

# PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES 2011

BULLES D'ACTIFS ET FLUCTUATIONS EN TOUS SENS...  
TOUT UN PROGRAMME !

SAXO  
BANQUE



**DAVID KARSBØL**  
DIRECTEUR, ECONOMISTE EN CHEF

David Karsbøl est titulaire d'un master en économie de l'université de Copenhague où il s'est spécialisé en finance, statistiques et marchés monétaires. Il est l'auteur d'une thèse sur le pricing de l'or depuis 1971. En 2009, David a été promu responsable du département Recherche et Stratégie de Saxo Bank en tant qu'Economiste en chef. Il a commencé sa carrière comme analyste chez Tryg A/S et rejoint Saxo Bank en 2003 en tant que stratéliste macro. En 2005, David rejoint l'équipe Stratégie qu'il dirige depuis 2007. Aujourd'hui, il est responsable des prévisions macroéconomiques de Saxo Bank. David se concentre sur l'analyse des cycles économiques et il est partisan des théories de la célèbre Ecole Autrichienne d'Economie (Menger, Schumpeter, Von Mises, Von Hayek etc...). Il défend l'idée selon laquelle la compréhension des cycles de la dette est essentielle à l'appréhension des cycles économiques généraux.



**PIERRE-ANTOINE DUSOULIER**  
PRÉSIDENT DE SAXO BANQUE FRANCE

Pierre-Antoine Dusoulier est le président de Saxo Banque France.

En avril 2006, Pierre-Antoine Dusoulier a fondé Cambiste.com, première société de courtage de devises en ligne en France, entièrement réglementée par la Banque de France. Pierre-Antoine Dusoulier a lancé cette société afin d'offrir au marché une solution de trading en ligne entièrement francophone et sécurisée. Cambiste.com a rapidement attiré de nombreux traders de devises et est devenue l'une des principales sociétés de courtage en ligne du marché français.

Le 24 Septembre 2008, Cambiste.com a été rachetée par Saxo Bank, banque d'investissement et de trading en ligne danoise. A cette date, la société Cambiste.com est devenue Saxo Banque France ([www.saxobanque.fr](http://www.saxobanque.fr)).

Auparavant, Pierre-Antoine Dusoulier a été trader sur les marchés de la dette des pays émergents et les devises au sein de la société Calyon au Royaume Uni. Il a aussi travaillé pour Commertzbank à Londres et pour CIC Capital Market à Paris, à des fonctions similaires.

Pierre-Antoine Dusoulier est également l'auteur de deux ouvrages : « CFD, investir et gagné... » ([www.cfdeo.fr](http://www.cfdeo.fr)) et « FOREX, investir et gagner sur le marché des devises. » ([www.fxco.com](http://www.fxco.com)) Pierre-Antoine Dusoulier est diplômé de l'école de commerce et de management CERAM et de l'université Westminster, où il a obtenu un Master de finance internationale.



## Les prévisions chocs de Saxo Bank pour 2011

---

Ceux qui ont déjà entendu parler des prévisions chocs de Saxo Bank savent qu'il s'agit d'un exercice basé sur la théorie du « Black Swan » inspirée par le philosophe libanais Nassim Nicholas Taleb. Dans son livre, *The Black Swan : The Impact of the Highly Improbable*, Taleb décrit un événement de type « Black Swan » comme très improbable et possédant 3 caractéristiques : il est imprévisible, son impact est très important et la probabilité qu'il se produise est bien plus élevée que ce qui est annoncé par le consensus.

Chaque année, Saxo Bank publie ses « 10 prévisions chocs ». Réalisées par notre équipe d'analystes, ces prévisions annuelles dressent notre scénario macro-économique pour 2011. « Prévisions chocs » car elles se veulent plus pessimistes que celles de l'analyste de marché moyen, parce que nous pensons qu'il est important que les scénarios les moins probables soient pris en compte. Soyez conscient qu'il s'agit bien plus ici d'une analyse approfondie que d'une simple série de prédictions. La probabilité que nos estimations se révèlent exactes n'est pas supérieure à 50%, mais la possibilité que ces événements surviennent comme prévu est bien plus élevée que ce qui est actuellement annoncé par le marché.

## LES PRÉVISIONS CHOCS DE SAXO BANK POUR 2011

### 1. LE CONGRÈS AMÉRICAIN FAIT OPPOSITION AU « QE3 » DE BEN BERNANKE

Au second semestre 2011, la Fed est sur la sellette pour avoir laissé libre cours à la débâcle du marché immobilier, qui a entraîné le sauvetage de nombreuses banques et l'explosion de la dette publique. Pour leur part, les banques « too big to fail » sont de nouveau confrontées à de graves difficultés. Le Congrès refuse que la Fed augmente la taille de son bilan et remet en question le double mandat de l'institut d'émission, à savoir favoriser l'emploi et maîtriser l'inflation.

### 2. APPLE RACHÈTE FACEBOOK

Steve Jobs a annoncé que des pourparlers avaient eu lieu entre sa société Apple et Facebook en vue d'un éventuel partenariat, mais que ceux-ci n'ont pas abouti. Selon le dirigeant de la firme à la pomme, Facebook demandait des « conditions excessives sur lesquelles nous n'avons pas pu nous accorder », une situation qui pourrait l'inciter à procéder au rachat pur et simple du réseau social.

### 3. L'INDICE DU DOLLAR US ATTEINT 100

La croissance économique de la plupart des régions du monde s'annonce solide sur une bonne partie de l'année 2011, mais c'est sans compter sur l'apparition de problèmes en Chine. Le lent développement du tissu industriel chinois provoque une contraction de l'appétence mondiale pour le risque et, face aux difficultés économiques du Japon et à la confusion qui règne dans la zone euro, le dollar américain reprend des couleurs. En conséquence de ces phénomènes, l'indice dollar progresse de 25 % et s'établit à plus de 100 à la fin du troisième trimestre 2011.

### 4. LE RENDEMENT DU BON DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 30 ANS RECULE À 3 %

Instiguée par la « guerre des devises » déclarée en 2010, la politique de dévaluation du dollar contraint les pays émergents à investir leurs réserves de dollars dans des bons du Trésor. Hormis le sauvetage des banques américaines, l'assouplissement quantitatif mis en œuvre par la Réserve fédérale a échoué. La BCE, l'UE et le FMI ne sont pas parvenus à remédier aux maux des pays périphériques (les fameux PIIGS), incitant une kyrielle d'investisseurs déconcertés à se retrancher vers les valeurs refuges américaines. Le sentiment positif s'évanouit en 2011 et le rendement du bon du Trésor à 30 ans recule à 3 %.

### 5. LE DOLLAR AUSTRALIEN PLONGE DE 25 % FACE À LA LIVRE STERLING

Le Royaume-Uni retrouve ses valeurs traditionnelles : les Britanniques travaillent plus dur, ils épargnent davantage et il n'aura pas fallu attendre longtemps avant que la croissance redémarre solidement en 2011. Pour sa part, l'Australie est en proie à l'affaiblissement de son économie du fait d'un durcissement progressif des mesures de la Chine destinées à endiguer son inflation. Outre le marché immobilier australien qui s'apparente à une bulle sur le point d'éclater, le dollar australien pourrait chuter de 25 % face à la livre sterling.

## 6. LE PÉTROLE BRUT FLAMBE AVANT DE CORRIGER DE 30 %

Désormais porté par les anticipations macro-économiques fondamentales des investisseurs, et surfant sur la vague euphorisante du redressement de l'économie américaine, le brut s'emballe et franchit le seuil des 100 dollars le baril début 2011. Quelques mois plus tard, il succombe à une correction brutale de 30 %.

## 7. LE GAZ NATUREL BONDIT DE 50 %

Début 2011, l'offre de gaz naturel est excédentaire : le ralentissement économique mondial provoque un déséquilibre entre offre et demande depuis deux ans, se traduisant par une baisse des cours à deux chiffres sur toute cette période. Pourtant, la hausse de la demande industrielle, le faible coût historique du gaz par rapport au pétrole brut et au charbon, l'aplatissement de la courbe à terme et la réponse positive aux propositions d'exporter davantage de réserves américaines de gaz naturel concourent à une rentabilité accrue des investissements passifs dans le gaz. Et comme une vague de froid engendre une diminution rapide des stocks, nous tablons sur un bond de 50 % du cours du gaz naturel en 2011, ce qui constitue un mouvement inédit depuis 25 ans.

## 8. L'OR ATTEINT 1 800 DOLLARS SUR FOND D'INTENSIFICATION DE LA GUERRE DES DEVICES

Stimulée par l'amélioration de la conjoncture économique américaine, la « guerre des devises » fait un retour en force en 2011. Le déficit commercial américain se creuse, la pression s'accroît sur la Chine et à mesure que les investisseurs se réfugient dans les métaux, l'once d'or est propulsée à 1 800 dollars.

## 9. S&P500 ENREGISTRE UN PLUS HAUT HISTORIQUE

La Fed continue d'injecter des liquidités en 2011. Les investisseurs réalisent que la seule stratégie valable consiste à acheter lorsque les cours sont au plus bas. La stratégie de la Fed fonctionne mais la situation des Etats-Unis s'apparente à un château de cartes et les ménages américains recommencent à dépenser à mesure que la valeur de leur portefeuille de titres augmente. Les entreprises américaines ne sont pas convaincues qu'un cours boursier robuste soit un bon indicateur de leur santé, et elles poursuivent donc leur désendettement qui mènera à un réel redressement de la conjoncture. L'indice de référence américain s'engage sur la voie des 1 600 points, un niveau inédit depuis 2007.

## 10. L'INDICE RUSSE RTS FRANCHIT LE CAP DES 2 500 POINTS

La prochaine bulle économique mondiale commence à gonfler en début d'année et se traduit par des cours pétroliers supérieurs à 100 dollars le baril. L'investisseur américain moyen n'achète que lorsque les cours boursiers sont au plus bas. Pour leur part, les investisseurs sur le marché boursier russe réalisent que le PER à 1 an de leur indice n'est que de 8,6 et que le ratio cours/valeur comptable s'établit à seulement 1,26. En conséquence, le RTS double quasiment pour atteindre 2 500 points en 2011.



## Les prévisions économiques de Saxo Bank pour 2011

---

*Saxo Bank, le spécialiste de l'investissement et du trading en ligne, se montre globalement plus pessimiste que la moyenne des analystes financiers. Nous étions déjà sceptiques quant à la reprise depuis 2003, pressentant qu'un environnement de taux d'intérêt faibles entraînerait des comportements spéculatifs excessifs et plus dangereux encore que ceux qui avaient provoqué la bulle informatique. Malheureusement, la suite des événements en 2008 nous a donné raison.*

A l'aube de l'année 2011, les analystes de Saxo Bank s'inquiètent à nouveau de la solidité des fondations de la reprise entamée en 2009. Même si l'économie mondiale repart, nous pensons qu'il s'agit ni plus ni moins d'une reprise cyclique alimentée par les politiques de relance, dans un contexte de réduction progressive des effets de levier. Le système est toujours trop endetté, et nous craignons qu'une réponse inadaptée aux niveaux d'endettement privé et, surtout, public, débouche sur une reprise hésitante assortie d'une croissance très faible dans les pays développés en 2011.

Les mesures prises par les politiques et les banques centrales pour évacuer les difficultés issues du dernier super-cycle du crédit pourraient donner l'impression de porter leurs fruits mais en réalité, elles ne s'attaquent pas au nœud du problème : l'endettement considérable qui touche tous les acteurs du système. De fait, toutes les mesures de relance, de sauvetage et d'injection de liquidités renforcent l'endettement des économies développées et équivalent à soigner un cocaïnomane avec des doses supplémentaires de drogue. Au lieu de passer par un processus d'assainissement douloureux, mais comparativement court, toutes les mesures prises jusqu'ici ne servent qu'à retarder l'échéance, ce qui réduit le coût des efforts à court terme, mais ne fait qu'accroître la facture finale.

Les haussiers pourraient donc trouver des raisons de se réjouir l'année prochaine, mais les baissiers pourront rester à l'affût car la bulle de la dette publique se rapproche inexorablement de sa confrontation finale avec la réalité budgétaire.

---

## SOMMAIRE

---

<b>ADAGE 2011 : BULLES D'ACTIFS ET FLUCTUATIONS EN TOUS SENS...TOUT UN PROGRAMME !</b>	<b>P. 9</b>
<b>PERSPECTIVES DE CROISSANCE EN 2011</b>	<b>P. 12</b>
<b>ZONE EURO : UNE ANNÉE À RETENIR OU À OUBLIER ?</b>	<b>P. 15</b>
<b>ROYAUME-UNI : LA BONNE SURPRISE 2011 ?</b>	<b>P. 16</b>
<b>JAPON : UNE RECHUTE EN PERSPECTIVE ?</b>	<b>P. 17</b>
<b>TAUX DIRECTEURS EN 2011</b>	<b>P. 19</b>
<b>PERSPECTIVES 2011 POUR LE FOREX : SUPRÉMATIE DU BILLET VERT ?</b>	<b>P. 22</b>
TOURNANT 2011 : LE DÉCOR EST PLANTÉ	P. 22
USD : GAGNANT-GAGNANT EN 2011 ?	P. 23
EUR : UN PUIITS SANS FOND ?	P. 24
JPY : DOCTEUR JEKYLL OU MISTER HYDE ?	P. 24
GBP : UNE SOLIDITÉ SURPRENANTE ?	P. 25
CHF : L'ÉNIGME	P. 25
AUD : VOUÉ À L'EFFONDREMENT ?	P. 26
CAD : ÉLÈVE MOYEN	P. 26
NZD : SURÉVALUÉ	P. 26
SEK : NI L'UN NI L'AUTRE	P. 27
NOK : TROP FAIBLE	P. 27
IDÉES À EXPLOITER SUR LE G-10 POUR 2011	P. 27
<b>OPTIONS DE CHANGE : ÉVITER LES ÉCUEILS</b>	<b>P. 28</b>
<b>ACTIONS : LES INTERVENANTS HAUSSIERS RESTERONT-ILS À LA MANŒUVRE ?</b>	<b>P. 30</b>
<b>UN DÉBUT D'ANNÉE SUR LES CHAPEAUX DE ROUES, MAIS DES RISQUES SE PROFILENT A L'HORIZON</b>	<b>P. 35</b>
<b>QUELLES MESURES PRENDRE ? 10 RECOMMANDATIONS POUR ASSURER LA STABILITÉ FINANCIÈRE ET LA CROISSANCE</b>	<b>P. 37</b>
<b>NOTE SPÉCIALE : L'ÉNERGIE SOLAIRE VA-T-ELLE RAYONNER EN 2011 ?</b>	<b>P. 38</b>

## ADAGE 2011 : BULLES D'ACTIFS ET FLUCTUATIONS EN TOUS SENS...TOUT UN PROGRAMME !

Crises des dettes souveraines, programmes de sauvetage, effondrements et redressements fulgurants des marchés actions, taux d'intérêt au plus bas, craintes d'hyperinflation et flambée des prix des matières premières : 2010 n'a pas été monotone. Quant à 2011, elle promet déjà de soutenir haut la main la comparaison. Ces deux dernières années, les autorités ont consacré beaucoup d'énergie à masquer les symptômes de la crise financière mondiale. Malheureusement, les causes de cette dernière n'ont été que très superficiellement résolues. La politique de l'autruche a été imposée à tous les agents économiques, alors que les institutions bancaires mais aussi certains gouvernements se voyaient offrir une bouée de sauvetage financée par les presses à billets des banques centrales, les épargnants et les contribuables sous la forme de nouvelles émissions de dette souveraine. Le principe fondamental qui veut que non seulement les bénéfices, mais aussi les pertes fassent partie intégrante de l'économie de marché a été écarté au profit d'une litanie axée sur la prévention des pertes, déguisée sous le nom de « stabilité ». Les titulaires d'obligations de premier rang ont été sauvés pour l'instant mais tout se paie, et plus longtemps nous ferons comme si tout était réglé, plus dure sera la chute.

Le tableau n'est guère réjouissant puisque des problèmes restent bel et bien à résoudre au sein de l'économie mondiale, en particulier au niveau du marché du crédit et quelles que soient les formes d'emprunt. Il s'agit en outre de problèmes à long terme, dont la résolution prendra des années. Nous pensons toutefois que, dans ce processus de désendettement de longue haleine pour les pays occidentaux, s'inscrit un phénomène de redressement cyclique qui ne manquera pas de se manifester en 2011, au moins dans certaines parties du globe.

L'embellie récente de l'économie américaine, après un été dominé par la crainte d'un double dip, a suscité un regain d'appétence au risque à l'approche de l'année nouvelle et l'indice S&P 500 a progressé de plus de 20 % par rapport à ses plus bas estivaux. Par ailleurs, malgré le désendettement des ménages et les surcapacités de production, les entreprises sont parvenues à rentabiliser leurs effectifs réduits pour enregistrer des marges presque record.

Le premier semestre de l'année est en particulier appelé à réserver de bonnes surprises en ce qui concerne les résultats des entreprises. Le revers de la médaille est que celles-ci se feront vraisemblablement plus rares au second semestre 2011, les entreprises ayant fort à faire pour maintenir leurs marges dans un contexte de faible croissance de la demande finale et des recettes, en parallèle à une hausse du coût des facteurs de production.

### **SECONDE VAGUE D'ASSOULPISSEMENT QUANTITATIF : FAUT-IL S'EN RÉJOUIR ?**

Le Président de la Réserve fédérale américaine Ben Bernanke est-il en train de noyer le système de liquidités ? Les arguments ne manquent pas pour répondre à cette question. Si la flambée des matières premières de fin 2010 parle en faveur du oui, un bref examen de l'inflation sous-jacente révèle une désinflation marquée, bien qu'il ne puisse être véritablement question de déflation. Techniquement, la Réserve fédérale n'a pas recours elle-même à la planche à billets (cette prérogative revient à un département du Trésor américain), mais il ne fait aucun doute que le bilan déjà gonflé de la Fed (déjà presque 20 % du PIB américain) s'alourdira encore avec la mise en œuvre du second plan d'assouplissement quantitatif à la mi-2011. Cette ampleur ne constitue toutefois pas la question primordiale, qui est bien de savoir ce qu'il advient des fonds effectivement créés par la Fed. Jusqu'ici, ils n'ont pas pénétré l'économie de façon substantielle mais alimentent les réserves excédentaires des institutions financières, puisque le processus de désendettement des consommateurs est encore en cours. Ces derniers n'ont donc que faire d'emprunts supplémentaires. Et tant que cette situation perdurera, ce qui devrait être le cas en 2011, nous n'observerons ni tensions inflationnistes majeures, ni bulle financière.

Les marchés se sont montrés exigeants en termes de primes de risque alors que 2010 touchait à sa fin mais cela est, selon nous, largement dû aux spéculations concernant l'efficacité des mesures d'assouplissement quantitatif. Cela n'indique pas que celles-ci fonctionnent effectivement. Après un bref mouvement « achetez la rumeur, vendez la nouvelle » faisant suite à l'annonce effective de son plan par la Fed le 3 novembre, le rebond des marchés a repris en décembre et le S&P500 a atteint de nouveaux sommets depuis la faillite de Lehman.



Par conséquent, notre opinion sur le risque est légèrement optimiste car pour l'instant, la dynamique induite par les mesures d'assouplissement quantitatif est encore en place et les entreprises disposent encore de quelques options pour accroître leurs marges. Les risques de pertes potentiels seront ceux d'une perturbation des marchés de dette souveraine, en particulier en Europe, et d'un dérapage de la hausse des matières premières entraînant un resserrement de la demande finale et des marges des entreprises.

Nous pensons que les mesures d'assouplissement quantitatif ne feront pas grand-chose pour l'économie réelle. Elles ne contribuent certainement pas à détendre les taux d'intérêt, puisque les emprunts d'État se sont repliés sur toutes les échéances depuis l'annonce du 3 novembre. Les rendements américains à 10 ans ont progressé de pas moins de 100 pb depuis le point bas de début octobre. Si la seconde vague d'assouplissement quantitatif visait le grand public ou les taux d'intérêt, l'échec est total. Mais dès lors, ne s'agissait-il pas plutôt d'une tentative de doper la demande au travers de l'effet de richesse lié à la hausse des cours des actions ? Si c'est le cas, nous devons alors admettre que la Fed est jusqu'ici parvenue à ses fins ! Il ne fait aucun doute que les actions ont progressé. Mais cela peut-il donner suffisamment confiance aux consommateurs pour provoquer une augmentation des dépenses et des prêts, et justifier des prévisions optimistes de croissance des résultats ? Nous sommes plutôt d'avis que les actions vont atteindre un tournant dans le courant 2011. Soit l'économie mondiale, et plus particulièrement l'économie américaine, s'est suffisamment améliorée pour soutenir la hausse des valorisations, qui appelle une progression de 17 % de la croissance annualisée du bénéfice par action au cours des deux prochaines années, soit le regain d'appétence au risque induit par les mesures de la Fed sera stoppé net.

#### **L'UE INVITE LE LOUP DANS LA BERGERIE**

Au plus fort de la crise de l'endettement grecque, l'UE a rapidement mis sur pied un fonds d'urgence au cas où un autre pays aurait besoin d'aide, les politiques insistant néanmoins sur le fait que celui-ci ne serait jamais utilisé. Ce fonds se compose des 440 milliards d'euros du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF), des

60 milliards d'euros du Mécanisme Européen de Stabilité Financière (MESF) et de 250 milliards d'euros apportés par le Fonds Monétaire International. Comme chacun sait, l'Irlande est le seul pays ayant jusqu'ici demandé à bénéficier de cette aide.

Cependant, le fonds a peut-être été créé un peu hâtivement. Non seulement celui-ci est loin d'être suffisant pour assurer le sauvetage d'un pays plus important tel que l'Espagne, mais il repose de plus sur l'intervention de tous les États membres pour la constitution des garanties, ce qui exclut bien évidemment la Grèce et l'Irlande, ainsi que tout candidat futur à l'obtention d'une aide. Il a de plus créé un risque moral, les pays en difficulté se bousculant pour l'obtention d'une aide et évitant ainsi la participation au financement du fonds. Au final, cela pourrait accroître la pression sur le FESF lui-même, noté AAA, et engendrer des taux d'intérêt plus élevés pour les pays recevant une aide.

#### **L'OUTSIDER CHINOIS**

La Chine joue le rôle d'outsider quel que soit le chemin pris par l'économie en 2011. Suite à la hausse de l'inflation et des quotas d'emprunts, les économistes chinois ont revu leurs prévisions de croissance optimistes, qui sont passées de plus de 10 % à « seulement » 9 %. L'économie chinoise nous inquiète maintenant depuis quelque temps, plus particulièrement le marché immobilier, sans que rien ne vienne apaiser nos craintes. Tôt ou tard, l'effondrement est inévitable. Jusque-là, le régime chinois pourrait toutefois à nouveau tenter de manipuler l'économie pour atteindre artificiellement un PIB défini, que ce soit avec d'autres projets d'infrastructure sans véritable utilité ou de nouveaux efforts visant à augmenter la consommation. Il n'est donc pas inconcevable que la Chine fasse mentir le consensus avec de nouvelles mesures pour affirmer son positionnement mondial.

Malgré la possibilité d'une hausse surprise, nous restons sceptiques quant à la capacité des autorités chinoises à atteindre réellement une croissance de 10 % en 2011. Les quotas sur les emprunts ont été relevés en 2010 face à une demande toujours conséquente, mais cela revient plus ou moins à dire qu'une croissance élevée est maintenue grâce à l'afflux permanent d'investissements.

Les consommateurs ne sont toujours pas prêts à porter l'économie à bout de bras, ce qui force les régions à rechercher la croissance ailleurs, et l'alimentation de la croissance par les investissements finit presque toujours par être la solution retenue. Les prévisions du commerce mondial étant sans relief pour 2011, la Chine aura du mal à trouver de la croissance ailleurs. Comme il devient de plus en plus difficile d'extraire du PIB de chaque yuan supplémentaire investi au niveau national, l'activité économique devrait selon nous décevoir le marché, qui escomptait une progression de 8 % en glissement annuel pour la fin 2011.

#### **QU'EN PENSER ?**

Nous reconnaissons aux membres de la zone euro le mérite d'accepter que les déficits doivent être réduits, même si cette prise de conscience est principalement due aux garde-fous des marchés obligataires plutôt qu'à des prévisions prudentes des gouvernements. Par ailleurs, bien qu'une austérité européenne accrue ait plus ou moins été intégrée par les marchés, les problèmes qui guettent les économies périphériques européennes ainsi que le FESF lui-même justifient une approche prudente vis-à-vis des actifs risqués.

D'autre part, la reprise américaine semble indéniable, même si celle-ci repose sur les mesures d'un gouvernement qui n'a jusqu'ici pas démontré sa crédibilité dans la prise en charge de son énorme déficit budgétaire. Nous n'approuvons pas la résolution des problèmes d'endettement par la contraction de dettes supplémentaires mais nous reconnaissons toutefois la contribution positive à court terme pour le PIB. Ajoutons à cela la rentabilité et l'efficacité implacables des entreprises américaines, et nous pouvons conclure à une amélioration progressive des résultats en 2011, sauf éventuel choc au niveau des prix des matières premières. Nous parlons d'amélioration progressive plutôt que de forte hausse des résultats car nous prévoyons une croissance faible des chiffres d'affaires compte tenu d'une demande finale globalement insuffisante. Ces risques

font que nos prévisions de croissance et les perspectives des actifs risqués en 2011 sont principalement orientés à la baisse, mais les actions pourraient accroître leur progression à la faveur de la solidité des fondamentaux des entreprises.

À nos yeux, le dollar américain est sous-évalué en raison de la profusion d'opérations misant sur une hausse systématique des autres devises contre le dollar en 2010. Un simple débouclage partiel de cette tendance permettrait au billet vert de se raffermir l'année prochaine. Ni l'Europe ni le Japon ne semblent des alternatives intéressantes face aux États-Unis, et des attentes trop ambitieuses pour la Chine et les marchés émergents en général (surtout si les matières premières poursuivent leur progression fulgurante en 2011) pourraient entraîner un repli important des opérations de portage vendeuses sur le dollar contre les devises des marchés émergents.

Les taux d'intérêt ont fortement augmenté aux États-Unis et en Europe, après les plus bas atteints en octobre préalablement à la seconde vague d'assouplissement quantitatif. Cette tendance s'est appuyée en partie sur les anticipations de nouvelles mesures, mais également sur le regain d'appétit pour le risque suscité par des rapports macroéconomiques américains continuant à exclure la possibilité d'une rechute (double dip). Malgré l'embellie macroéconomique américaine, nous maintenons des perspectives plutôt haussières pour les prix des obligations d'État des principales économies développées. Le durcissement des politiques budgétaires et le désendettement continu des ménages ne garantissent pas une poursuite de la remontée des rendements, même si la croissance se consolide en 2011. Si la situation de la dette souveraine se détériore en Europe, les premiers bénéficiaires pourraient en être les bons du Trésor américain.

## PERSPECTIVES DE CROISSANCE EN 2011

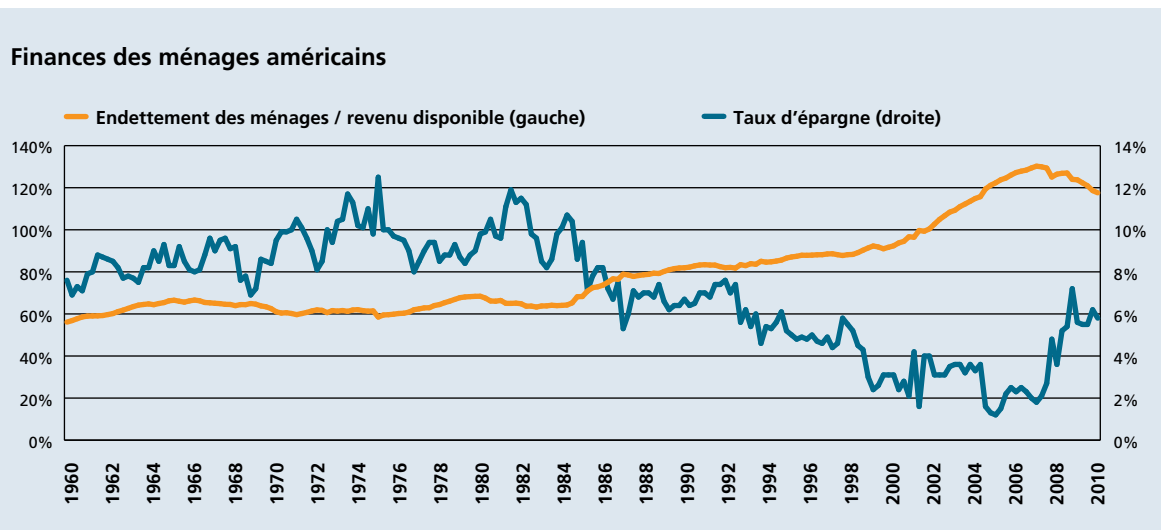
### États-Unis : nouveau cadre de normalité ou maintien des vieilles habitudes ?

Depuis la récession et les affres de 2008-2009, qui ont conduit à un effondrement boursier de plus de 50 %, les marchés et l'économie américaine ont certes fait du chemin. Le problème est que la reprise américaine n'est pas parvenue à combler l'écart de production, car sa croissance reste faible et inférieure au rythme tendanciel. Le chômage flirte encore avec les 10 % dix-huit mois après la fin officielle de la récession, les premières demandes d'allocations chômage dépassent toujours la barre des 400 000 par semaine, et plus de 45 millions d'Américains reçoivent des coupons alimentaires, un chiffre record. L'histoire nous enseigne que le taux de chômage est un indicateur retardé mais nous avons d'autres causes d'inquiétude : les taux de défaut de remboursement des crédits hypothécaires sont toujours

tinuera-t-elle d'alimenter l'activité économique au travers du cycle des stocks, qui a duré plus longtemps qu'on ne le prévoyait ? Le consommateur se tiendra-t-il prêt ?

### LE PROCESSUS À LONG TERME DE DÉSENDETTEMENT DES MÉNAGES SE POURSUIT

Les États-Unis sont victimes d'une récession due à la nécessité pour les entreprises d'assainir leurs bilans (Balance Sheet Recession), phénomène totalement différent de la récession due à l'accumulation des stocks observée à l'issue de la Seconde Guerre Mondiale. Les récessions observées entre 1945 et 2008 appartenaient toutes à cette dernière catégorie. Un tel phénomène se produit lorsque les entreprises ont investi pour augmenter leur production (il s'agit fréquemment de biens durables) en anticipation d'une demande future, et qu'une récession s'installe ensuite pour se traduire par un recul de la demande, si bien que les entreprises procèdent alors à des



Source : Bloomberg. Nos calculs.

supérieurs à 9 %, le désendettement des ménages se poursuit et s'accompagne d'une contraction annuelle de 2,9 % du crédit à la consommation, et la désinflation fait toujours rage dans tous les secteurs, à l'exception des matières premières.

Au seuil de l'année nouvelle, que pouvons-nous attendre de la plus importante économie de la planète pour les douze mois à venir ? La production manufacturière con-

réductions drastiques de leurs investissements.

Le désendettement du secteur privé s'est poursuivi tout au long de 2010 (par le règlement des dettes et / ou par des défauts de remboursement). Le processus nous a certes rapproché des niveaux à long terme mais il reste encore beaucoup à faire par rapport aux normes historiques (voir graphique). Le crédit à la consommation fait grise mine, en particulier après soustraction des prêts

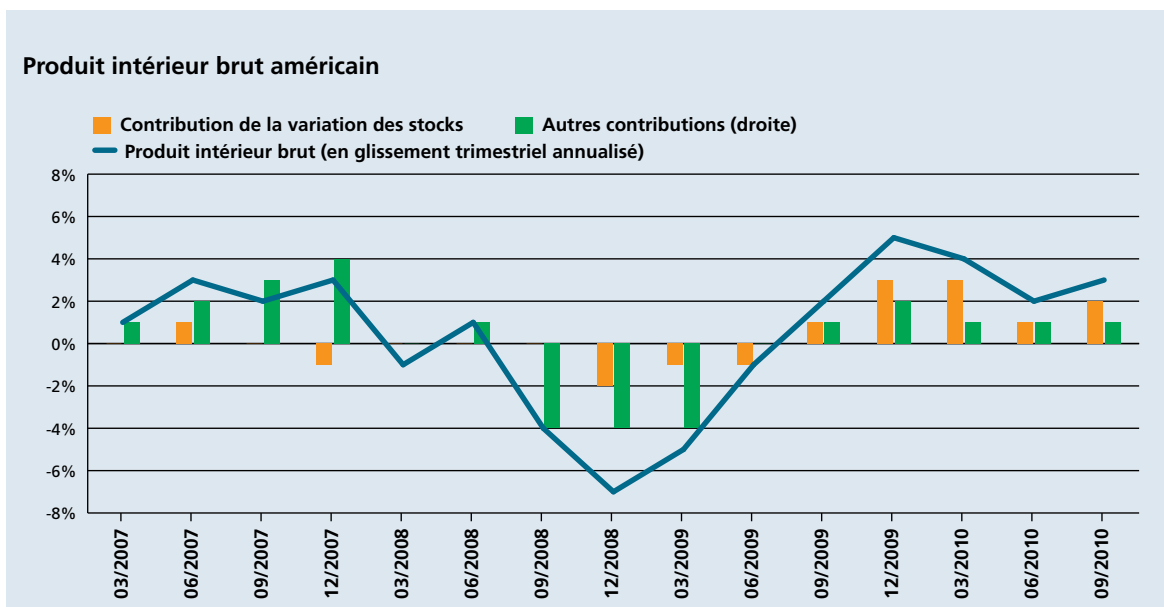
étudiants, subitement inclus dans les statistiques. Les prolongations de prêts à des fins commerciales et industrielles se contractent toujours de 8 % par an. Nous n’entrevoions qu’une stabilisation en 2011, et éventuellement une légère hausse des emprunts. L’économie américaine devrait continuer à se développer en 2011, mais il convient d’éviter tout excès d’optimisme. Le chômage restera très élevé, même s’il amorce une baisse en fin d’année. Cela signifie que beaucoup de consommateurs chercheront encore à assainir leur situation financière, même si certains commencent à augmenter leurs dépenses.

La grande question pour 2011 est de savoir s’il s’agira d’une période de renouveau pour le consommateur américain ou si les vieilles habitudes reprendront rapidement le dessus. S’agira-t-il d’un « nouveau cadre de normalité » ou la période 2008-2010 n’a-t-elle été qu’un intermède avant de renouer avec les vieilles habitudes, c’est-à-dire un taux d’épargne de 2 à 3 % et des iPads pour tout le monde ? Le taux d’épargne avoisine actuellement 5,7 %, ce qui est beaucoup plus élevé que les 2 % observés en 2006-2007 mais légèrement inférieur au plus haut de 6 % d’après la récession. Nous espérons que les Américains continueront à cultiver cette toute récente frugalité, en particulier les consommateurs, mais peut-être est-ce là un vœu pieu.

Compte tenu de l’amélioration des perspectives pour 2011, notamment grâce au programme du président Obama, nous ne prévoyons pas d’augmentation du taux d’épargne par rapport au niveau actuel. Nous entrevoions plutôt la possibilité d’une légère diminution, qui ne manquera pas d’être encouragée par les politiques. Une baisse du taux d’épargne alimente en effet la consommation. Hors, la consommation privée représente près de 70 % du PIB américain. Toute réduction du taux d’épargne possède donc un effet dopant immédiat sur la croissance. Bien que nous préférions une épargne plus élevée et des investissements dans une croissance durable, une diminution du taux d’épargne est loin d’être aussi éloignée que semblent le penser les politiques, qui pourraient bien se laisser séduire par une telle solution à court terme.

#### COUP DE FOUET À COURT TERME DES POLITIQUES DE RELANCE GÉNÉREUSE

La disparition progressive des programmes de relance, dont l’American Recovery and Reinvestment Act (ARRA), nous avait conduit à prédire dans nos perspectives 2010 la transformation des programmes de relance budgétaire en poids morts au second semestre. Cela ne s’est toutefois pas produit. De plus, compte tenu de l’adoption prévue du programme de Noël du président Obama, qui prolonge les dispositions prises par le président Bush en matière de réductions d’impôts,



Source : Bloomberg. Nos calculs.

d'allocations de chômage et d'allègement fiscal sur les rémunérations, le secteur public devrait moins peser sur l'économie en 2011 que nous ne l'anticipions précédemment. Ces initiatives devraient stimuler la croissance du PIB à hauteur de 0,5 % en 2011.

### **L'ÉROSION DU CYCLE DES STOCKS VA TEMPÉRER LES INVESTISSEMENTS PRIVÉS**

Face au vent de panique qui a soufflé en automne 2008, les entreprises ont radicalement réduit leurs stocks et investissements, pénalisant encore un peu plus la croissance. Depuis lors, un cycle de reconstitution des stocks a pris le dessus, la réaction des entreprises à la crise se révélant exagérée. Le niveau des stocks est à présent similaire à celui d'avant la crise et la poursuite de l'expansion dans le secteur manufacturier repose par conséquent sur la consommation. Nous prévoyons donc la fin du cycle des stocks pour le second semestre de l'année.

Quant aux investissements dans l'immobilier résidentiel, nous prévoyons la poursuite du ralentissement tout au long de 2011. Pour la majeure partie de l'année, les prix des logements pourraient chuter suffisamment pour tirer vers le bas l'économie dans son ensemble. Notre scénario de base pour le secteur du logement table sur un lent repli des prix et une faiblesse généralisée, avec pour hypothèse une relative stabilité des taux de défaut de remboursement puisque le choc du réajustement des taux hypothécaires est largement derrière nous, bien que le solde à honorer reste conséquent. La Fed et l'administration ont consenti d'importants efforts afin de réanimer le marché du logement, notamment avec des taux hypothécaires faibles et des crédits d'impôt accordés aux acheteurs fonciers, mais ces mesures n'ont pas suffi pour enrayer la correction des prix. Dans la bataille, le problème posé par la faiblesse des

taux d'intérêt hypothécaires semble avoir été incompris ou pire, ignoré. Dans la vague massive des refinancements opérés ces dix dernières années, trop peu d'attention a été portée au fait que ce processus induit non seulement une réduction de la charge d'intérêts, mais aussi une prolongation de durée de crédit, et l'effet de cette dernière sera particulièrement déplaisant pour les baby-boomers à l'approche de la retraite et dont la valeur du bien immobilier est aujourd'hui inférieure à celle du capital restant dû (situation de negative equity).

### **LA DÉSINFLATION RESTE DE MISE**

Nous prévoyons une persistance de la désinflation tout au long de 2011, plus particulièrement pour les prix sous-jacents à la consommation. Nous considérons la récente hausse des actifs comme résultant de la combinaison d'une baisse de la demande en liquidités immédiatement disponibles et d'une conclusion malavisée du marché quant à l'afflux de liquidités supposé découler des plans d'assouplissement quantitatif, et provoquer une hausse généralisée des prix. Il existe toujours un important écart à la production, pour ce qui concerne les capacités de production et la main d'œuvre inutilisée (les chômeurs), et l'inflation ne remontera pas tant que ce dernier ne sera pas résorbé.

L'économie américaine recueille nos faveurs par rapport aux autres grandes économies occidentales telles que le Royaume-Uni, la zone euro et le Japon. Nous y prévoyons une accélération de la croissance en 2011, avec un PIB en hausse de 2,7 % et un bon potentiel pour poursuivre sur cette voie. La faiblesse du marché de l'emploi, la désinflation persistante et le processus de désendettement des ménages continueront toutefois de peser sur la solidité de la reprise.

Prévisions		2010	T1-2011	T2-2011	T3-2011	T4-2011	2011
Etats-Unis							
PIB	GA (%)	2,8	2,5	2,7	2,8	3	2,7
Taux de chômage	%	9,7	10	10	9,8	9,5	9,8
IPC	GA (%)	1,4	1,2	1,5	1,5	1,5	1,4

**Source : Saxo Bank Strategie & Recherche ; GA : glissement annuel**

## ZONE EURO : UNE ANNÉE À RETENIR OU À OUBLIER ?

Un coup d'œil rapide aux principaux indicateurs économiques peut donner l'impression que la zone euro s'est raisonnablement remise de la profonde récession qu'elle a subie. La croissance du PIB est estimée à 1,7 % pour 2010, mais le chiffre de la croissance globale de la zone euro masque des écarts importants entre les parcours économiques des différents États membres. L'Allemagne, grâce à ses exportations, a connu un bel essor tandis que les économies périphériques se sont embourbées dans la crise des dettes publiques. Selon le point où porte le regard, l'Europe a connu le meilleur et le pire en 2010.

### LES RÉSERVES EN CARBURANT S'AMENUISENT POUR LA LOCOMOTIVE ALLEMANDE

L'économie allemande s'est effondrée de 6,6 % en glissement annuel au premier trimestre 2009, alors que la production manufacturière périlait avec l'affaiblissement de la demande mondiale en produits allemands. Les investissements nationaux en machines et les exportations ont été particulièrement touchés, chutant respectivement de 23,6 % et 18 % à la mi-2009. Une inversion de tendance s'en est rapidement suivie grâce au renforcement de la demande mondiale en produits allemands, en dépit du raffermissement de l'euro.

Mais cette année, la locomotive allemande devrait perdre de sa puissance en raison du déclin de ses réserves de carburant. La demande intérieure de la zone euro s'annonce bien maigre, la plupart des pays membres étant engagés dans des programmes d'austérité d'intensité variable. Il n'y aura pas non plus grand-chose à tirer de l'euro, dont les performances se distingueront, selon nous, par leur manque de relief (de plus, quoi qu'il en soit, les exportations allemandes sont moins sensibles

à la monnaie unique). Plus de 70 % du commerce allemand avec l'étranger implique des partenaires européens et bien que les exportateurs allemands se tournent de plus en plus vers l'Asie, le ralentissement attendu dans la plupart des pays de la zone euro, en particulier dans les économies périphériques, ne sera pas clément pour la machine exportatrice allemande.

### AU SUIVANT...

Les pays baptisés PIIGS (Portugal, Irlande, Italie, Grèce et Espagne) ont recueilli toutes les attentions en 2010 alors que la Grèce puis l'Irlande ont dû faire face à des rendements obligataires astronomiques. Le Portugal et l'Espagne subiront selon toute vraisemblance des attaques similaires du marché du crédit. L'Italie est un dangereux outsider. L'Espagne se différencie certes des autres pays PIIGS en termes de volume de sa dette publique mais elle est confrontée à d'autres problèmes comme un marché immobilier en piètre état et les difficultés qui menacent les banques régionales (cajas), sans parler des volumes considérables de dette qui doivent être refinancés et des déficits budgétaires. L'Espagne est en outre largement exposée à la dette portugaise. En d'autres termes, en cas de restructuration de cette dernière, le Portugal risque d'entraîner l'Espagne dans la chute.

Le problème de la zone euro est qu'il s'agit d'une union monétaire dépourvue d'une union budgétaire, de sorte que la politique monétaire n'est pas toujours adaptée aux besoins spécifiques de chaque pays. C'est la raison pour laquelle d'aucuns en appellent fréquemment à une union budgétaire pour régler les déséquilibres commerciaux. Nous soutenons quant à nous que les économies périphériques ont vécu au-dessus de leurs moyens, en profitant de taux d'intérêt qui ont favorisé la bulle du

Prévisions		2010	T1-2011	T2-2011	T3-2011	T4-2011	2011
Zone euro							
PIB	GA (%)	1,7	1,8	1,5	1,1	1,3	1,4
Taux de chômage	%	10	10	10	9,8	9,8	9,9
IPC	GA (%)	1,6	1,5	1	1	1,5	1,2

Source : Saxo Bank Strategie & Recherche ; GA : glissement annuel

crédit et de l'immobilier. Pendant les 10 dernières années, les PIIGS ont également réalisé de faibles gains de productivité accompagnés d'une consommation excessive et de salaires de moins en moins compétitifs. Cela exige des corrections internes et l'Allemagne n'y est pour rien. Cette dernière n'impose pas ses produits aux autres pays, qui choisissent les produits allemands. Il est à présent temps de réaliser qu'ils ne peuvent plus se le permettre.

2011 s'annonce riche en événements pour la zone euro. Soit le bloc européen s'en sort sans nouvelle victime budgétaire, soit l'Allemagne aura à accepter une solution faisant intervenir des E-bonds ou une monétisation par la BCE. Nous prévoyons une croissance faible de l'ordre de 1,4 % dans la zone euro pour l'année prochaine, tout en craignant toutefois un risque principalement baissier. L'inflation devrait regagner un peu de terrain tandis que la problématique d'un chômage élevé va perdurer.

## ROYAUME-UNI : LA BONNE SURPRISE 2011 ?

À l'aube de 2011, l'économie britannique est d'humeur haussière. La dernière vague de statistiques s'est révélée supérieure aux attentes du marché et suggère une économie en bonne forme prête à s'attaquer aux problèmes qui ne manqueront pas d'accompagner les mesures d'austérité décrétées par le nouveau gouvernement. Est-ce la situation réelle ou simplement un cas de demande reportée par une nation entière consciente des efforts qu'il va lui falloir fournir dès 2011 ? S'il ne fait aucun doute que les coupes budgétaires à venir auront un impact à court terme sur l'activité, nous sommes d'avis que l'économie pourrait rebondir vers la fin de l'année et en 2012.

### LA DEMANDE NATIONALE PREND UN COUP

Les mesures d'austérité prévoient une réduction des dépenses à hauteur de 81 milliards de livres sterling sur une période de quatre ans, dont 9 % (7 milliards) au niveau de la sécurité sociale. Les emplois dans le secteur public feront l'objet d'une réduction de près d'un demi-million en cinq ans et l'âge de la retraite va être reculé. Ces différentes mesures affaibliront les contributions du secteur public au PIB au cours des prochaines années. Toutefois, ces réductions sont selon nous tellement limitées que le sentiment du consommateur ne devrait pas excessivement en souffrir, et la consommation ne devrait vraisemblablement pas accuser de repli trop important en 2011.

Cela étant dit, la récente amélioration des ventes au détail liée à la hausse à venir de taxes telles que la TVA, qui passera de 17,5 à 20 % en janvier 2011, suggère que

la demande a été reportée à court terme, les consommateurs en profitant une dernière fois avant l'entrée en vigueur des mesures d'austérité. Nous attendons par conséquent un faible premier semestre pour la consommation mais prévoyons une amélioration au second semestre, provoquée par une tendance puissante de retour à la normale.

### CROISSANCE DES INVESTISSEMENTS ET FAIBLESSE DU MARCHÉ DU LOGEMENT

Comme beaucoup d'autres économies développées, le Royaume-Uni bataille avec un secteur du logement toujours en déconfiture, vestige de la bulle immobilière. La correction qui a démarré en 2007-2008 a été provisoirement inversée par l'abaissement significatif des taux d'intérêt, mais aujourd'hui les prix recommencent à baisser sensiblement et cette tendance pourrait se poursuivre en 2011 pour permettre à ces derniers de se rapprocher lentement de leur moyenne à long terme.

Ceci nous amène globalement à conclure que le sentiment actuel est trop négatif à l'égard de l'économie britannique, et à prévoir un regain de dynamisme au terme de 2011. Nous entrevoyons par conséquent une croissance moyenne du PIB de 2 % en 2011, avec un effondrement entre le début et le milieu de l'année, suivi par une nouvelle accélération à l'approche de 2012. Le chômage aggravé par les dégraissages dans le secteur public et l'IPC demeureront tous deux élevés. L'inflation devrait toutefois baisser à 2,3 % en 2011, contre une estimation de 3,2 % pour 2010.

Prévisions		2010	T1-2011	T2-2011	T3-2011	T4-2011	2011
Royaume Uni							
PIB	GA (%)	1.7	2.5	1.8	1.6	2.2	2
Taux de chômage	%	7.8	8	8	7.8	7.5	7.8
IPC	GA (%)	3.2	2.8	2.6	2.1	1.9	2.3

Source : Saxo Bank Strategie & Recherche ; GA : glissement annuel



## JAPON : UNE RECHUTE EN PERSPECTIVE ?

Ce serait un euphémisme d'écrire que le Japon pourrait peut-être connaître une rechute (double dip) en 2011. Le pays est un habitué du risque de récession et semble prêt à démarrer l'année sur une note bien morose : en cas de rechute effective, il s'agira de la 19ème depuis 1989 sur la base de la croissance en glissement trimestriel et de la 7ème sur la base de la croissance annuelle. Quoi qu'il en soit, le Japon ne semble pas pouvoir échapper à la stagnation, comme en atteste son taux de croissance annuel de 1,1 % depuis 1989. Que réserve donc l'année au Pays du soleil levant ?

### REPLI PUIS EXPANSION MODÉRÉE DE LA DEMANDE INTÉRIEURE

Un rapide coup d'œil sur la demande intérieure en 2010 indique une croissance vigoureuse mais cette image de l'économie nationale a été sensiblement influencée par de nombreux programmes de relance publics. Ces derniers ont provoqué une distorsion de la croissance de la consommation en postposant la demande en 2010, mais arrivent aujourd'hui à échéance. En outre, la situation en matière d'emploi reste sombre, ce qui freinera la croissance de la consommation en 2011.

L'emploi a beaucoup fluctué ces dix dernières années, avec un chômage atteignant un pic de 5,5 % en 2002-2003 pour ensuite plonger à 3,6 % à la mi-2007. Une nouvelle accélération a ensuite conduit au taux record de 5,6 % en juillet 2009, et nous nous trouvons actuellement à 5,1 % en dépit d'une solide croissance économique de pas moins de 5 % pour les quatre derniers trimestres. L'économie semblant prête à freiner le pas en 2011, avec la possibilité d'une croissance négative pour un ou plusieurs trimestres, l'emploi ne recevra guère de soutien de cette dernière. Parallèlement toute-

fois, la croissance s'apprête à ralentir précisément parce que le chômage est si répandu, ce qui signifie que la consommation privée aura du mal à trouver son élan.

### MAIS C'EST L'EXCÉDENT COMMERCIAL, VOYONS !

Le slogan bien connu de la campagne 1992 du Président américain Bill Clinton va comme un gant à l'économie japonaise, moyennant une légère reformulation : le pays présente en effet un excédent commercial pour la majeure partie des trois dernières décennies. Contrairement à son voisin, la Chine, le Japon n'a pas été accusé, du moins officiellement, de s'engager dans la dévaluation active de sa devise. Nous nous abstenons, de même, de pointer du doigt les actions futiles de la Banque du Japon dans ce domaine à la mi-septembre. Cela n'enlève rien au fait que l'économie japonaise fluctue au gré de l'évolution du commerce mondial, le phénomène étant peut-être un peu plus nuancé qu'on ne l'avance fréquemment. Le ratio net des exportations par rapport au PIB est de 1,2 %, ce qui est bien loin de la période dorée des années 80 où il était habituellement supérieur à 2 %, avec un pic de 4 % en 1986. Au cours de la dernière décennie, ce ratio a en effet été de 1,2 % en moyenne car le Japon a lutté pour échapper à une nouvelle « décennie perdue ». Le revers de la médaille est bien évidemment que la demande nationale a représenté en moyenne 99 % du PIB pendant les années 2000.

La machine exportatrice japonaise est-elle endommagée pour de bon ou le pays saura-t-il rebondir ? Le premier semestre de l'année s'annonce rude pour l'économie en général et pour les exportateurs en particulier. Tout d'abord, le yen a connu une année solide sur la base du taux de change pondéré des échanges, principalement

Prévisions		2010	T1-2011	T2-2011	T3-2011	T4-2011	2011
Japon							
PIB	GA (%)	4,3	1,6	1,2	0,7	1,6	1,3
Taux de chômage	%	5,1	5	4,8	4,5	4,5	4,7
IPC	GA (%)	-0,5	0	-0,5	-1	-1	-0,6

**Source : Saxo Bank Strategie & Recherche ; GA : glissement annuel**

du fait de la faiblesse du dollar américain. Cela a eu pour effet d'étouffer les exportations nettes, stabilisées aux alentours de 600 milliards de yens pour le second semestre 2010. Notre vision du dollar américain pourrait toutefois être la bouée de sauvetage que le Japon recherche depuis longtemps. Notre scénario de base associant une hausse de la paire USD/JPY à une paire EUR/JPY sans grand relief, les exportations nettes semblent prêtes à reprendre des couleurs à mesure que nous avancerons dans l'année.

Dans l'ensemble, et sans surprise, nos prévisions pour l'économie japonaise n'ont rien de passionnant. L'activité économique devrait freiner le pas au premier semestre avec la disparition progressive des mesures de relance, avant de retrouver un certain élan quand le commerce mondial passera à la vitesse supérieure. Les prix connaîtront tout d'abord une stagnation avant un retour de la déflation provoqué par la disparition des moteurs temporaires de l'inflation.

## TAUX DIRECTEURS EN 2011

**États-Unis :** Les dernières semaines de 2010 ont été caractérisées par ce qui pourrait être décrit comme un accès d'« exubérance irrationnelle », pour emprunter la célèbre formule d'Alan Greenspan.

Le marché a choisi d'ignorer les rapports résolument pessimistes sur le logement et les chiffres décevants de l'emploi publiés le 3 décembre, qui indiquent une hausse dérisoire de 50 000 nouveaux emplois privés et une augmentation surprise du taux de chômage à 9,8 % : au contraire, les investisseurs se sont concentrés sur l'amélioration marginale de la confiance des consommateurs, sur le rapport de l'Institute of Supply Managers concernant la production manufacturière, et sur des ventes de détail légèrement positives.

Il se peut également que les investisseurs aient été indûment influencés par l'entente apparente entre démocrates et républicains concernant la prolongation des réductions d'impôts de l'ère Bush, prévoyant notamment un allègement fiscal sur les salaires. En fait, la stimulation attendue de la croissance du PIB devrait être relativement timide, de l'ordre de 0,5 à 1,0 %, pour aboutir à une croissance du PIB de seulement 2,5 à 3 % en 2011. La célèbre loi économique d'Okun stipule que pour chaque pourcent excédentaire de croissance réelle par rapport à la croissance tendancielle (médiane à long terme de la croissance potentielle de l'économie), le taux de chômage recule de 0,5 %. Selon cette corrélation testée et éprouvée, l'impact marginal de la prolongation des réductions d'impôt sur le taux de chômage devrait être une diminution médiane de l'ordre de 0,375 %, à peine de quoi changer la donne, compte tenu d'un taux de chômage officiel de 9,8 % et d'une mesure « U6 » élargie du chômage (incluant les travailleurs à temps partiel découragés) se situant à 17 %.

La Réserve fédérale semble adopter une approche plus prudente. Le dernier Livre beige en date, qui rassemble les rapports de ses 12 districts, se distingue toujours par la mesure de son propos. Bien que certains puissent le décrire comme prudemment optimiste dans son ensemble, celui-ci continue de dépeindre le consommateur (qui représente, ne l'oublions pas, 70 % de l'économie) comme sensible aux prix et déterminé à limiter ses dépenses discrétionnaires. Mais la partie véritablement

inquiétante reste celle qui concerne le secteur du logement, avec une activité résidentielle décrite comme demeurant « à un faible niveau » et un marché commercial « mitigé ».

Les rapports récents concernant les mises en chantier, les permis de construire, les ventes de logements existants ou neufs et les indices des prix sont tous en-dessous des prévisions et restent embourbés à des niveaux absolus lamentables.

C'est pourquoi la dernière réunion du FOMC, le comité de la Fed chargé de fixer les taux d'intérêt, n'évoquait que de très lointaines améliorations dans sa description des conditions économiques. Il est par ailleurs bien difficile d'identifier de quelconques signes d'amélioration significative dans la nébuleuse déclaration ultérieure à cette réunion.

Pour décrire la reprise de la production et de l'emploi, le comité indique que « la reprise économique se poursuit, bien qu'à un rythme insuffisant pour faire reculer le chômage », tandis qu'à l'issue de la précédente réunion, la reprise était seulement qualifiée de « lente ». La consommation connaît à présent « une augmentation modérée », après « une augmentation progressive ». Quelle est la différence ?

L'état déprimé du marché du logement fait l'objet d'observations tout aussi obscures, de même que le fait que les « indicateurs d'inflation sous-jacente poursuivent leur tendance baissière », un soupçon plus pessimiste que la précédente formulation : « les mesures de l'inflation sous-jacente ont suivi une tendance baissière ces derniers trimestres ».

Enfin, et bien que le FOMC ait gardé le silence concernant son programme d'assouplissement quantitatif, le président Ben Bernanke a récemment confirmé dans une interview de 60 minutes que de nouveaux achats d'obligations étaient « certainement possibles », reconnaissant à demi-mot la morosité des perspectives économiques.

La décision de prolonger ou non les plans d'assouplissement quantitatif s'est politisée à la lumière

des récents mouvements sénatoriaux menaçant de remplacer le double mandat de la Fed par un objectif unique de gestion de l'inflation. La question est de savoir si de telles menaces peuvent être mises à exécution ou si elles s'avéreront sans fondement face à la persistance d'un chômage historiquement élevé.

Dans ce contexte, nous prévoyons le maintien par la Fed de son objectif actuel de 0 à 0,25 % pour le taux des Fed Funds tout au long de 2011, et une probabilité de 50 % d'assister à de nouveaux achats de bons du Trésor par la Fed, dans la mesure où le chômage et l'inflation restent insatisfaisants.

*Idee phare : acheter le contrat à terme Eurodollar juin 2012 à 98,61 et jouer l'évolution de la courbe ; ce contrat devrait s'échanger à 99,40 fin 2011.*

**Zone euro :** L'observation des délibérations quelque peu tourmentées de la BCE (comme toujours en matière européenne, un exercice désespéré d'obtention d'un consensus) rappelle de façon criante le comportement d'un organe souffrant d'une dépendance au conservatisme monétaire, et atteint d'hallucinations prenant la forme d'un démon imaginaire baptisé inflation.

Si les choses s'étaient déroulées comme prévu, le taux directeur au jour le jour de la BCE aurait depuis longtemps été relevé de son niveau actuel de crise de 1 % à un niveau plus normal, et tous ces programmes exceptionnels mais fastidieux d'injection de liquidités (les opérations de refinancement à long terme ou LTRO) seraient depuis longtemps aux oubliettes, conformément au mode de réflexion tendant à dominer les discussions de la BCE.

Au lieu de cela, tout ce que la lutte contre l'inflation a donné est un durcissement furtif et techniquement induit du marché des taux d'intérêt interbancaires (le taux à 3 mois étant à présent juste supérieur à 1,0 %, contre un plus bas de 0,634 % en mars 2010), et les LTRO à 3 mois semblent prêts à poursuivre la tendance pour au moins un trimestre supplémentaire (en janvier, février et mars). Les banques de nombreux pays de la zone euro dépendent toujours des liquidités injectées goutte à goutte par la BCE puisque les prêts interbancaires leur

restent inaccessibles. Pour couronner le tout, la BCE doit toujours acheter les obligations d'État de nombreuses économies périphériques plus faibles, dans certains cas avec pour seul but de soutenir les prix.

Entretemps, bien que la croissance allemande semble relativement robuste, les économies du sud de l'Europe et de l'Irlande semblent condamnées à une croissance au mieux anémique, et dans certains cas à une contraction ou à une récession, suite aux mesures drastiques de réduction des déficits qui leur sont imposées par la crise des dettes publiques, qui continuera apparemment de faire rage tout au long de 2011. La crise pourrait en effet s'intensifier, alors qu'un paradoxe de l'épargne commence à apparaître à l'échelle nationale dans les économies les plus faibles. Bien que l'austérité budgétaire soit à la fois souhaitable et inévitable pour le Portugal, l'Irlande, l'Italie, la Grèce et l'Espagne, il sera difficile sinon impossible d'en éviter les effets indésirables, à savoir un repli de l'activité économique et donc des recettes fiscales, qui exacerbera à son tour les déficits mêmes censés être corrigés par cette austérité.

*À la lumière de ce qui précède, il semble peu probable d'assister à une hausse des taux d'intérêt dans la zone euro à brève échéance, et nous prévoyons le maintien du taux de refinancement officiel à 1 % tout au long de 2011.*

**Japon :** La nature principalement exportatrice de l'économie japonaise devrait signifier la poursuite de son soutien par la reprise de la croissance mondiale que nous attendons pour 2011, bien que les exportateurs soient appelés à être encore confrontés au défi d'un yen obstinément fort.

Nous entrevoyons toutefois peu de place pour un quelconque regain de dynamisme issu de la consommation nationale. Les opportunités de déploiement de nouvelles mesures significatives de relance budgétaire sont en outre très limitées, compte tenu des énormes dettes déjà accumulées par le Japon.

*En termes de politique monétaire, il n'existe aucune perspective de hausse du taux directeur (actuellement de 1,0 %) au cours de 2011. De nouvelles mesures de*

*relance monétaire non conventionnelles sont à attendre sous la forme d'achats par la Banque du Japon (principalement des obligations d'État nationales ou JGB), qui pourraient débiter dès la réunion de février et se poursuivre régulièrement tout au long de l'année afin de contrer l'absence de mesures de relance budgétaire supplémentaires.*

**Royaume-Uni :** L'IPC de novembre publié en décembre, à 3,3 % en glissement annuel, reste obstinément supérieur à l'objectif de 2 % de la Banque d'Angleterre, et légèrement au-dessus des attentes. Le Comité de politique monétaire reste donc face à un dilemme. Celui-ci prévoit un pic de l'IPC à 3,6 % au premier trimestre 2011, avec ensuite une baisse progressive pour passer en-dessous du taux visé dans les 18 mois.

Le taux de TVA doit toutefois passer de 17,5 % à 20 % en janvier, ce qui devrait conduire à une hausse de l'IPC pouvant atteindre 0,5 % selon la capacité des entrepris-

es à faire accepter l'augmentation. Il s'agit à l'évidence d'un effet ponctuel et le Comité de politique monétaire continue de voir au-delà de celui-ci et de ce qu'il considère comme un soubresaut temporaire de l'IPC.

Le problème est qu'il s'agit d'un phénomène à long terme et que le comité voit au-delà des objectifs depuis maintenant plus d'un an. Il existe donc un risque de perte de crédibilité pour le Comité de politique monétaire, qui conduirait à une augmentation des prévisions d'inflation à moyen terme. Le phénomène serait évidemment compensé par le durcissement imminent et sans précédent de la politique budgétaire.

*Pour toutes les raisons qui précèdent, il est très difficile de se prononcer. Nous pensons toutefois que le Comité de politique monétaire maintiendra les taux à 0,5 % tout au long de 2011 et renforcera très probablement les mesures d'assouplissement quantitatif lorsque les effets du durcissement budgétaire se feront sentir.*

## PERSPECTIVES 2011 POUR LE FOREX : SUPRÉMATIE DU BILLET VERT ?

L'année dernière, nos perspectives 2010 s'interrogeaient quant à la disparition éventuelle de l'hyper-corrélation récurrente entre l'appétence au risque et les opérations de portage financées par l'USD et le JPY. La réponse était « peut-être » pour le JPY et « clairement pas » pour l'USD, qui a affiché presque tout au long de l'année une corrélation négative avec l'appétence au risque. Nous suspectons que 2011 pourrait toutefois enfin mettre un terme à cette corrélation. Étonnamment peut-être, nous nous demandons si l'USD est prêt pour une configuration gagnant-gagnant en 2011, même si nous sommes pessimistes quant au potentiel haussier à long terme de la devise. Par ailleurs, le paysage du Forex du G-10 est jonché de valorisations extrêmes au sortir de 2010. Le dollar australien est largement surévalué et l'euro, la livre sterling et le dollar américain font grise mine. Nous attendons un retour à la normale des valorisations en 2011 bien que le chemin y conduisant reste nébuleux. Une chose est certaine : la volatilité n'ira qu'en augmentant, en particulier compte tenu de la dynamique tendue du paysage macroéconomique mondial alors que nous entrons dans la nouvelle année.

### TOURNANT 2011 : LE DÉCOR EST PLANTÉ

En ce début d'année, la dynamique macroéconomique est très différente de celle qui prévalait début 2010. Reprise ou non, les principaux pays développés se trouvent dans un état de vulnérabilité déplorable, quelle qu'en soit la raison. En-dehors de la croissance raisonnable attendue aux États-Unis (grâce notamment aux mesures de relance et la Fed), les projections de croissance ne sont pas particulièrement encourageantes pour les principales économies développées de la planète. Si croissance il y a, et si croissance il y aura au cours de l'année à venir, celle-ci aura été permise par l'hyperactivité des banques centrales, qui ont abandonné toute discussion concernant les stratégies de sortie (qui faisaient rage en décembre dernier, il ne faut pas l'oublier) et sont engagées dans une lutte historique visant à remettre le taux de croissance de leurs économies sur la bonne voie.

Entretemps, une trop grande part de l'argent facile des principaux pays développés semble affluer sur les marchés émergents, où les marchés des actifs et les économies nationales sont à nouveau en ébullition et où la menace principale est celle d'une surchauffe. De

plus, les banques centrales des économies développées se sont montrées tellement pressées de recourir à la planche à billets comme solution universelle que la fin de l'ère des devises stables a recueilli toute l'attention du marché et tiré les prix des actifs vers les sommets. Les politiques des banques centrales renforcent les tensions du commerce mondial et déjà, plusieurs pays émergents comme la Corée du Sud ou le Brésil ont agi pour contenir la hausse de leurs devises, au travers de contrôles des capitaux et de taxes dissuasives sur les actifs détenus au sein de leurs économies par des étrangers.

En 2011, la BCE, la Fed, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre resteront en mode d'assouplissement quantitatif, tandis que les principales économies émergentes, en particulier la Chine, mènent une lutte historique contre les bulles d'actifs et de crédits potentielles, et les capitaux qui les submergent en provenance du monde développé aux rendements proches de zéro. Cette discordance des besoins politiques pourrait s'avérer un cocktail explosif et promet une volatilité importante, plus particulièrement si les différents intervenants s'enfoncent dans d'autres mesures dissuasives visant à contrer les mouvements des devises. L'ironie de toutes les tentatives de contrôle des devises est qu'elles prolongent fréquemment les déséquilibres et aggravent les répercussions d'une politique malavisée.

Deux scénarios envisageables en 2011 : les matières premières poursuivent leur marche en avant jusqu'à la réduction de la croissance par l'effondrement des marges des entreprises et un pourcentage plus important du salaire des travailleurs consacré aux dépenses essentielles plutôt que secondaires. Autre scénario : la Chine pile et le pays subit un atterrissage forcé conduisant à une réévaluation en profondeur du potentiel de croissance mondial, la Chine et ses satellites représentant un facteur de croissance significatif au niveau international depuis les sombres jours de début 2009. Aucun de ces scénarios n'est particulièrement favorable aux marchés émergents ni à l'appétit pour le risque.

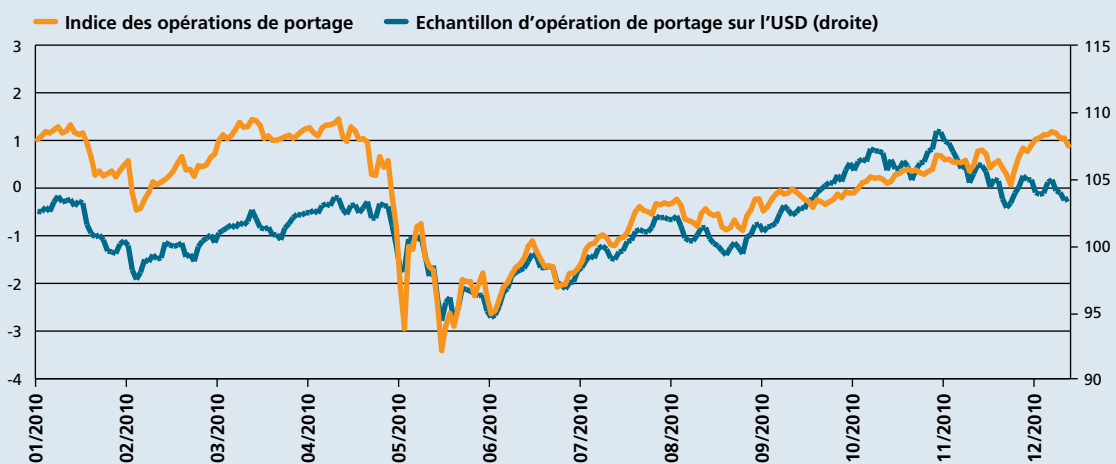
Que l'un ou l'autre se réalise, il est difficile d'imaginer une persistance de l'environnement actuel réunissant hausse des taux d'intérêt, des prix des matières premières et des cours des actions pour une quelconque durée significa-

tive au cours de l'année nouvelle. À terme, l'un de ces facteurs devra fléchir. Les trois paramètres pourraient baisser si les projections de croissance se révèlent trop optimistes, mais ils ne peuvent tous trois poursuivre la spirale haussière observée depuis début novembre. Au final, le risque devrait se renforcer si les taux d'intérêt ou les prix des matières premières continuent de grimper et de s'éloigner de leurs niveaux de fin 2010. La seule voie vers ce scénario rêvé est une poursuite de la croissance avec des taux d'intérêt et des matières premières contenus, ce qui continuerait de profiter aux actifs risqués. Nos prévisions 2011 pour le Forex supposent une issue

### USD : GAGNANT-GAGNANT EN 2011 ?

Fin 2010, le dollar américain a significativement rebondi après une forte correction en anticipation de l'annonce de la seconde vague d'assouplissement quantitatif début novembre. Ce redressement peut être imputé à un positionnement excessif du marché sur les opérations de portage financées par l'USD et à une approche classique de vente « sur la rumeur » et d'achat « sur la nouvelle » face aux mesures d'assouplissement quantitatif très attendues de la Fed. Mais cette explication est un peu trop facile. En dépit de l'énorme engagement de la Fed d'acheter des bons du Trésor américain à hauteur

Modèle des opérations de portage Saxo Bank



*Graphique : Indice des opérations de portage Saxo Bank. Notre indice des opérations de portage (Carry Trade Index) examine différents indicateurs de l'appétit pour le risque afin de déterminer si l'environnement favorise les opérations de portage, qui ne sont généralement intéressantes que lorsque les marchés sont d'humeur positive. Pour la majeure partie de 2010, l'USD, avec son rendement très faible, des perspectives économiques plutôt sombres et d'importants déficits jumeaux, était la devise de financement idéale dans un contexte d'amélioration de l'appétit pour le risque (chaque fois que l'indice des opérations de portage était en hausse) et se redressait généralement lorsque les marchés passaient en mode d'aversion pour le risque (repli de l'indice des opérations de portage). Il convient toutefois de relever que peu après l'annonce par la Fed de ses mesures d'assouplissement quantitatif début novembre, la performance de l'USD a commencé à s'améliorer. Ceci diverge radicalement de l'une des corrélations de marchés les plus stables et les plus étroites des deux dernières années, et pose la question : est-ce là le signe de la fin du marché baissier de l'USD et que la devise pourrait être un indicateur avancé d'une détérioration de l'appétit pour le risque (les mesures de la Fed ont joué un rôle essentiel dans la majeure partie des spéculations portant sur les marchés mondiaux des actifs au second semestre 2010) ou bien s'agit-il simplement d'un bref redressement de l'USD, les taux américains ayant considérablement augmenté puisque le marché suppose que la Fed en a fini pour l'instant et qu'une poignée d'autres devises aux rendements encore plus faibles comme le JPY, le CHF ou même l'EUR pourraient devenir préférables à l'avenir pour les opérations de portage ? Chaque scénario semble relativement positif pour le dollar américain.*

Source : Bloomberg. Nos calculs.

moins optimiste pour le risque, comme vous pouvez le voir dans nos perspectives pour les devises du G-10.

de 600 milliards de dollars d'ici la mi-2011, les taux d'intérêts sont partis à la hausse depuis l'annonce de la seconde vague d'assouplissement quantitatif, contribuant à rendre l'USD beaucoup plus intéressant en termes de rendement par comparaison au reste

du monde. Le retour de la crise des dettes publiques européennes et l'entrée de la Banque du Japon dans une nouvelle série d'assouplissement quantitatif massive ont également contribué à redorer l'image de l'USD dans cette lutte sans concession entre les devises du G3.

Contre les autres devises, les scénarios exposés dans nos perspectives principales favorisent l'USD car le marché présente une large position structurelle vendeuse sur l'USD à l'entrée dans 2011, et la confiance dans la croissance mondiale est très élevée. Toute déception des attentes d'une solide poursuite de la reprise mondiale verrait le dénouement de positions à risque financées par l'USD. Un autre argument est que même si la croissance se poursuit tant bien que mal aux États-Unis et ailleurs, le monde pourrait chercher ailleurs des devises de financement, là où les rendements sont encore plus faibles. On pense au CHF, au JPY et même à l'EUR. Il apparaît donc que l'année pourrait être une période gagnant-gagnant pour l'USD, en dépit des terribles implications à long terme de décisions budgétaires imprudentes telles que le programme de déchetage budgétaire conclu entre le président Obama et les républicains. Mise en garde importante par rapport à nos perspectives, les États-Unis commencent à donner les signes d'un mouvement vers l'austérité budgétaire en 2011, peut-être sous l'impulsion d'un Congrès galvanisé par le Tea Party.

Un autre facteur important à considérer au cours de l'année à venir est la possibilité que l'étoile de la Fed ait cessé de briller et que l'institution subisse les pressions accrues du nouveau Congrès récalcitrant qui entrera en fonction en janvier. Il est clair que Ben Bernanke n'hésiterait pas à lancer de nouveaux plans d'assouplissement quantitatif afin de faire face à la montée de la crise de l'endettement au niveau municipal et des états s'il en percevait le besoin. Mais le Congrès suivrait-il ? Il est clair que la résistance à la Fed monte sur le front politique et dans l'opinion publique.

#### **EUR : UN Puits sans fond ?**

De toute évidence, la zone euro s'apprête à subir un test très critique pour sa survie. Nous sommes d'avis qu'elle échouera au final, au-delà de l'horizon des présentes perspectives, mais pas avant que les politiciens de l'UE

et la BCE ne consentent d'importants efforts pour maintenir l'union politique et monétaire de ses États membres hétéroclites. Tout effort, quelle qu'en soit la forme (élargissement du fonds de sauvetage et / ou octroi de nouveaux pouvoirs à la BCE rendant possibles de nouveaux plans d'assouplissement quantitatif non stérilisés), comporte des implications négatives pour l'euro. Il existe également des chances raisonnables de défaut de remboursement effectif d'un ou plusieurs pays de la périphérie européenne, si l'on considère combien une telle décision sert leurs meilleurs intérêts. Exemple : pourquoi les contribuables irlandais devraient-ils mettre la main à la poche et affranchir à 100 % des banques étrangères pour des décisions imprudentes prises sur le marché de l'immobilier commercial en période de bulle ? Tout défaut de remboursement jetterait le système bancaire européen déjà lourdement endetté dans la déconfiture, avec un besoin massif de soutien public pour les banques et toutes les implications négatives qu'une crise bancaire aurait pour la devise européenne et la croissance économique. Une telle évolution provoquerait également une explosion des spreads suite à des craintes de contagion, craintes que la BCE et les dirigeants politiques européens auraient bien du mal à apaiser. L'UE s'apprête à livrer une bataille historique.

Alors que l'année pourrait être une période de gagnant-gagnant pour le dollar américain, elle pourrait être perdant-perdant pour l'euro, à court et moyen terme. Le seul réconfort que certains investisseurs pourraient trouver est que le monde est déjà très pessimiste quant aux perspectives de la zone euro, ce qui pourrait faire de sa devise une valeur refuge par rapport aux devises plus risquées en 2011.

#### **JPY : DOCTEUR JEKYLL OU MISTER HYDE ?**

Les perspectives pour le Japon en 2011 s'articulent autour des perspectives de taux d'intérêt, comme c'est presque toujours le cas. Aussi longtemps que les taux d'intérêt augmentent dans un environnement d'appétit pour le risque, le yen restera relativement faible car les investisseurs nationaux se tournent vers l'étranger à la recherche de rendements supérieurs. Le yen pourrait même devenir une devise de financement privilégiée pour les opérations de portage. Tel est le potentiel du yen en 2011 : docteur Jekyll ou Mister Hyde.



Dans le rôle de Mister Hyde, un scénario plus dramatique pour le yen serait un nouvel effondrement des taux d'intérêt avec une contraction de l'appétit pour le risque au cours de l'année et un essoufflement de la hausse des matières premières. Le yen pourrait alors subir un redressement aggravé lié au rapatriement des capitaux nationaux et au dénouement des opérations de portage. La Banque du Japon aurait inévitablement recours à la planche à billets en réponse à pareil développement, et pourrait au final parvenir à une dévaluation du yen si les détenteurs d'obligations japonaises (la presque totalité des JGB sont détenues par les épargnants nationaux) se révoltent en considérant les implications d'un éventuel assouplissement quantitatif qui briserait le yen compte tenu d'une dette publique dramatiquement élevée. Le marché national a atteint le point de saturation en termes de JGB détenues et ne peut plus rien absorber. Les acheteurs étrangers demanderont quant à eux un rendement plus élevé. Même avec des taux proches de zéro et des rendements de 125 pb pour les obligations à 10 ans, plus d'un quart du budget japonais est utilisé pour le paiement des intérêts sur la dette publique. Toute hausse supplémentaire d'un endettement déjà hors norme pourrait engendrer en un éclair le passage de la déflation à une inflation élevée, si la moindre crise de confiance devait déclencher une quelconque panique bancaire. Une telle panique devient une éventualité, que la voie y conduisant soit celle d'une hausse des taux d'intérêt ou d'un recours à la planche à billets. 2011 est donc une année à double tranchant pour la devise. Mais quel que soit le scénario, l'issue est une faiblesse du yen.

#### **GBP : UNE SOLIDITÉ SURPRENANTE ?**

La livre sterling et le dollar américain ont suivi une trajectoire similaire en 2010, tout comme leurs fondamentaux. Les deux pays sont caractérisés par les dysfonctionnements de leurs institutions bancaires, par des déficits jumeaux massifs et par des banques centrales plus ou moins constamment en mode d'assouplissement monétaire. À l'entrée dans l'année nouvelle, les deux devises offrent toutefois des profils radicalement différents sur le plan politique. Alors que l'administration et le Congrès américains ont de concert un peu plus gonflé le déficit à court terme pour l'année à venir avec ce qui revient à un nouveau programme de relance, le gou-

vernement britannique fraîchement émoulu s'est lancé de bon cœur dans une vague d'austérité, si tant est que cela puisse se concevoir. Les nouvelles mesures du gouvernement incluront une hausse de la TVA, le gel des salaires dans la fonction publique et d'autres coupes budgétaires. Bien qu'elles n'augurent pas de taux de croissance très solides, ces nouvelles mesures démontrent un certain dynamisme et une volonté politique qui ne sont pas du tout évidents. C'est là un signe positif quant à la capacité de l'économie britannique à renouer avec une santé et un équilibre adéquats à long terme, en particulier si une solution satisfaisante est trouvée au problème des institutions bancaires défailtantes. Qui plus est, le Royaume-Uni peut se féliciter de n'avoir jamais choisi de rejoindre l'union monétaire du continent, une décision qui pourrait être une grande source de solidité face à la monnaie unique en 2011. En tant qu'alternative aux problèmes croissants et aux attentes irréalistes rencontrés dans d'autres parties du globe, et compte tenu de sa valorisation très intéressante, la livre pourrait bien réaliser des performances étonnantes cette année.

#### **CHF : L'ÉNIGME**

Un phénomène structurel s'est produit au niveau du franc suisse au cours de l'année écoulée. La devise a entièrement perdu les caractéristiques de valeur refuge dont elle a fait preuve au cours des 10 à 12 dernières années, où elle a plus ou moins évolué selon une corrélation négative avec l'appétit pour le risque. Au lieu de cela, le franc suisse est désormais incroyablement solide si l'on considère son rendement quasiment inexistant et la résurgence de l'appétit pour le risque au second semestre de l'année écoulée. Cette nouvelle vigueur du CHF est apparue à la faveur de la débâcle des dettes publiques européennes. Il faut savoir que la Suisse possède un ratio d'endettement modeste par rapport au PIB, en comparaison avec la plupart des autres économies développées. Cette vigueur nouvelle est peut-être également due à l'impact positif du débouclage des opérations de couverture suite à l'appréciation de la devise, un nombre considérable de prêts étrangers ayant été financé en franc suisse pendant les années d'expansion. En 2011, le franc suisse pourrait encore s'apprécier si la crise de la zone euro enfle jusqu'à un quelconque point de saturation. À un certain stade

toutefois, la solidité même du franc suisse devient un phénomène auto-correcteur, qui nuit à la compétitivité et qui freine l'activité économique de la Suisse. Cette dernière pourrait par ailleurs avoir bénéficié d'un stimulant artificiel en 2010 au travers des mesures de relance monétaires prises par la Banque nationale suisse dans un effort malavisé et inutile visant à contrer la solidité de la devise. Le secteur financier monumental du pays, dont les actifs représentent plus de six fois le PIB, constitue également un risque compte tenu de notre vision négative de l'appétit pour le risque et de la vraisemblance d'un environnement réglementaire plus exigeant à terme. Une fois que la paire EUR/CHF atteindra son point bas au cours de la nouvelle année, la devise pourrait connaître une période de faiblesse.

#### **AUD : VOUÉ À L'EFFONDREMENT ?**

Le dollar australien s'est remis en selle en 2010 comme si la crise financière mondiale n'avait jamais eu lieu. Après tout, le pays est peu endetté, possède un taux d'intérêt relativement élevé et une économie disposant d'un levier important pour profiter de la croissance écrasante de la Chine grâce à ses différentes exportations de matières premières (charbon, métaux et autres matériaux). Néanmoins, au seuil de 2011, l'examen de la devise et de l'économie australienne révèle plusieurs signaux d'alarme. La solidité de l'économie repose presque exclusivement sur ses industries d'extraction des ressources naturelles, ce qui signifie que toute contraction de la demande chinoise pourrait avoir des répercussions dramatiques pour l'économie australienne. N'oublions pas que le régime chinois est potentiellement occupé à lancer des initiatives pour maîtriser la bulle immobilière et l'inflation du pays. L'Australie recèle également des sources d'inquiétude au niveau national, notamment de faibles statistiques pour l'activité économique en-dehors du secteur minier, et la combinaison d'un surendettement des consommateurs et d'une bulle du logement qui semble sur le point d'exploser. L'AUD est surévalué et pourrait terminer 2011 avec un recul significatif.

#### **CAD : ÉLÈVE MOYEN**

Le dollar canadien a connu des hauts et des bas au cours de 2010. Après avoir débuté par un solide premier trimestre grâce à un regain généralisé d'appétit pour le risque et des prévisions radicalement plus élevées pour

les taux d'intérêts de la Banque du Canada, la devise a connu quelques faiblesses avec la détérioration des perspectives économiques américaines et la sous-performance des prix énergétiques (les plus importants pour le portefeuille de ressources du Canada) par rapport au reste des matières premières. Face à une parité USD/CAD menaçante pour la majeure partie de l'année, la Banque du Canada a coupé court à toute attente d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt. Bien que la solidité économique américaine puisse constituer une aubaine pour les secteurs exportateurs canadiens en 2011, l'économie du pays recèle d'autres sources d'inquiétude, notamment une bulle du logement qui risque d'éclater et des consommateurs encore plus endettés que ne l'étaient leurs homologues américains pendant la formation de la bulle de crédit qui a précédé la crise financière mondiale. La parité USD/CAD pourrait encore connaître une hausse en 2011. Point positif pour le CAD, les finances et le secteur bancaire du pays sont en excellente forme et capables d'essuyer des turbulences considérables. En outre, la devise apparaît ridiculement sous-évaluée par rapport aux autres devises liées aux matières premières, plus particulièrement le dollar australien.

#### **NZD : SURÉVALUÉ**

Le Kiwi a atteint de nouveaux sommets par rapport aux autres devises du G-10 en 2010. Au terme de l'année toutefois, il a perdu en vigueur en dépit d'un environnement généralement positif pour le goût du risque et pour quasiment toutes les matières premières. Première responsable, la faiblesse de l'économie nationale, notamment du fait de la sécheresse qui semblait s'installer en fin d'année et constituait une menace pour les exportations agricoles importantes du pays. Les perspectives moroses de la Banque nationale néozélandaise n'ont pas contribué à doper la devise. En 2011, nous entrevoyons le retour d'un appétit pour le risque fluctuant, avec un important risque baissier, et le kiwi, bien que beaucoup plus faible qu'il ne l'était à son plus haut, pourrait encore perdre pas mal de terrain face au reste des devises du G-10. Contre l'Aussie toutefois, la devise commence à paraître sous-évaluée, en particulier si les conditions météorologiques s'améliorent pour les principales matières premières agricoles exportées par la Nouvelle-Zélande.

### **SEK : NI L'UN NI L'AUTRE**

La couronne suédoise a bénéficié d'un beau redressement en 2010, après avoir entamé l'année sous-évaluée et alors que son économie exportatrice profitait d'une expansion conséquente à la faveur d'une demande extérieure généralement élevée. La couronne suédoise est généralement une devise procyclique. Elle s'est donc renforcée à chaque regain d'appétence au risque en 2010, et est apparue comme une alternative intéressante par rapport à l'euro, compte tenu des défis spécifiques rencontrés par la monnaie unique. En 2011, la couronne pourrait bénéficier d'un nouveau renforcement sur base de l'attente d'une poursuite de la reprise économique, mais les problèmes sur les marchés des actifs pourraient plafonner sa progression assez rapidement.

### **NOK : TROP FAIBLE**

La couronne norvégienne reçoit le prix de la devise la plus calme pour 2010, après une année de très faible volatilité par rapport à l'ensemble du marché. En 2009, la Norges Bank a été la première du G-10 à ramener ses taux à leur niveau d'avant crise mais a rapidement freiné la machine alors que son économie nationale (nonobstant les pressions sur les prix des logements) connaissait une croissance anémique et que les prix du brut restaient relativement stables pour la majeure partie de l'année. Pour 2011, les prévisions de croissance de la Norges Bank sont très faibles mais la devise semble plutôt sous-évaluée, en particulier par rapport aux devises liées aux matières premières, et pourrait apparaître comme spécialement intéressante si l'attention se porte sur les bilans, la Norvège étant un parangon de solidité financière. Il est conseillé d'acheter la couronne par rapport à un panier de devises plus risquées en 2011.

### **IDÉES À EXPLOITER SUR LE G-10 POUR 2011**

**Achat GBP/AUD** – Nous pensons que le Royaume-Uni est à l'avant-garde de la résolution de ses défis budgétaires et pourrait présenter une trajectoire étonnamment positive cette année, alors que l'AUD se trouve à des niveaux excessifs et est trop dépendant d'un secteur minier qui pourrait bien défaillir en 2011.

**Vente EUR/USD** – la situation des dettes souveraines européennes prendra du temps à se résorber et les efforts politiques de la BCE ne peuvent signifier que l'assouplissement monétaire et l'incertitude, alors que les États-Unis pourrait rester sur la touche en raison de leurs fondamentaux économiques raisonnables et du manque de marge de manœuvre de la Fed. La parité EUR/USD pourrait atteindre 1,10 à 1,15 au cours de l'année.

**Achat CAD/JPY** – si l'attention se porte sur la crédibilité des dettes souveraines, ne cherchez plus l'opération gagnante. Les problèmes du Japon vont rapidement s'accélérer et exiger une dévaluation du yen si les taux d'intérêt augmentent de trop cette année, tandis que le Canada est l'un des grands pays les mieux positionnés au niveau de son secteur bancaire et en termes de solvabilité.

**Vente NZD/NOK** – l'opération joue ici principalement sur les valorisations. La couronne norvégienne a été négligée alors que la hausse du Kiwi repose au moins partiellement sur des hypothèses paresseuses et sur son exposition à l'Asie. De plus, si l'appétit pour le risque est mis au défi cette année, le NZD souffrira vraisemblablement plus que la couronne.

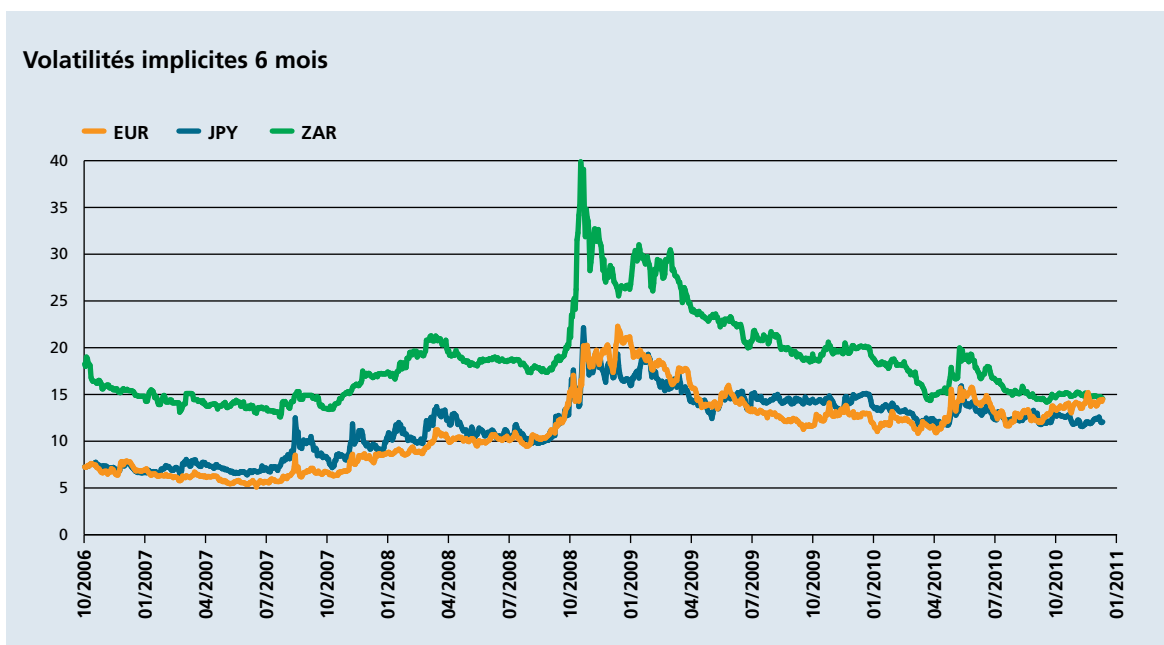
## OPTIONS DE CHANGE : ÉVITER LES ÉCUEILS

Dans l'ensemble, nous voyons 2011 comme une année charnière pour les devises compte tenu des défis considérables qui se posent encore pour les économies du monde entier : les mesures sans précédent d'assouplissement quantitatif, la crédibilité souveraine et les tensions européennes (politiques et économiques). Tous ces facteurs, et de nombreux autres, pourraient n'avoir qu'un faible impact d'ici 12 mois et tout pourrait être pour le mieux dans le meilleur des mondes. Toutefois, et bien qu'espérant une sortie par le haut,

volatilité des options dans des conditions de marché difficiles.

C'est la raison pour laquelle nous privilégierions les stratégies suivantes pour l'année à venir :

Achat d'une option d'achat GBP / d'une option de vente USD 1 an de prix d'exercice 1,6000, prime payée de 535 pips USD (référence au comptant 1,5550)



Source : Bloomberg. Nos calculs

nous nous devons de prévoir le pire. Un portefeuille d'options constitue un excellent moyen de s'y préparer dans la mesure où il peut offrir un fort effet de levier dans des conditions de marché extrêmes. Aussi, allons-nous rechercher des options bon marché et maintenir un positionnement globalement acheteur de volatilité implicite.

Le graphique ci-dessous illustre les volatilités implicites sur six mois des parités EURUSD, USDJPY et USDZAR au cours des quatre dernières années. Les volatilités n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant-crise, mais nous pouvons clairement observer la nature explosive de la

Le gouvernement britannique ayant rapidement pris des mesures draconiennes, il semble aujourd'hui être en meilleure posture pour résister à de nouveaux chocs. En particulier, le GBP apparaît comme une meilleure devise que l'EUR pour couvrir une opinion haussière sur l'USD en raison de la persistance des inquiétudes dans la zone euro, ainsi que pour miser sur une hausse de la crédibilité du Royaume-Uni par rapport aux États-Unis en termes d'austérité budgétaire. Il est à noter que l'achat d'une option de vente EUR / d'une option d'achat GBP peut également être utilisée.

**Long sur les volatilités des marchés émergents 1 an :**

*Achat d'un straddle EUR/PLN 1 an de prix d'exercice 4,0500 pour 3 900 pips*

*Achat d'un straddle USD/ZAR 1 an de prix d'exercice 7,1250 pour 8 400 pips*

Le moindre choc est susceptible de perturber les marchés émergents : ainsi, nous pensons qu'être positionnés à l'achat sur un panier d'options sur devises émergentes pourrait offrir un effet de levier intéressant si le marché des changes devait connaître les mouvements que nous prévoyons. Nous avons choisi les parités EUR-PLN et USDZAR afin d'essayer de nous diversifier un peu, mais nos positionnements pourraient être enrichis de nouvelles paires de devises. Cette stratégie permet une exposition positive aux volatilités implicites et pourrait également offrir de nombreuses possibilités en matière de couverture du delta et de gestion active.

Achat d'une option d'achat USD / d'une option de vente JPY 1 an de prix d'exercice 95,00, prime payée de 119 pips (référence au comptant 84,30)

Les options de vente à faible delta sur le JPY ont été extrêmement prisées par les investisseurs depuis que la parité USDJPY au comptant est nettement passée en-dessous des 95-100... et comme toujours avec les options (et le trading), le timing est crucial. Il pourrait sembler étrange d'initier une position haussière sur l'USD en dépit des mesures interrompues d'assouplissement quantitatif, mais nous pensons que la situation du Japon ne justifie pas de se positionner à l'achat sur le JPY.

*Vente d'options de vente XAU / d'options d'achat USD 1 an, prime reçue de 71,5 dollars par once*

Notre seule et unique position vendeuse de volatilité se situe dans les métaux. Selon nous, l'or (de même que d'autres métaux précieux) va conserver son statut de valeur refuge l'an prochain (s'il est vrai que l'on peut imprimer des USD, la transmutation des métaux de base en or s'avère légèrement plus difficile !). C'est pourquoi nous vendons volontiers des options de vente sur l'or afin de bénéficier du niveau élevé de la volatilité implicite.

## ACTIONS : LES INTERVENANTS HAUSSIERS RESTERONT-ILS À LA MANŒUVRE ?

Alors que nous entrons dans la phase mature du cycle des bénéfiques, nous pensons que les marchés actions génèreront des performances honorables en 2011. Si les Etats-Unis connaissaient par exemple une période de reprise cyclique, les marchés pourraient y voir une raison suffisante pour continuer à rechercher les actifs risqués, même si la croissance des bénéfiques pourrait se révéler plus atone que ne l'anticipe le consensus. Nous voyons l'indice MSCI World à 1 400 points fin 2011, soit une progression de 10 % par rapport à son niveau fin 2010 (env. 1 275 points).

### LES CATALYSEURS

La croissance économique devrait se poursuivre en 2011, en particulier aux États-Unis et dans les pays émergents. Un élément particulier nous conduit à tabler sur une nette progression des Bourses en 2011 : le regain de confiance des investisseurs et des dirigeants d'entreprises dans la viabilité de la reprise économique. Dans ce contexte, les dirigeants d'entreprises devraient commencer à recourir de nouveau à l'endettement, à dépenser davantage en recrutements et à augmenter leurs dépenses d'investissement, ce qui serait favorable à la croissance des bénéfiques et doperait l'appétence pour le risque actions. Dans la mesure où les investisseurs salueront ces initiatives — puisqu'elles amélioreraient la rentabilité des sociétés —, elles se traduiront par une hausse des valorisations due à la dissipation des incertitudes sur la capacité des entreprises à générer des cash flows. La hausse des valorisations devrait donc être l'un des principaux moteurs des performances des marchés actions en 2011.

Normalement, à ce stade du cycle des bénéfiques, les marges atteignent leur niveau maximum alors que les chiffres d'affaires ne sont pas encore réellement re-

dressés. Cette fois-ci néanmoins, nous ne tablons pas sur une forte hausse des chiffres d'affaires, car la demande finale des pays développés sera atone. Les marges devraient donc continuer à augmenter de manière très progressive mais à un rythme moindre que lors des années précédentes. C'est pourquoi nous jugeons les prévisions de croissance du consensus trop optimistes. Ces derniers prévoient en effet une croissance de 15 % à l'échelle mondiale alors que nous ne visons que 7 %. Compte tenu des estimations de hausse de seulement 6 % des chiffres d'affaires à l'échelle mondiale, seule l'augmentation des marges pourra stimuler la croissance des bénéfiques. Le dernier pic des marges date de 2006, mais cela avait correspondu à des conditions macroéconomiques pour le moins inhabituelles. Si ce contexte propice à une forte hausse des marges n'est plus présent aujourd'hui, ces dernières devraient toutefois augmenter lentement.

L'une des principales sources de performances sur les marchés actions l'an prochain sera le ré-endettement des bilans des entreprises. La rentabilité des capitaux propres restera comprimée par des soldes de trésorerie actuellement très élevés alors que les marges bénéficiaires atteignent des niveaux records. Afin de protéger leur rentabilité, les entreprises vont commencer à augmenter leur levier en procédant à des recrutements, des plans de rachats d'actions, des versements de dividendes et à des opérations de fusions-acquisitions. Cela se traduira par une hausse des multiples de valorisation, principal catalyseur de la progression des actions en 2011. Et la marge de manœuvre pour les ratios cours/bénéfices est considérable ; actuellement, le ratio cours/bénéfice estimé à 1 an de l'indice MSCI World est inférieur de 30 % à sa moyenne historique à long terme et même en prévoyant une croissance modeste de 7 % des

### Prévisions de Saxo Banque sur les grands indices : Prévisions à fin 2011.

Indice	S&P500	DJSTOXX600	Nikkei225	MSCI EM
Prévision à fin d'année	1 420	315	11 400	1 350
Retour sur investissement	13,6%	12,5%	10,2%	19,4%

Source : Bloomberg et Saxo Bank Strategie & Recherche.

bénéfices, le ratio implicite cours/bénéfice de l'indice serait alors de 12,8, lui offrant ainsi toutes les chances de progresser encore un peu, et de contrebalancer la décélération de la croissance des bénéfices.

### Etats-Unis : les actions vont encore progresser

Les indicateurs de valorisation de l'indice américain S&P500 montrent que les actions américaines restent attractives car les bénéfices se sont redressés plus vite que les cours. Pour 2011 et 2012, nous prévoyons un bénéfice par action de 92 USD et de 99 USD respectivement, soit une croissance des bénéfices de 9,5 % et de 7,6 %. Nos estimations sont inférieures à celles du consensus, qui prévoit un BPA de 96 USD en 2011 et 108 USD en 2012. D'ici un an, nous voyons le S&P500 à 1 420 points, soit un gain annuel de plus de 13 %. Deux-tiers de ce gain viendrait de la croissance des bénéfices et un tiers de la hausse des multiples.

Le contexte macroéconomique devrait être favorable aux bénéfices des entreprises américaines. Les coûts d'emprunt sont très bas – les taux des Fed Funds sont proches de zéro et cela ne devrait pas évoluer en 2011. Nos prévisions d'inflation sont également basses : nous tablons sur un taux d'inflation officielle moyen de 1,4 %, nettement en deçà de l'objectif de 2 % de la Fed. Quant au PIB, il devrait selon nous croître de 2,7 % en glissement annuel. Ces grandes tendances constitu-

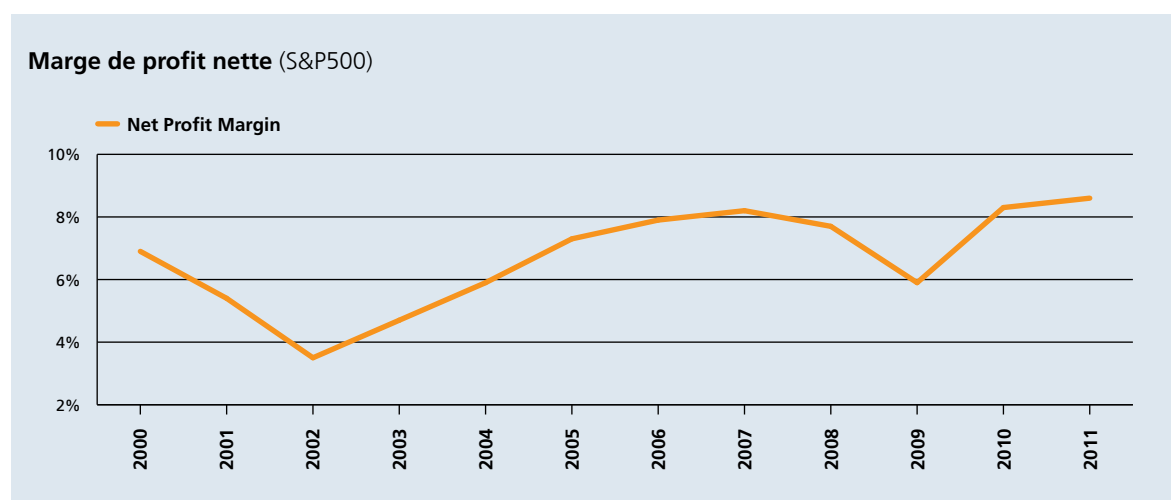
eront un environnement macroéconomique favorable pour les actions.

### CROISSANCE DES CA, MARGES BÉNÉFICIAIRES ET RÉSULTATS

En 2010, nous avons tablé sur une faible croissance des chiffres d'affaires, mais sur une bonne progression des marges ; le scénario inverse devrait s'appliquer en 2011. A long terme, les ventes devraient surtout profiter de la croissance du PIB, qui devrait selon nous être proche de 2,7 % cette année. Cette tendance devrait stimuler la demande intérieure et contribuer à la croissance des chiffres d'affaires des entreprises du S&P500. Nous prévoyons une croissance des chiffres d'affaires de 6,5 %, alors que le consensus anticipe expansion de 6,8 %.

En 2010, nous avons été surpris par la vigueur du rebond des marges bénéficiaires. La réaction des entreprises à l'essoufflement de l'économie ces dernières années a tout simplement été étonnante. Lors de la reprise, les marges se sont rapidement redressées ; en ce début d'année, la question consiste donc à savoir si cette tendance peut se poursuivre. Notre réponse est un « non » définitif.

La faiblesse des taux d'intérêt, la possibilité de refinancer les dettes à des coûts plus faibles et l'accélération de la croissance du PIB devraient se traduire par une nouvelle augmentation des marges en 2011, mais à un rythme



Source : Thomson-Reuters Data-Stream et Saxo Bank Strategie & Recherche.

moins soutenu. Le principal frein sera l'augmentation des coûts des facteurs de production. Les prix des matières premières vont probablement augmenter, notamment ceux des métaux industriels, ce qui réduira la croissance des marges. Si l'on ajoute à cela de nouvelles hausses de la productivité, qui entraîneront des revalorisations salariales, et l'on comprend mieux pourquoi la croissance soutenue des marges ne se poursuivra pas en 2011. Le consensus table sur une croissance de 9 % des marges bénéficiaires des entreprises du S&P500 (hors valeurs financières), alors que nous anticipons une progression de 8,6 %.

Outre la croissance des chiffres d'affaires et le maintien de marges bénéficiaires élevées, un autre facteur va contribuer à la croissance des bénéfices en 2011. La part des trésoreries dans l'actif des entreprises du S&P500 (hors valeurs financières) s'établit à 10,8 %, un niveau record. Ce ratio devrait selon nous baisser en 2011 car les entreprises vont chercher à doper la croissance de leurs bénéfices via des rachats d'actions, des opérations

volonté des investisseurs de prendre des risques. Les risques macro qui ont caractérisé 2010, notamment les craintes de contagion de la crise de la dette souveraine de l'Europe vers le reste du monde, ont augmenté le coût des capitaux propres et exercé des pressions sur les valorisations, les investisseurs hésitant à se positionner sur des actifs risqués. Ces risques sont toujours présents mais la reprise économique devrait les neutraliser et renforcer la confiance des investisseurs dans une croissance robuste sur le long terme.

#### PRÉFÉRENCES SECTORIELLES

Au premier semestre, nous allons essayer de surfer sur la « vague pro-cyclique » et de nous exposer aux sociétés des secteurs de l'énergie, de la technologie et des matériaux de base. Ces secteurs seront en effet les grands bénéficiaires des nouveaux signes de reprise économique. Nous privilégierons également les sociétés dont l'essentiel des ventes est généré en dehors des États-Unis et, de préférence, sur les marchés émergents. Au second semestre 2011, nous

#### Prévisions Saxo Banque sur le S&P500 (hors valeurs financières)

Indice	Croissance Ca (en GA)	Marge d'exploitation (niveau)	Croissance des bénéfices (en GA)
S&P500	6,5%	8,6%	9,5%

Source : Thomson-Reuters Data-Stream et Saxo Bank Strategie & Recherche.

de rapprochement et des dépenses d'investissement.

#### LA CROISSANCE DES MULTIPLES JOUERA UN RÔLE MAJEUR EN 2011

En supposant une croissance nulle des multiples en 2011, notre objectif annuel serait de 1 370 points pour l'indice S&P500. Mais puisque le PER du S&P500 est actuellement de 13,6 (estimations BPA 2011) et que les taux d'intérêt sont très bas, cela implique un multiple entre 14 et 16. Ainsi, le potentiel de hausse des PER est important, lequel devrait se traduire par une progression des cours. Le principal catalyseur des multiples sera le coût des capitaux propres, directement lié à la

devrions assister à une rotation sur les marchés actions correspondant à une phase intermédiaire du cycle des bénéfices. Nous comptons donc nous exposer à des valeurs des secteurs de la santé et de l'industrie.

#### Europe : une croissance atone des bénéfices

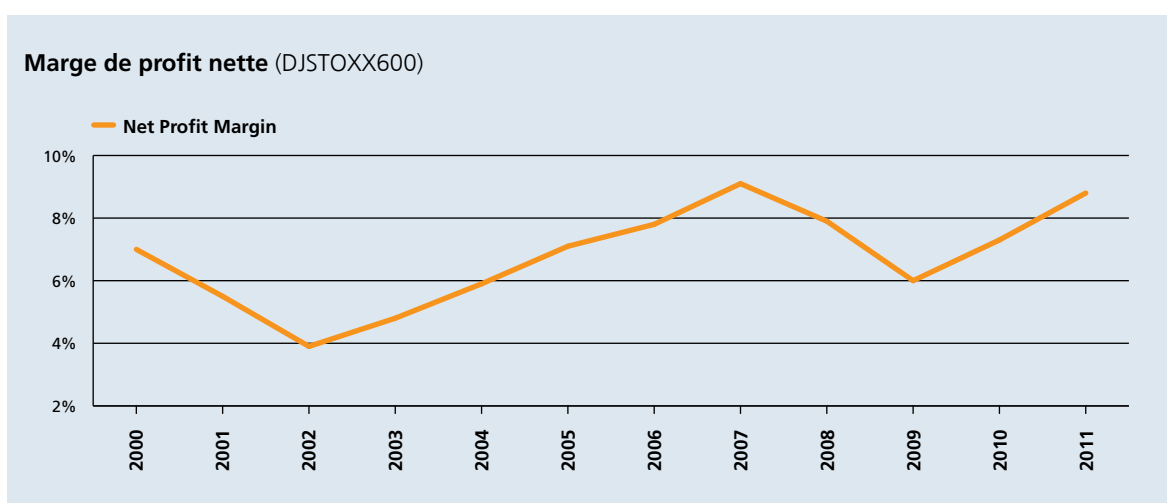
La principale différence avec les États-Unis tiendra à un taux de croissance plus faible en zone euro et au Royaume-Uni. Les sociétés de l'indice DJSTOXX600 génèrent environ 62 % de leur chiffre d'affaires au sein de



la zone euro ou outre-Manche ; compte tenu des maigres perspectives de croissance économique en Europe, la croissance des bénéfices devrait pâtir du ralentissement de la croissance des ventes. En termes de valorisation, l'Europe devrait emboîter le pas des États-Unis avec une hausse des cours alimentée par l'augmentation des multiples. Pour 2011, nous prévoyons un BPA de 23,9 EUR pour les sociétés du DJSTOXX600 et 25,9 EUR pour 2012, ce qui implique une croissance des bénéfices de 7,2 % et de 8 %, respectivement. Nos estimations sont inférieures à celles du consensus, qui prévoit un BPA de 25,7 EUR en 2011 et 28,8 EUR en 2012.

soutenus par l'embellie macroéconomique qu'aux États-Unis. Nous prévoyons une croissance des ventes de 5 % en Europe, contre 6,5 % outre-Atlantique.

Le potentiel de hausse des marges en Europe est toutefois plus important qu'aux États-Unis. Les mesures de rationalisation des groupes européens n'ont pas été aussi efficaces que celles de leurs homologues américains, en raison notamment de marchés du travail plus rigides. Nous prévoyons une croissance des marges de 12,9 % en 2011 alors que le consensus table sur 16 %. Cela correspond à une marge estimée à 8,8 % pour



Source : Thomson-Reuters Data-Stream et Saxo Bank Strategie & Recherche.

Nous voyons le DJSTOXX600 à 315 en fin d'année, soit une performance annuelle proche de 12,5 %, générée pour moitié par la croissance des bénéfices et par l'augmentation des PER. Par rapport aux États-Unis, l'augmentation des PER aura donc un impact plus important sur les actions européennes..

#### **CROISSANCE DES CA, MARGES BÉNÉFICIAIRES ET RÉSULTATS**

La configuration macroéconomique en zone euro n'est pas favorable à la croissance des bénéfices puisque 62 % des revenus des entreprises du DJSTOXX600 viennent de la zone euro et du Royaume-Uni. Alors que nous prévoyons une croissance du PIB de 1,4 % et de 2 % pour la zone euro et le Royaume-Uni, respectivement, les bénéfices de ces sociétés ne seront pas aussi

les sociétés du DJSTOXX600, soit légèrement plus que celles du S&P500 (8,6 %). Malgré une hausse plus importante des marges en Europe, la croissance en demi-teinte des chiffres d'affaires aura un impact marqué. Par conséquent, cela augure une croissance des bénéfices de 7,2 % pour le DJSTOXX600, contre un taux de croissance des bénéfices attendu de 9,5 % pour le S&P500.

#### **LA CROISSANCE DES MULTIPLES JOUERA UN RÔLE MAJEUR EN 2011**

Par rapport à l'indice S&P500, les actions européennes (DJSTOXX600) devront recevoir un soutien plus appuyé des multiples de valorisation pour atteindre leur objectif de fin d'année. Et cela est loin d'être improbable. Notre prévision de BPA 2011 indique un PER à terme (1 an) à 11,7, alors que dans ces conditions de marché,

**Prévisions Saxo Banque sur le DJSTOXX600 (hors valeurs financières)**

<b>Indice</b>	<b>Croissance CA (en GA)</b>	<b>Marge d'exploitation (niveau)</b>	<b>Croissance des bénéfices (en GA)</b>
DJSTOXX600	5,0%	8,8%	7,2%

Source : Thomson-Reuters Data-Stream et Saxo Bank Strategie & Recherche.

il devrait plutôt être de 13-14, ce qui laisse augurer un potentiel de hausse important pour les actions. Le facteur déclencheur pourrait être une confiance accrue des investisseurs dans les perspectives de rebond économique, dans une moindre mesure toutefois en Europe par rapport aux autres grands pays développés.

de croissance plus faibles qui pèsent sur la croissance des chiffres d'affaires (cf. ci-avant). Les principaux bénéficiaires de la légère accélération de la croissance des États-Unis et des pays émergents sont les sociétés exportatrices dont l'essentiel des ventes est généré en dehors de la zone euro ou du Royaume-Uni.

**EUROPE : DES PERSPECTIVES PLUS FAIBLES QUE SUR LES AUTRES MARCHÉS**

A l'échelle mondiale, les actions européennes semblent assez fragiles, en raison notamment de perspectives

## UN DÉBUT D'ANNÉE SUR LES CHAPEAUX DE ROUES, MAIS DES RISQUES SE PROFILENT À L'HORIZON

Le secteur des matières premières a clôturé l'année 2010 de manière magistrale, les capitaux bon marché et l'amélioration des perspectives économiques ayant contribué à soutenir les matières premières cycliques telles que les métaux de base et les produits énergétiques. Les intempéries climatiques tout au long de l'année ont eu pour conséquence de limiter l'offre de produits agricoles qui a, ainsi, bien du mal à répondre à la demande, d'où la possibilité de nouvelles hausses des cours.

Les prix des matières premières semblent appelés à poursuivre leur marche en avant au premier semestre 2011, l'indice TR Jefferies CRB pourrait enregistrer une nouvelle progression à deux chiffres. La demande en provenance des pays émergents tels que la Chine, le Brésil et l'Inde devrait rester soutenue, tandis que les nouveaux signes attestant d'une reprise aux États-Unis vont avoir pour effet de renforcer la compétition pour les ressources de base.

Pour autant, nous anticipons un risque de « surréaction » des prix des matières premières en raison de cette croissance concomitante en Chine et outre-Atlantique. La dernière fois que cela s'est produit en 2008, les prix des matières premières s'étaient envolés avant de s'effondrer, l'économie mondiale ayant plié dans le sillage du choc des prix.

Parmi les facteurs susceptibles d'avoir un impact négatif sur les prix des matières premières figurent aussi le risque persistant de défauts sur la dette souveraine - lequel a conduit à des corrections à deux reprises en 2010 -, la possibilité de voir Pékin durcir encore ses mesures afin de ralentir la croissance économique du pays et, comme nous le prévoyons, le regain de vigueur du dollar.

L'extraordinaire développement des ETF et des fonds indiciels sur matières premières se poursuit, et ce, alors que les encours des investisseurs ont atteint de nouveaux records en 2010. L'extrême faiblesse des taux réels va continuer à soutenir les investissements dans des produits alternatifs tels que les matières premières. Les tensions sur l'offre physique ont conduit plusieurs matières premières à présenter un déport (« backwardation »), les prix des contrats à échéance rapprochée

devenant dès lors supérieurs au prix des contrats à échéance plus éloignée. Il s'agit là d'une situation favorable aux investissements passifs via des ETF et des fonds indiciels dans la mesure où le coût de renouvellement des positions sur les contrats à terme de ces mêmes matières premières a de ce fait disparu.

### LE PRIX AU COMPTANT DU PÉTROLE BRUT WTI

Vers la fin 2010, les stocks mondiaux d'énergie ont commencé à se réduire rapidement. Cela a permis aux prix du pétrole brut de se hisser à des niveaux inédits depuis deux ans ; il s'agit là de la principale raison pour relever les estimations de prix du brut pour 2011. L'amélioration des indicateurs économiques aux États-Unis, le premier pays consommateur d'or noir, a largement contribué à cette tendance.

Au mois de décembre, le prix au comptant est passé au-dessus du prix à terme pour la première fois en deux ans, la baisse des stocks due à l'augmentation de la demande ayant conduit à une modification de la courbe à terme. Une fois encore, cela va permettre d'améliorer les performances des investissements passifs dans des ETF et des fonds indiciels, et soutenir les prix.

Puisque la demande mondiale de pétrole devrait rester aussi soutenue qu'en 2010, le prix du brut est selon nous susceptible de s'établir dans une fourchette comprise entre 80 et 100 dollars en 2011 ; il existe même une faible probabilité de le voir franchir le cap des 100 dollars, avant de corriger. Les pays de l'OPEP, dont les capacités inutilisées s'élèvent à six millions de barils par jour, ont indiqué que le seuil des 90 dollars représentait la limite supérieure de leur zone de confort et que toute hausse durable au-delà de ce prix pourrait provoquer une intervention de leur part. La position spéculative longue sur le pétrole brut étant à son plus haut niveau historique, elle constituera probablement l'une des plus sérieuses sources d'inquiétudes à l'avenir, dans la mesure où elle peut conduire à des corrections brutales.

### LE PRIX AU COMPTANT DE L'OR

Nous pensons que l'or peut encore s'apprécier et atteindre les 1 600 dollars au cours des 12 prochains mois.

L'or est devenu extrêmement prisé par les investisseurs au cours des dernières années et cette situation, conjuguée à nos prévisions de hausse du dollar, constitue le principal risque pesant sur la hausse des cours. Dans ces conditions, le prix du métal jaune va se montrer volatil à certains moments, avec des corrections de 5 à 10 %, mais son orientation générale sera bel et bien à la hausse.

Les facteurs ayant porté l'or à son plus haut niveau nominal historique en 2010 devraient persister et une performance positive pour la 11<sup>ème</sup> année consécutive est tout à fait possible. Les banques centrales sont devenues acheteuses nets d'or pour la première fois depuis 20 ans en 2010, surtout celles des pays émergents comme la Chine et l'Inde. Dans le même temps, les groupes miniers ont arrêté de vendre à terme leur production.

Selon une idée reçue, l'or constitue une protection contre l'inflation. Nous pensons que cela est inexact... l'or protège de l'instabilité. L'assouplissement quantitatif mis en œuvre par la Réserve fédérale américaine a accru la demande en protections contre la possible menace de la déflation ou de l'inflation potentiellement générée par la croissance de la masse monétaire. La crise de la dette souveraine en Europe n'est toujours pas résolue et elle continue à attirer les acheteurs de valeurs refuges.

Investir dans l'or est devenu beaucoup plus facile pour les particuliers au cours des deux à trois dernières années, et même tellement aisé que les avoirs totaux en or détenus par les ETF dépassent les 2 000 tonnes, soit plus de deux fois la quantité de réserves d'or de la Chine. Ces types d'investissements ne font pas appel à l'effet de levier et seront donc conservés par les investisseurs

en tant qu'investissements à long terme tout comme les actions, réduisant par là-même quelque peu la volatilité et les risques accompagnant généralement les investissements avec effet de levier dans l'or, via les contrats à terme.

### **LE MAÏS**

Les récoltes bénéficiant des meilleurs fondamentaux sont celles du maïs dont les stocks sont à des niveaux inédits depuis 15 ans en raison de la baisse des rendements et de la vigueur de la demande, surtout pour la production d'éthanol et la fabrication d'aliments pour animaux. En 2010, plus de 35 % de la production américaine de maïs a servi à la production d'éthanol, un élément qui, compte tenu de prévisions d'une hausse des prix des carburants en 2011, ne va pas manquer de soutenir les prix de l'éthanol/du maïs. La demande d'aliments pour animaux à base de maïs a également augmenté, particulièrement en Chine où l'amélioration du niveau de vie des habitants a contribué à faire évoluer leurs habitudes alimentaires en faveur de la viande (et le maïs est une céréale appréciée pour la nourriture du bétail et des volailles).

Les prix des céréales et du soja ont considérablement augmenté en 2010, aidés en cela par les intempéries climatiques exceptionnelles dans le monde entier qui en ont limité l'offre, alors même que la demande augmentait sensiblement. La Chine a accru ses importations de soja et est devenue un pays importateur net de maïs pour la première fois depuis plusieurs années. L'offre devrait rester tendue en 2011 également, mais dans la mesure où la hausse des prix devrait provoquer une augmentation de la production, les prix sont donc attendus à des niveaux élevés mais stables, à moins que de nouvelles intempéries climatiques surviennent.

## QUELLES MESURES PRENDRE ? 10 RECOMMANDATIONS POUR ASSURER LA STABILITÉ FINANCIÈRE ET LA CROISSANCE

Si tout laisse à penser que les grandes économies continueront à enregistrer une croissance relativement molle en 2011, nous craignons surtout le fait que cette reprise ait lieu sur des bases fragiles, à savoir un endettement public extrême et le soutien artificiel des politiques expansionnistes des banques centrales et leurs procédés comptables. Nous vous proposons ci-dessous 10 mesures que nous jugeons nécessaires pour remettre les grands pays développés sur le chemin de la croissance économique. Nous savons très bien que ces mesures ne seront pas mises en œuvre. Mais si les autorités compétentes venaient simplement à s'en inspirer en ce début d'année, cela serait une grande victoire pour l'économie et montrerait que les grands dirigeants de ce monde ont quelque peu retrouvé la raison.

- Tous les actifs des banques doivent être évalués aux prix de marché. Si certains actifs sont illiquides, un dixième de la position devrait être vendu sur le marché et le prix en résultant devrait être utilisé pour évaluer le reste de la position au bilan. Cette démarche permettra de contribuer à restaurer la confiance dans le système financier.
- Les banques révélées insolvable après avoir évalué leurs actifs aux prix de marché devraient être fermées via une procédure normale et classique de faillite ou, dans l'hypothèse où elles sont « trop grosses pour faire faillite », passer sous le giron de l'État qui devrait supprimer tous les fonds propres, laisser les détenteurs d'obligations subir des pertes, convertir les obligations en actions et puis laisser les banques s'introduire à nouveau en bourse en émettant de nouvelles actions. Si cette dernière étape n'est pas suffisante, les déposants devraient également mettre la main à la poche et leurs liquidités devraient alors être converties en actions. Cela permettrait ainsi de réduire le risque moral et de laisser les spéculateurs inconscients assumer la responsabilité de leurs actes, plutôt que de faire payer les contribuables.
- Toutes les garanties des États en faveur du secteur financier devraient être supprimées. Notamment en matière d'assurance des dépôts et des émissions obligataires. Il devrait être clairement énoncé qu'il revient à toute banque en situation de faillite de se débrouiller seule. Aucune banque ne devrait être « trop grosse pour faire faillite » et chaque établissement devrait être soumis à la discipline rigoureuse du marché (interbancaire).
- Le conseil d'administration de la banque devrait être rendu personnellement responsable si la banque qu'il contrôle devient insolvable (comme c'était le cas avec les précédentes sociétés de personnes dans le secteur financier). Cette initiative incitera les conseils d'administration à agir de manière responsable et sans prendre de risques inconsidérés.
- Tous les budgets des gouvernements devraient être immédiatement équilibrés au travers d'une baisse des dépenses. Un exercice certes peu agréable, mais qui devrait être entrepris afin de stabiliser les marchés de la dette souveraine. Les coupes devraient porter en priorité sur les régimes de protection sociale et de retraite qui sont nettement sous-financés et irréalistes par rapport aux futures bases d'imposition. Cette mesure permettra aux gouvernements de diminuer leurs coûts d'emprunt et d'assurer le service de leur dette.
- Les gouvernements devraient sensiblement baisser les impôts (en particulier sur le revenu et sur le capital) d'ici deux ans. Cette initiative permettra de rendre disponibles des capitaux pour les petites et moyennes entreprises qui contribuent le plus à la croissance du PIB et à l'utilisation de la main-d'œuvre. Dans le même temps, elle incitera les chômeurs à travailler et à ne plus dépendre de l'aide publique.
- Les banques centrales devraient durcir leur politique monétaire afin de stimuler l'épargne et décourager le financement par l'emprunt. Cette mesure aidera à clarifier les marchés de l'épargne et de l'investissement.---
- Les charges d'intérêt ne devraient pas être déductibles des impôts afin de ne pas trop encourager un financement par l'emprunt excessif.
- Toute déflation en résultant devrait être bien accueillie dans la mesure où elle permet d'obtenir des produits moins chers et de restaurer la compétitivité sur les marchés d'exportation.
- On devrait également laisser les salaires diminuer, les coûts unitaires du travail (en PPA) étant beaucoup trop élevés dans les pays occidentaux.

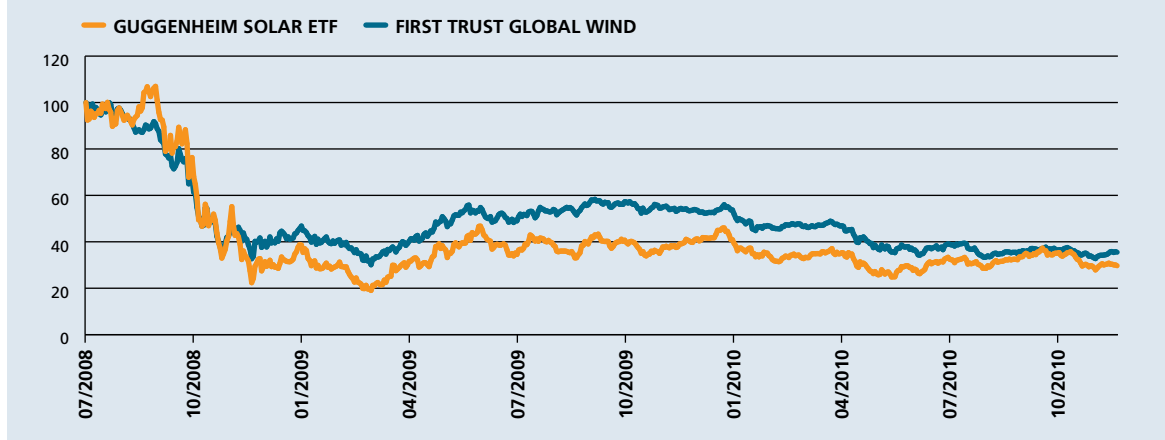
## NOTE SPÉCIALE : L'ÉNERGIE SOLAIRE VA-T-ELLE RAYONNER EN 2011 ?

Malgré l'échec du sommet de Cancun (Mexique) sur les différentes questions liées au changement climatique, les grands bouleversements climatiques et les politiques énergétiques restent des thèmes très sensibles dans le monde entier. Selon nous, le soleil devrait briller sur les valeurs solaires en 2011 avec un potentiel d'appréciation d'au moins 50 % par rapport à leurs niveaux actuels. Elles devraient bénéficier de la vigueur de la demande,

pourrait être ainsi synonyme de baisse des bénéfices pour l'industrie.

Nous pensons que le marché est bien trop pessimiste à cet égard et les dernières perspectives concernant la demande en 2011 des grands groupes solaires First Solar et Trina Solar semblent indiquer une augmentation de la demande en 2011, même en Europe en dépit

Evolution des cours de l'industrie solaire et éolienne (2008-2010)



Source : Bloomberg. Nos calculs.

de l'augmentation des multiples de valorisation, de la stabilité des perspectives politiques et de la baisse des coûts de production.

### LES VALEURS SOLAIRES VONT RENAÎTRE TEL LE PHÉNIX DE SES CENDRES

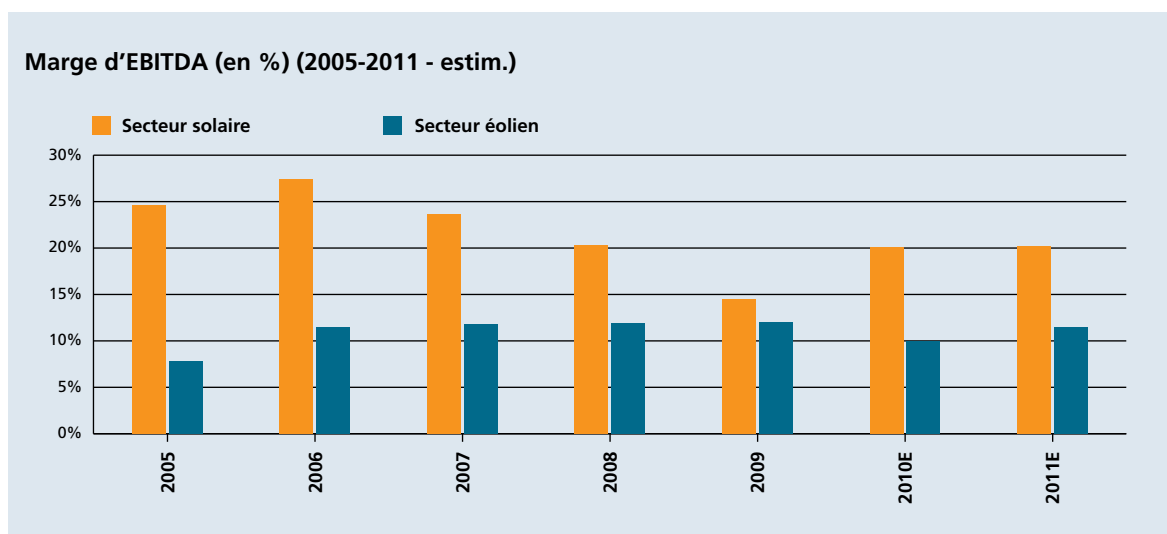
Les dernières années ont été extrêmement rudes pour les secteurs solaire et éolien, comme en témoignent le parcours des trackers Guggenheim Solar ETF et First Trust Global Wind Energy ETF, qui répliquent les performances des secteurs de l'énergie solaire et de l'énergie éolienne. Les indices restent inférieurs de 60 à 70 % par rapport à leurs niveaux de l'été 2008 et ont connu une année 2010 relativement médiocre.

Les valorisations des entreprises du secteur de l'énergie solaire ont pâti des craintes entourant la surabondance d'offre par rapport à la demande, une tendance qui

des craintes concernant les subventions et la réduction des budgets. Selon nous, lorsque les bénéfices trimestriels en 2011 seront publiés, le marché va alors changer d'avis à l'égard des valeurs solaires et faire s'envoler le ratio cours/bénéfice du secteur qui, à l'heure actuelle, s'établit à seulement 9,6 environ sur 12 mois glissants. Un secteur dont la demande est attendue en hausse de 9,6 % par an jusqu'en 2030 ne mérite pas d'être valorisé à 9,6 fois les bénéfices, la croissance de ces derniers excédant normalement celle des volumes (la demande) en raison d'une meilleure efficacité opérationnelle et grâce à des programmes de rachat d'actions plus tard dans le cycle de développement du secteur en question.

### POURQUOI PRÉFÉRONS-NOUS LE SOLEIL AU VENT ?

Comparons les prix de marché et nos prévisions. Les revenus du secteur solaire devraient croître de 22,5 % en 2011, contre 15,4 % pour l'éolien. Les bénéfices du solaire pourraient augmenter de 28,7 % et ceux de l'éolien s'envoler



Source : Bloomberg. Nos calculs.

de 71 %. La croissance soutenue des bénéfices de l'éolien est due à un effet de base favorable (baisse des bénéfices en 2010). Avec un ratio cours/bénéfice estimé en 2011 à 7,5 pour le secteur solaire et à 15 pour le secteur éolien, la marge de sécurité des valeurs solaires est ainsi bien plus grande. Le ratio cours/bénéfice estimé actuel des valeurs solaires montre que les investisseurs doutent du taux de croissance de leurs bénéfices, et c'est précisément ce qui leur confère leur potentiel d'appréciation. Si l'industrie solaire parvient à une croissance des bénéfices proche de 28,7 %, voire même de seulement 15 %, les valorisations devraient ainsi fortement progresser. A l'inverse, le ratio cours/bénéfice estimé actuel de 15 des valeurs éoliennes sur la base d'une hausse anticipée de 71 % des bénéfices rend les entreprises du secteur de l'énergie éolienne tout à fait inintéressantes par comparaison à leurs homologues du solaire. Si l'industrie éolienne ne tient pas ses promesses, les valeurs seront alors sous pression tout au long de l'année 2011, sauf si les estimations de bénéfices en 2012 sont revues en forte hausse.

Du point de vue de la rentabilité, l'industrie solaire est là-aussi plus attractive que le secteur éolien. Les valeurs solaires ont historiquement enregistré des taux de rentabilité des capitaux propres légèrement inférieurs à ceux des valeurs éoliennes en raison d'un endettement et de taux d'utilisation des actifs moins élevés. Cette situation est sur le point de changer et l'industrie solaire devrait

générer des taux de rentabilité des capitaux propres plus élevés que le secteur éolien en 2010 et 2011 à la faveur de l'augmentation des taux d'utilisation des actifs et de marges bénéficiaires sensiblement plus élevées.

En règle générale, le secteur de l'énergie solaire présente des marges d'exploitation (EBITDA) supérieures et un endettement inférieur au secteur de l'énergie éolienne. Cela indique une situation concurrentielle plus saine et si le secteur de l'énergie solaire réussit à accroître les taux d'utilisation des actifs, la rentabilité des capitaux propres pourrait aisément franchir le seuil des 15 % en 2012.

La prolongation du programme 1603 aux États-Unis va soutenir la demande en 2011 et 2012. Il devrait également permettre de compenser le fléchissement attendu de la demande en Espagne et en Allemagne sous l'effet de la réduction de la voilure des subventions.

Compte tenu du caractère optimiste des prévisions pour 2011 de toutes les entreprises de l'industrie de l'énergie solaire, de la faiblesse des valorisations, de l'augmentation des taux d'utilisation des actifs et de la stabilité des marges d'EBITDA, nous pensons que les valeurs solaires devraient s'inscrire en forte hausse en 2011, sous l'effet de l'expansion des multiples de valorisation, elle-même due à la vigueur des bénéfices.

### COMMENT JOUER LES VALEURS SOLAIRES ?

Il est possible de jouer les valeurs solaires par l'intermédiaire du tracker Guggenheim Solar ETF qui est constitué d'un large éventail d'entreprises américaines, européennes et asiatiques : des producteurs purs de tranches et de panneaux photovoltaïques jusqu'aux vendeurs finaux, en passant par les fabricants des nouveaux films solaires à couche mince. L'ETF offre ainsi une grande diversification, mais pas nécessairement les performances les plus élevées.

Un autre moyen consiste à investir dans des valeurs individuelles. Sur la base des prévisions de croissance des chiffres d'affaires, des marges et des bénéfices en 2011, les entreprises suivantes apparaissent attrayantes compte tenu de la faiblesse de leurs ratios cours/bénéfices estimés et de la hausse attendue de leurs marges d'EBITDA qui devrait s'avérer supérieure à la moyenne du secteur : JA Solar Holdings Co. (4,62), Solarfun Power Holdings Co. (4,90), LDK Solar Co. (5,44), Trina Solar (6,39) et GCL Poly Energy Holdings Ltd.

### L'ÉVALUATION DES RISQUES

Investir dans des entreprises de l'industrie solaire est certes synonyme d'un important potentiel d'appréciation, mais implique également certains risques tels que les risques relatifs à l'environnement politique, aux taux de change, à la demande et à l'offre.

Le risque politique en matière d'investissement dans des valeurs solaires est élevé, l'industrie étant encore fortement dépendante des subventions publiques. L'Allemagne évoque la possibilité d'une baisse des tarifs de rachat de 16 % pour les systèmes photovoltaïques à compter du 1er juillet 2011 ; les décisions politiques représentent donc manifestement un facteur de risque important. Mais, à mesure que l'électricité issue du photovoltaïque deviendra plus compétitive par rapport à l'électricité générée par les réseaux électriques, le risque politique va toutefois lentement s'atténuer et se traduire par une diminution de la prime de risque des valeurs solaires. Grâce à la prolongation du programme 1603 décidée par le Président Obama, la stabilité politique est garantie à court terme aux Etats-Unis et toutes les conditions sont réunies pour permettre aux énergies

renouvelables de connaître un développement soutenu outre-Atlantique en 2011.

Compte tenu de la part de 75 % de l'Europe dans les nouvelles capacités de production d'énergie solaire installées en 2009, l'euro demeure un facteur de risque majeur. De fait, la plupart des chiffres d'affaires sont comptabilisés en euro alors que les coûts de production sont généralement libellés en yuan chinois ; d'où une forte corrélation entre les bénéfices et l'euro. Selon Bloomberg, les deux prévisionnistes les plus imminents et précis en matière de taux de change, Standard Chartered et Westpac Banking, sont tous les deux pessimistes à court terme à l'égard de l'euro et s'attendent à ce qu'il recule à 1,20-1,25 dollar d'ici la mi-2011. Les annonces de résultats pour le troisième trimestre des sociétés de l'industrie de l'énergie solaire montrent qu'elles pensent que la demande américaine va permettre de compenser la baisse de l'euro et de la demande dans la zone euro.

Les inquiétudes entourant la faiblesse de la demande en 2011 (surtout en Europe en raison de la réduction des tarifs de rachat et des tours de vis budgétaires) et l'excès de production de panneaux photovoltaïques ont jusque-là empêché les multiples de s'accroître en dépit de la hausse des bénéfices cumulés dans l'industrie solaire. Les toutes dernières prévisions concernant les commandes en 2011 viennent quelque peu contredire ces craintes. La reconduction des baisses d'impôts aux États-Unis va également contribuer à stimuler la demande d'énergie solaire.

### L'ÉNERGIE SOLAIRE REPRÉSENTE L'AVENIR

L'industrie de l'énergie solaire est passée d'un stade embryonnaire à un secteur en rapide développement avec de plus en plus d'économies d'échelle. Selon le rapport d'Exxon Mobil « Outlook for Energy – A View to 2030 », les énergies renouvelables, dont l'énergie solaire, sont appelées à croître à un rythme de 9,6 % par an jusqu'en 2030.

L'ingénieur en chef de General Electric, Jim Lyons, estime que l'électricité issue du photovoltaïque sera aussi compétitive que l'électricité qui émane des réseaux (la « grid parity ») dans les régions ensoleillées des Etats-Unis à l'horizon 2015 environ et que l'énergie solaire va



à terme être plus importante que l'énergie éolienne. Le principal facteur aidant à parvenir à cette « parité » est les coûts de production des panneaux photovoltaïques. Renewable Energy Corporation et Q-Cells, les deux premiers fabricants de cellules photovoltaïques, prévoient de continuer à abaisser leurs coûts de production l'an prochain.

Les compagnies d'assurance-vie contribuent également à soutenir la demande d'énergie solaire dans la mesure où elles ont pris pied sur le marché en tant que propriétaires et financeurs, les parcs photovoltaïques représentant une source de revenus relativement stables et indépendants des autres classes d'actifs. Avec des taux de rentabilité interne des projets solaires de l'ordre de 8 à 10 % et un risque relativement faible, l'énergie solaire est un excellent moyen pour les compagnies d'assurance de diversifier leurs revenus d'investissement.

Le potentiel de croissance est gigantesque. Le premier marché européen des panneaux photovoltaïques est actuellement l'Allemagne où l'énergie solaire compte pour environ 0,3 à 0,5 % seulement dans la production totale d'électricité. A l'échelle mondiale, les possibilités de développement de l'énergie solaire sont donc considérables.

#### **ABANDONNER L'IDÉOLOGIE ET PRIVILÉGIER LES PERFORMANCES**

Que le réchauffement climatique de la planète soit une véritable tendance ou pas, les énergies renouvelables sont là pour durer, les gouvernements du monde entier étant désireux de disposer de sources d'énergie plus propres et moins dépendantes des combustibles fossiles.

S'il est une leçon à tirer de la crise financière, c'est que lorsque les États et les banques centrales interviennent sur les marchés, ils ont tendance à le faire avec détermination et les investisseurs ne devraient pas sous-estimer l'impact de leurs interventions sur les opportunités d'investissement.

Notre message est le suivant : il ne faut pas mésestimer la volonté des gouvernements de soutenir l'industrie solaire dans le futur. Même si nous ne sommes pas partisans des subventions à certains secteurs, nous devons être réalistes. L'énergie solaire se rapproche à marche forcée de la « grid parity », la demande s'envole, les États ont besoin de cette source d'énergie, le secteur de l'énergie solaire sera concurrentiel de manière durable et sans subventions et son ampleur va, à terme, être de très loin supérieure à celle de l'industrie éolienne. En 2011, le soleil pourrait briller pour le solaire.

---

## UN ACCÈS AUX MARCHÉS BOURSIERS MONDIAUX 24H/24

---

Aujourd'hui, les investisseurs souhaitent accéder à tout moment à leur compte de trading pour ne pas rater de bonnes opportunités de trading. Avec les outils classiques de gestion des positions de bourse, vous ne pouvez pas gérer activement votre portefeuille : gamme de produits réduite, frais de transactions élevés, compte non accessible à distance... Saxo Banque offre des outils modernes d'investissement en ligne pour vous donner l'autonomie et l'information dont vous avez besoin.



### **SAXOTRADER : PLATE-FORME TÉLÉCHARGEABLE PLUSIEURS FOIS PRIMÉE**

SaxoTrader est l'une des plate-formes les plus complètes du marché. Utilisée par des traders professionnels du monde entier et des dizaines de milliers d'investisseurs particuliers, elle allie qualité d'exécution, sécurité des transactions, et offre la gamme de produits financiers la plus large de toute l'industrie du trading en ligne.

### **SAXOWEBTRADER : VERSION WEB ACCESSIBLE DEPUIS N'IMPORTE QUEL ORDINATEUR RELIÉ À INTERNET**

Plus accessible et moderne que jamais, SaxoWebTrader apporte la flexibilité qui manquait encore à SaxoTrader. Jamais une plate-forme de trading n'a fourni aux investisseurs un tel niveau de service. Véritable salle de marché en ligne et accessible 24H/24 de n'importe quel ordinateur connecté à internet, elle s'impose incontestablement comme une innovation majeure sur le marché mondial du trading et notamment pour les investisseurs français.

### **SAXOMOBILETRADER : VERSION MOBILE ACCESSIBLE DEPUIS I-PHONE OU MOBILE 3G**

SaxoMobileTrader est une plateforme de trading flexible pour ceux qui sont souvent loin de leur bureau ou en déplacement. Accessible depuis un iPhone™, un Blackberry™ ou un téléphone portable connecté à internet, SaxoMobileTrader offre l'intégralité de la gamme produits de Saxo Banque ainsi que des fonctionnalités de base sur les ordres et les graphiques.

---

## UNE LARGE GAMME DE PRODUITS POUR DIVERSIFIER SON PORTEFEUILLE

---

Les clients de Saxo Banque peuvent investir sur une très large gamme d'instruments financiers. CFD, Devises, Actions, Contrats à terme, ETF... sont accessibles directement depuis notre plate-forme en ligne. Nous offrons également la possibilité d'effectuer des placements obligataires ou dans des fonds gérés.



FOREX



CFD



ACTIONS



OBLIGATIONS



CONTRATS À TERME



*“ Ouvrir un compte chez Saxo Banque, c'est s'offrir  
une véritable salle de marché professionnelle en ligne ”*

Nicolas Charbonnier, Directeur Exécutif de Saxo Banque

## **CLAUSE DE NON-RESPONSABILITÉ**

### **AVERTISSEMENT LIÉ AU RISQUE**

Saxo Banque ou toute autre entité du groupe Saxo Bank A/S, ci après le Groupe, ne saurait être tenue responsable de toute perte découlant d'un investissement fondé sur toute recommandation, prévision ou autre information apparaissant sur les présentes. Le contenu de cette publication ne saurait être considéré comme une promesse explicite ou implicite, ou encore comme une garantie ou un engagement du Groupe que les clients tireront des bénéfices des stratégies décrites ou que les pertes découlant de la mise en œuvre des dites stratégies pourront ou seront limitées. Les transactions réalisées conformément aux recommandations contenues dans une analyse, et en particulier les investissements sur marge comme la négociation de devises ou l'investissement dans des produits dérivés, peuvent être très spéculatives et résulter en des pertes aussi bien que des profits, en particulier si les conditions envisagées dans l'analyse ne sont au final pas réunies.

### **SOURCES D'INFORMATIONS**

Le Groupe utilise des fournisseurs d'informations financières et les informations de ces fournisseurs peuvent être amenées à servir de fondement à une analyse. Le Groupe ne saurait être tenu responsable du niveau de précision ou d'exhaustivité de telles informations.

### **BASE D'ÉVALUATION OU MÉTHODOLOGIE UTILISÉE POUR ÉVALUER LES INSTRUMENTS FINANCIERS**

Toutes recommandations et autres commentaires inclus dans les analyses du Groupe proviennent de fondamentaux macro-économiques objectifs et de calculs spécifiques sur les entreprises, d'analyses statistiques ou techniques et/ou d'estimations générales subjectives des marchés.

### **TYPES DE RECOMMANDATIONS**

Si une analyse contient des recommandations d'acheter ou de vendre un instrument financier spécifique, de telles recommandations doivent être considérées comme constituant l'opinion du Groupe selon laquelle l'instrument en question sera plus performant ou le cas échéant moins performant que la moyenne du marché. Les recommandations du Groupe devraient statistiquement correspondre à une répartition équitable entre les recommandations d'achat et de vente.

### **EXPIRATION ET MISE À JOUR DES RECOMMANDATIONS**

Les recommandations peuvent avoir une durée de vie très limitée du fait de la volatilité du marché. Le Groupe estime que ses recommandations relatives aux devises ont une durée de validité d'un à trois jour(s), et que ses recommandations sur les actions et les opérations à terme ont quant à elles une durée de validité d'un à cinq jour(s). Une analyse ne sera mise à jour qu'en cas d'évolution du marché ou d'événement rendant une nouvelle analyse du même sujet pertinente. Les analyses du Groupe ne couvrent aucun produit financier spécifique de façon continue, mais uniquement des produits que l'équipe stratégie du Groupe considère comme devant faire l'objet d'une analyse à une période ou un instant donné(e).

Tous postulats sur lesquels des recommandations sont fondées peuvent être soumis à un certain degré d'incertitude et la remise en cause de l'un de ces postulats peut entraîner la caducité de la recommandation faite sur la base d'un tel postulat.

