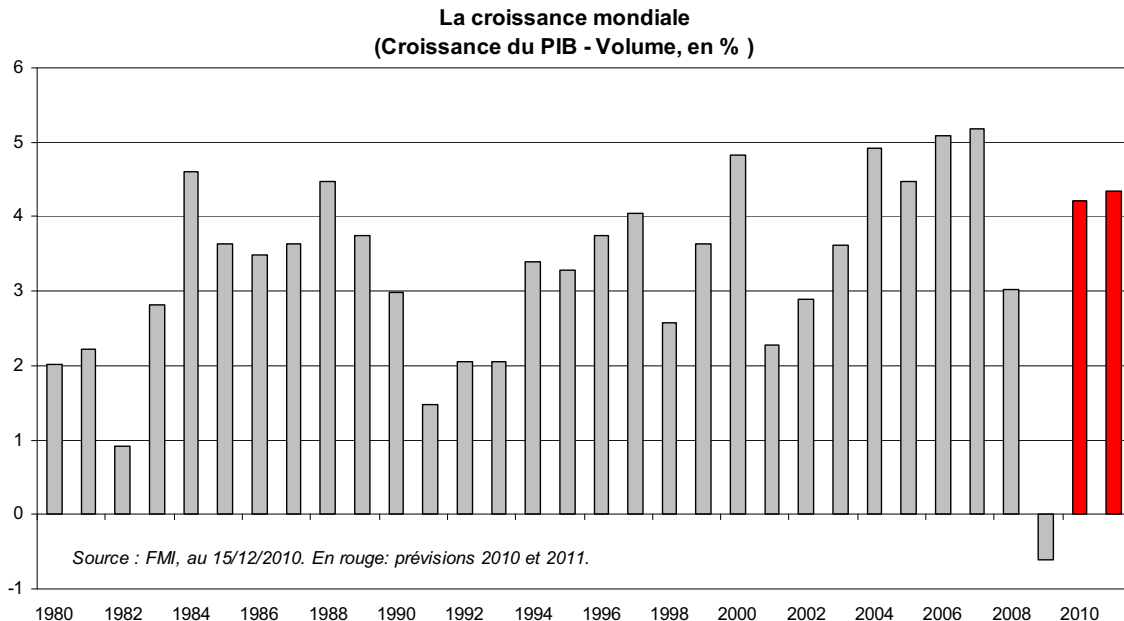
Economie et Marchés : Bilan 2010 et Perspectives 2011

Paris, le 27 décembre 2010

ECONOMIE

Tendances 2010 : poursuite de la reprise dans les pays développés, signes de surchauffe dans certains pays émergents

- La **reprise économique** qui s'est amorcée au printemps 2009 dans les pays développés s'est affirmée au cours de l'année écoulée. La progression du PIB sur un an avoisine 2% en Europe, dépasse 3% au Etats-Unis et atteint près de 5% au Japon en cette fin d'année 2010. Pour l'économie mondiale, le FMI estime que la croissance aura dépassé 4% en moyenne en 2010, après un recul historique en 2009.
- **L'inflation** a continué de décroître dans la plupart des pays développés en 2010, pour atteindre des plus bas historiques (moins de 1% sur un an pour l'indice « core » aux Etats-Unis par exemple). Dans ce contexte, et compte tenu d'inquiétudes persistantes sur la solidité du système financier international, les banques centrales des pays développés ont conservé des biais extrêmement accommodants. En revanche, les politiques budgétaires, jusqu'à présent très expansionnistes, ont commencé à être durcies dans certains pays, sous l'effet d'une montée de la défiance des marchés face à une dégradation spectaculaire des finances publiques. La Grèce et l'Irlande ont même dû faire appel à l'aide du FMI et de l'UE pour assurer le financement de leurs déficits.
- Les **pays émergents**, touchés par la récession mondiale en 2009, ont continué à croître sur des rythmes soutenus. Pour certains d'entre eux, comme la Chine par exemple, l'apparition de signes d'une surchauffe de l'économie (accélération des salaires, formation de bulles immobilières dans certaines zones) a même conduit à un durcissement des politiques économiques



Perspectives 2011 : la croissance contrainte par les politiques économiques

- Les **perspectives de croissance** à l'horizon 2011 apparaissent relativement favorables pour les pays développés, même si un certain **tassement de l'activité** est à attendre.

Du côté positif, on peut souligner le redressement spectaculaire de la santé financière des entreprises, qui entraîne un redémarrage de l'investissement productif et une amélioration progressive du marché du travail. D'un autre côté, les efforts de désendettement encore nécessaires pour les ménages dans les pays ayant connu une bulle immobilière (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne...) et le probable durcissement généralisé des politiques budgétaires devraient constituer un frein pour la croissance.

- Le **risque inflationniste** demeure très limité pour les pays développés à l'horizon 2011, le haut niveau du taux de chômage impliquant une progression très faible des salaires. Seule la forte hausse du prix des matières premières pourrait entraîner une remontée temporaire, et probablement limitée, de l'inflation.
- Dans les **pays émergents**, la croissance devrait rester robuste, mais la capacité des gouvernements et des autorités monétaires à éviter toute surchauffe de l'économie sans provoquer de chute brutale de la croissance constitue une incertitude.

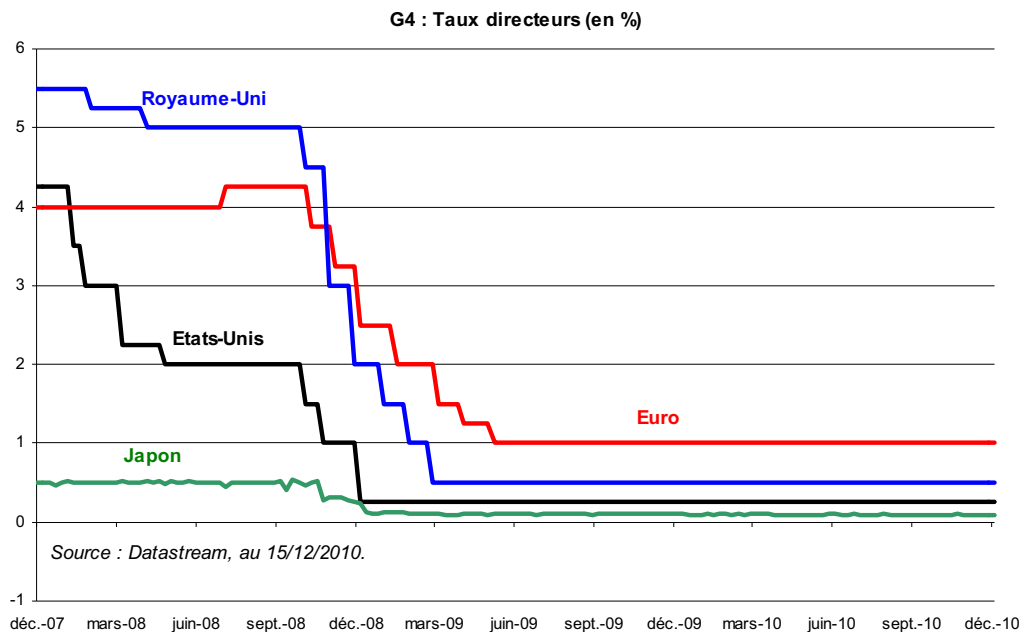
MARCHES DE TAUX

Tendances 2010 : les marchés de taux dopés par des politiques monétaires ultra-expansionnistes

- Les **marchés de taux** ont connu une année 2010 plutôt favorable, dopés par des politiques monétaires extrêmement expansionnistes (taux courts proches de leurs plus bas historiques, interventions directes des Banques Centrales sur certains segments des marchés obligataires) et par des craintes persistantes sur la pérennité de la reprise.
- Les rendements des **obligations d'Etat** des grands pays industrialisés se sont très nettement détendus jusqu'à l'automne, s'approchant de leurs plus bas historiques de la fin 2008. Aux Etats-Unis, le rendement du T-Bond à 10 ans est ainsi repassé sous les 2,5%, tandis que le Bund à 10 ans approchait les 2%. Au cours du dernier trimestre, une correction brutale s'est toutefois produite sur les titres de dette publique, ramenant les taux d'intérêt quasiment à leur niveau du début de l'année.
- Les **obligations d'entreprises** ont continué à surperformer les obligations d'Etat en 2010, soutenues par la réduction des taux de défaut et par l'affermissement de la reprise économique. Le segment des obligations à haut rendement, qui avait déjà enregistré une hausse exceptionnelle en 2009, se distingue encore par des performances à deux chiffres.

Perspectives 2011 : un potentiel très limité pour la classe d'actif obligataire

- Dans un environnement caractérisé par une faible inflation et par des incertitudes persistantes sur la solidité financière de certains agents économiques, les Banques Centrales des grands pays industrialisés devraient conserver des **politiques monétaires** très accommodantes en 2011. Les taux d'intérêt à court terme devraient donc demeurer proches de leurs niveaux actuels, très bas, une bonne partie de l'année prochaine.

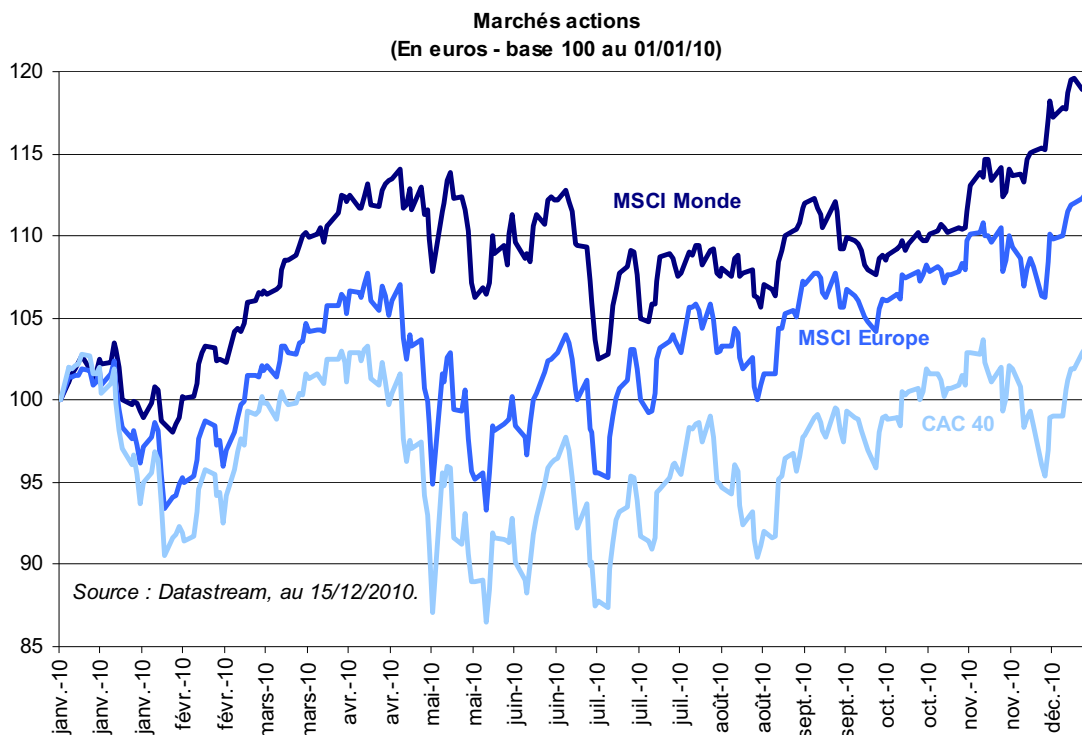


- Pour les **parties plus longues de la courbe des taux**, le risque est en revanche d'assister à une remontée des rendements. Leur faible niveau actuel, la situation dégradée des finances publiques et l'affermissement de la reprise militent pour une hausse des taux. En l'absence de risque sérieux sur l'inflation, cette dégradation devrait toutefois rester limitée.
- Dans cet environnement, les **obligations d'entreprises** devraient continuer à surperformer les **obligations d'Etat**. Toutefois, compte tenu de la réduction déjà significative des spreads et du risque induit par une probable remontée des rendements des titres d'Etat, les performances à attendre de cette classe d'actifs en 2011 devraient être en net retrait par rapport à 2010 et 2009.
- En résumé, nous adoptons une position relativement prudente sur la classe d'actif obligataire, en la sous-représentant dans les portefeuilles diversifiés. Nous privilégions toujours les obligations d'entreprises par rapport aux obligations d'Etat.

MARCHES ACTIONS

Tendances 2010 : poursuite de la hausse des cours, fortes disparités sectorielles et géographiques

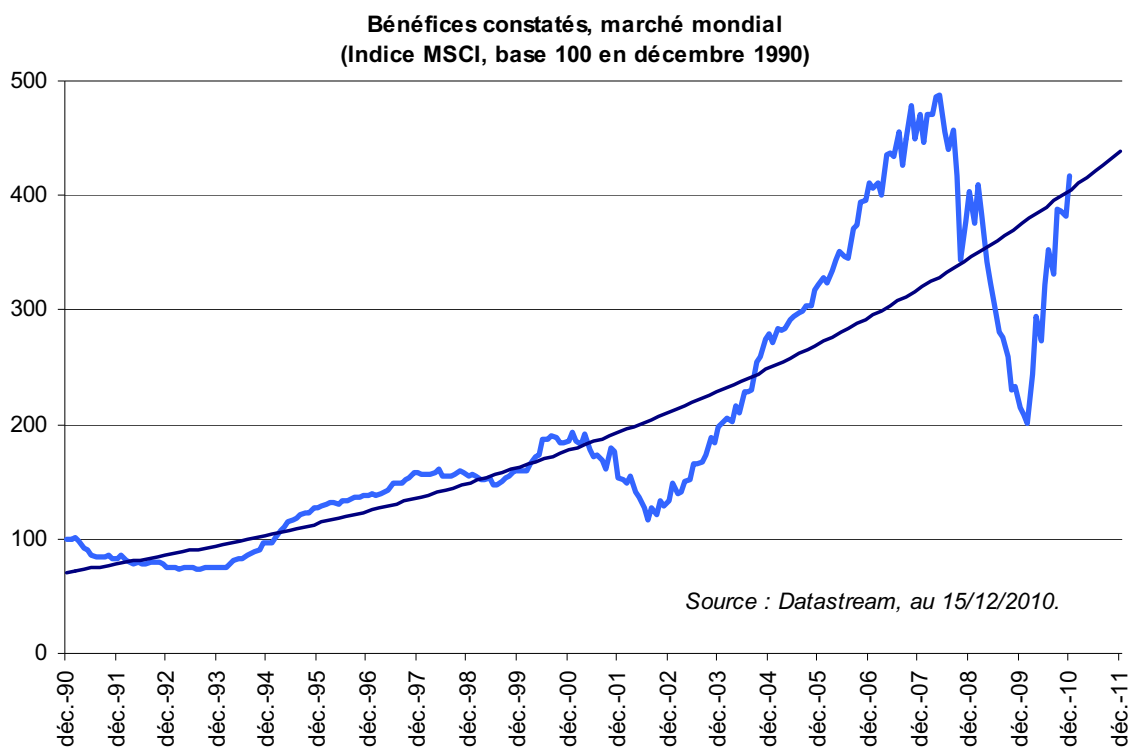
- Malgré une volatilité importante sur l'ensemble de l'année, les **grands indices actions**, exprimés en Euros, affichent des performances positives fin 2010, poursuivant ainsi la tendance amorcée au printemps 2009. Au 15 décembre, le MSCI Monde (dividendes réinvestis) est en hausse de 19% par rapport au début de l'année. Cette performance très honorable est à relier au redressement spectaculaire des profits des entreprises, permis par l'affermissement de la reprise mondiale. Par rapport au point bas de mars 2009, la hausse du marché mondial avoisine ainsi 80%.
- Des **divergences** de performances importantes sont à noter entre les grandes **zones géographiques**. Les marchés émergents s'affichent ainsi largement en tête, alors que la zone Euro, affectée par la crise des dettes publiques, est en queue de peloton. Au sein même de la zone Euro, les écarts de performance sont extrêmes entre l'Allemagne et les pays périphériques affectés par la crise de la dette.



- Entre grands **secteurs**, les écarts de performances sont également notables. Globalement, les secteurs financiers et défensifs (Santé, Télécoms) accusent des retards importants par rapport aux secteurs cycliques (Industrie, Technologie...), qui ont logiquement bénéficié du redémarrage de l'activité.

Perspectives 2011 : un environnement qui reste favorable aux actions

- L'environnement macro-économique devrait rester favorable aux actions en 2011. Bien que pénalisée par la mise en place de politiques économiques plus restrictives et par le processus de désendettement des ménages, la **croissance économique** devrait rester suffisamment forte pour permettre une poursuite de la hausse des profits. Celle-ci devrait toutefois se faire à un rythme plus modéré désormais, après une phase de rattrapage extrêmement marquée depuis 2009.



- Autre point positif pour les actions, les **valorisations** demeurent toujours très raisonnables, malgré le rebond enregistré depuis le printemps 2009. Par rapport aux produits de taux, les actions affichent même encore une décote importante.
- En résumé, nous privilégions donc les actions dans les portefeuilles diversifiés, en conservant notamment un biais vers les pays émergents et en étant toujours légèrement surexposés sur les secteurs les plus cycliques.