

# Stratégie d'investissement

Société Générale Private Banking

Février-Mars 2011 - N° 41

Lettre de la Stratégie d'investissement

## Editorial

L'année 2011 a commencé sur une note positive avec des marchés résolument orientés à la hausse. Le regain d'activité dans le secteur manufacturier à l'échelle mondiale et les excellents résultats financiers des entreprises confortent l'optimisme des marchés. Les pays européens s'attendent à une solution pérenne à la crise de la dette européenne, même si le chemin à parcourir reste ardu. Si les pressions inflationnistes comme les risques géopolitiques devaient rester contenus, ce que nous escomptons, il faut s'attendre à une solide performance des actions en 2011 qui devrait dépasser celle des obligations privées à l'inverse des trois années précédentes.



Xavier Denis  
Stratégiste  
Société Générale  
Private Banking



- 1 Editorial
- 2 Recommandations du Comité d'Investissement
- 6 **Point Actualité: Mexique**
- 10 Focus sur les placements alternatifs

## ACTIONS

### La croissance mondiale en phase d'accélération soutient les perspectives d'activité et de profits des entreprises.

Les facteurs macro et microéconomiques se conjuguent pour soutenir les cours des actions sur les marchés développés. La croissance s'amplifie au-delà des attentes, en particulier aux Etats-Unis et en Allemagne. Les politiques monétaires devraient maintenir inchangés leurs taux directeurs en l'absence de pressions inflationnistes durables dans les pays développés. Enfin, les résultats des entreprises continuent de dépasser les anticipations des analystes de marché. Dans ce contexte, le sentiment général des investisseurs s'est fortement amélioré depuis la fin 2010, les incitant à réallouer leurs portefeuilles en faveur des actions.

Les marchés émergents connaissent une évolution plus contrastée. Le regain d'inflation qui appelle la poursuite du resserrement monétaire et des niveaux de valorisations plus élevés laissent prévoir une phase de consolidation, déjà engagée sur certains marchés. Cela ne remet pas en cause notre point de vue positif sur l'essor de actions émergentes à moyen terme, mais appelle à plus de prudence à court terme.

Nous continuons à accroître notre exposition aux marchés actions, en privilégiant les valeurs des marchés développées mais nous réduisons notre exposition aux marchés émergents globaux.

- **Au cours des prochains mois, nous continuons d'anticiper une progression des marchés d'actions développés.** L'économie mondiale est en phase d'accélération avec une croissance américaine qui devrait dépasser les 3% en moyenne sur 2011 (3,2% au quatrième trimestre 2010 en rythme annualisé). L'Allemagne continue elle aussi de croître à un rythme soutenu comme en témoigne les indicateurs avancés d'activité. Même les pays confrontés à la crise de la dette commencent à enregistrer une amélioration de leur conjoncture au travers d'un rebond de l'activité manufacturière, notamment en Irlande. Indubitablement, l'économie allemande sert de locomotive au reste de la zone euro. L'évolution des chiffres d'affaires des entreprises devrait bénéficier de cette conjoncture favorable.

- **Les profits devraient continuer à croître au cours des douze prochains mois, aux Etats-Unis comme en Europe.** Le marché s'attend à une progression du bénéfice par action de 15% pour le marché européen comme pour le marché américain. Compte tenu de la vigueur de la croissance, ces prévisions paraissent atteignables. Aux Etats-Unis, la croissance de la demande intérieure et la sensibilité élevée du résultat net à l'évolution du chiffre d'affaires soutiennent cette prévision. En Europe, c'est davantage la poursuite du rattrapage des profits après un recul de 19% en 2009 et l'impact de la croissance mondiale qui expliquent cette progression attendue des résultats.

Nous accroissons donc notre exposition aux actions, mais en privilégiant les Etats-Unis, le Royaume-Uni et le Japon, face à la zone euro dans son ensemble dont le contexte financier demeure fragile.

#### Evolution attendue des profits par rapport à l'année précédente (consensus de marché au 03 Février 2011)

Marchés	2010	2011
DJ Eurostoxx (Zone euro)	35%	15%
S&P 500 (Etats-Unis)	44%	14%
FTSE 100 (Royaume-Uni)	55%	23%
Topix (Japon)	97%	15%
Shanghai SE (Chine)	32%	22%

Source : IBES

- En termes d'allocation sectorielle, nous continuons à investir sur les actions bénéficiant de la croissance des pays émergents, sur les actions à dividende élevé mais nous revenons également sur les valeurs cycliques qui ont recommencé à surperformer les valeurs de croissance.

- Nous privilégions les secteurs suivants :

- Le secteurs des matières premières qui offrent une valorisation faible et des perspectives intéressantes en raison de la demande des pays émergents;
- l'énergie qui combine dividendes élevés et valorisations modestes alors que le prix de l'énergie est structurellement appelé à s'élever;
- Les technologies de l'information qui sont soutenues par la reprise de l'investissement des entreprises et des perspectives de remontée des valorisations;
- La consommation non cyclique car il s'agit d'un secteur dont les sociétés connaissent un essor rapide dans le monde émergent, et pour lequel des opérations de fusions-acquisitions sont attendues. Nous préférons les sociétés agro-alimentaires aux sociétés de la distribution.

Parmi les marchés développés, nous privilégions les valeurs liées à la demande domestique dans des pays où la croissance est alimentée par la consommation comme l'Allemagne, les Etats-Unis mais également l'Australie et le Canada.

## OBLIGATIONS

### **Le marché des obligations privées devrait offrir des performances intéressantes principalement sur le segment des obligations à haut rendement.**

L'amélioration des perspectives de croissance a pour conséquence de pousser à la hausse les rendements de long terme. Ce mouvement accompagne le relèvement des prévisions d'inflation qui traduit plus une normalisation des anticipations qu'une réelle crainte d'un dérapage inflationniste. Dans ce contexte, nous restons à l'écart des titres souverains, car nous prévoyons toujours une hausse graduelle des taux longs au cours de cette année. En revanche, nous continuons d'acheter des obligations privées alors que les défauts poursuivent leur reflux et que les investisseurs cherchent toujours du rendement. Les obligations à haut rendement offrent les meilleures perspectives compte tenu du potentiel de réduction des primes de risque et de leur moindre sensibilité au redressement des rendements de long terme.

- Le marché s'interroge sur l'éventualité d'un arrêt anticipé des achats de titres publics par la Réserve fédérale américaine. Nous pensons au contraire que la Fed procédera à l'intégralité des achats annoncés (600 Mds USD jusqu'à fin juin) concentrés sur le segment 5-10 ans de la courbe des taux. La hausse des rendements observée récemment traduit un phénomène positif : la confiance retrouvée des marchés dans la solidité de la croissance. Cependant, l'économie américaine demeure trop fragile pour supporter une hausse trop forte des taux longs qui risquerait de provoquer une rechute du marché immobilier, encore convalescent. Les marchés financiers se focalisent depuis le début de l'année sur les risques inflationnistes. Cette préoccupation nous semble exagérée pour les pays développés compte tenu du chômage élevé et des capacités de production inutilisées. La hausse des cours des matières premières aura un effet d'entraînement limité. L'inflation sous-jacente reste pour sa part à des niveaux très faibles aux environs de 1% aux Etats-Unis comme en zone euro. Il est donc tout à fait prématuré d'envisager un resserrement monétaire aux Etats-Unis, en zone euro ou encore au Japon en 2011. En revanche, le Royaume-Uni est clairement confronté à un problème d'inflation, avec en particulier une dérive haussière des anticipations d'inflation à long terme, ce qui devrait forcer la Banque d'Angleterre à resserrer sa politique dans le courant de 2011.

- **Nous maintenons une sous-pondération des obligations souveraines dans notre allocation stratégique.** Les taux à 10 ans devraient demeurer sur une trajectoire ascendante compte tenu des signaux de reprise et du volume considérable d'émissions publiques programmées en 2011. Au sein de la zone euro, les inquiétudes demeurent même si les marchés y sont moins sensibles depuis quelques semaines. Il est clair qu'après les accords de refinancement passés avec la Grèce et l'Irlande, l'Espagne et le Portugal demeurent exposés et ne pourront se refinancer indéfiniment aux conditions actuelles sauf à mettre en risque leur solvabilité.

Les gouvernements européens travaillent à l'extension du mécanisme de sauvetage et à un plan pérenne de résolution de la crise, applicable à partir de 2013. Le sujet le plus sensible à court terme demeure l'exposition des banques de la zone euro au risque souverain. Celui-ci pèse sur les conditions de refinancement des banques les plus engagées, les fragilisant davantage. Les décideurs publics doivent chercher à dissocier la problématique des dettes publiques de celle du bilan des banques. Pour ce faire, le fonds européen de stabilité financière (FESF) devrait avoir la possibilité d'acheter dans le marché secondaire de la dette souveraine et permettre ainsi aux banques de céder leurs créances, limitant ainsi les besoins de recapitalisation du secteur bancaire. En contrepartie, la renégociation de la dette passerait par un allongement des échéances de remboursement et une réduction du taux débiteur associé. Cela s'apparenterait à une restructuration ordonnée des dettes. Mais un tel processus se heurte encore à des obstacles politiques importants. Tant qu'une solution politique crédible n'aura pas vu le jour, la crise durera, accroissant la probabilité d'occurrence d'un ou plusieurs défauts souverains en zone euro.

- **Nous continuons de recommander l'acquisition d'obligations d'entreprises et d'obligations émergentes (souveraines et privées). La performance est davantage à attendre du rendement que de l'appréciation en capital sur les marchés développés.** Les entreprises présentent généralement des bilans solides, avec des niveaux d'endettement relativement limités et des trésoreries surabondantes. La hausse des profits atténuée en 2011 constitue un facteur confortant la solvabilité des émetteurs. Parallèlement, le volume d'émissions devrait baisser cette année, alors que la demande restera élevée en particulier pour les obligations à haut rendement. Nous sommes toujours à l'achat sur les obligations bien notées (« investment grade »), mais les primes de risque sont revenues à leur moyenne historique. Nous considérons que les obligations à haut rendement (« high yield ») offrent le meilleur potentiel de rendement compte tenu d'une perspective de baisse des primes de risque d'environ 100 points de base en moyenne et de l'appétit des investisseurs pour le rendement. Les principaux risques concernent le secteur bancaire qui doit faire face à des besoins de refinancement élevés dans un contexte réglementaire incertain. Ce constat nous incite à délaisser les dettes bancaires, seniors ou subordonnées. La crise de la dette européenne constitue un autre facteur de volatilité même si son impact n'a eu que des répercussions limitées jusqu'à présent sur les marchés de crédit.

**S'agissant des obligations émergentes, nous conservons un avis positif** en raison du supplément de rendement servi par ces émetteurs par rapport à des émetteurs de qualité équivalente situés dans les pays développés et des perspectives favorables d'appréciation du change pour les titres émis en devises locales

## DEVISES

### Tendance baissière pour le dollar à moyen terme et appréciation des devises émergentes demeurées sous-évaluées.

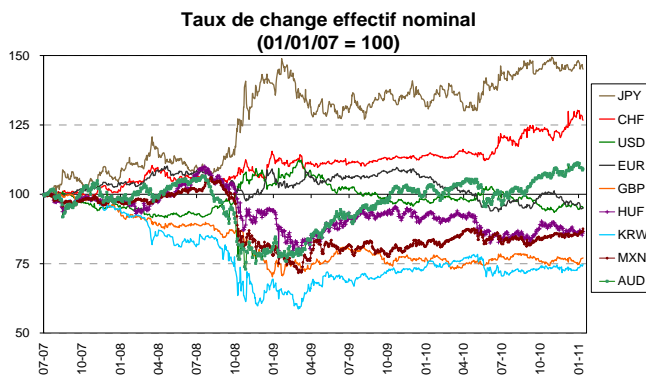
**L'euro ne devrait pas connaître de mouvement très marqué contre le dollar au cours des prochains mois.** Le léger regain d'inflation en zone euro, lié à la hausse des prix du pétrole, a fait craindre un resserrement anticipé de la politique monétaire de la BCE. Nous pensons au contraire que l'inflation n'est pas un risque réel en zone euro et que la BCE ne souhaitera pas réitérer l'erreur commise en juillet 2008 avec un relèvement de son taux directeur intervenu à contretemps. La crise de la dette est loin d'être parvenue à son terme et il faut s'attendre au maintien de tensions sur les marchés de dette qui affaibliront l'euro. En revanche, au-delà des six prochains mois, le risque baissier porte davantage sur le billet vert. La poursuite d'une politique budgétaire extrêmement laxiste (déficit public égal à 10% du PIB en 2010 et en 2011) et d'une politique de taux d'intérêt nuls va finir par déprécier le dollar.

Les besoins de couverture du déficit courant américain demeurent élevés (3% du PIB) et nous pensons que les investisseurs risquent d'exiger à terme un rendement plus élevé sur la dette américaine ou un cours de change plus bas. Confrontées à une telle alternative, nous pensons que les autorités américaines préféreront une dépréciation du dollar, favorable aux exportations, à une hausse des taux longs, qui pénaliserait l'économie domestique. Nous tablons sur un euro à 1,30/USD à horizon de 6 mois (avec un léger risque haussier qui dépend des avancées politiques en Europe. A horizon de 12 mois, nous prévoyons un raffermissement de l'euro à 1,40-1,45/USD.

**- Le yen pourrait enfin baisser en 2011.** La déflation pourrait être enfin vaincue cette année au Japon avec une stabilisation du niveau des prix attendue en fin d'année. Le différentiel de croissance entre Etats-Unis et Japon devrait se situer entre 1,5 et 2 points. Il devrait se refléter au moins pour partie dans l'écart de taux d'intérêt à deux ans qui guide la parité USD/JPY. Cette tendance devrait ainsi conduire au repli graduel du yen, sans doute plus sensible au second semestre. (85 JPY/USD à 6 mois, 90 JPY/USD à un an).

**- La livre a vocation à s'affermir contre l'euro et le dollar.** La sous-évaluation de la livre contre dollar et contre euro qui s'explique par un taux d'intérêt réel à court terme le plus négatif de tous les pays développés pèse sur la valeur de la livre. Néanmoins, la Banque d'Angleterre sera sans doute contrainte d'agir par une hausse de son taux directeur pour reprendre le contrôle des anticipations d'inflation. Il ne faut pas s'attendre à un resserrement trop rapide compte tenu de l'ajustement budgétaire drastique à l'œuvre. Le mouvement d'appréciation sera donc limité et graduel. Nous conservons notre scénario d'un renforcement de la livre contre euro à horizon d'un an. (0,85 GBP/EUR à 6 mois et 0,80 GBP/EUR à 12 mois).

**Les devises émergentes vont poursuivre leur appréciation.** L'accélération de l'inflation exige des mesures de resserrement monétaire qui se mettent en place progressivement dans la plupart des pays émergents. L'inflation observée actuellement dans les pays émergents a deux sources : la hausse du cours des matières premières et le dynamisme interne des économies. L'appréciation du change est mieux adaptée à la lutte contre l'inflation importée, même si elle ne peut être pilotée aussi directement que l'offre de crédit à l'économie. Nous considérons que les devises émergentes vont poursuivre leur mouvement d'appréciation. Mais il faut désormais privilégier les devises qui n'ont pas retrouvé leur parité contre dollar d'avant crise ou qui suivent une politique de change dirigée avec un ancrage partiel contre une devise tierce. Les mesures de contrôle des capitaux mises en place dans certains pays ne devraient avoir qu'un effet limité sur les flux entrants qui demeureront structurellement élevés. Nous considérons que le yuan chinois (CNY), le won coréen (KRW), le ringgit malaisien (MYR) et le baht thaïlandais (THB) font partie des monnaies offrant le plus grand potentiel d'appréciation contre le dollar américain dans les douze prochains mois.



## MARCHES EMERGENTS

**Avec l'actuelle augmentation de l'inflation et le resserrement monétaire en cours, les marchés actions émergents pourraient moins bien performer que les marchés développés en 2011**

- Les marchés émergents bénéficient toujours de perspectives solides, mais les déséquilibres sont en train de se creuser. Une forte augmentation de la demande intérieure conjuguée à des pressions inflationnistes liées au prix élevé des matières premières accroissent les risques de surchauffe économique. Les prévisions d'inflation augmentent dans les marchés émergents (ME), particulièrement en Chine, en Inde et au Brésil.

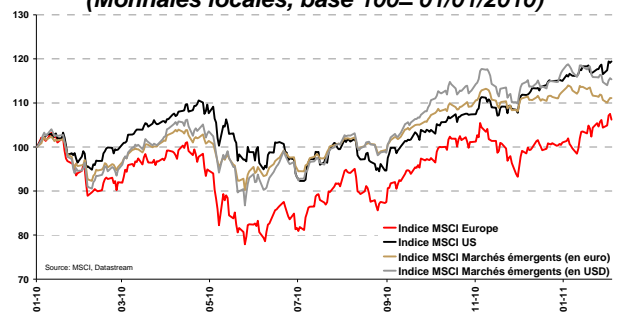
- Malgré une activité supérieure à son potentiel, les taux d'intérêt sont actuellement à plus de 200 pb (point de base) en dessous du niveau précédent la crise, reflétant le retard pris par de nombreux décideurs face à la hausse de l'inflation domestique. Le resserrement monétaire est engagé et l'on s'attend à ce qu'il soit plus fort en Amérique latine que sur les ME asiatiques (150 pb contre 75). L'effet sur l'appréciation des devises complique encore la réponse à adopter, augmentant la marge d'erreur et/ou posant la question de la gestion du taux de change (Brésil). Une exception notable est le Mexique où le peso mexicain (MXN) possède un potentiel haussier sans qu'un resserrement monétaire ne s'avère nécessaire, soulignant une amélioration des perspectives de croissance. Une stratégie privilégiant la croissance à la stabilité des prix pourrait augmenter les risques de ralentissement brutal de l'activité et donc de repli des marchés.

Les conditions macroéconomiques n'aident pas vraiment à contrebalancer les mauvaises performances des ME par rapport aux marchés développés. Compte tenu de taux d'intérêt en hausse, les possibilités de sous-performance des actifs des ME sont plus nombreuses. Les marchés obligataires et d'actions tendent à être plus corrélés sur les ME que sur les marchés développés.

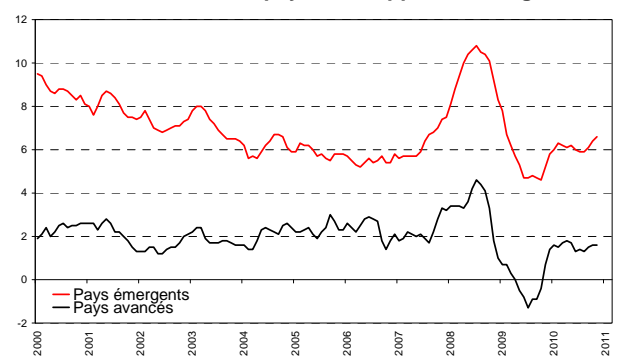
Même si les ME offrent toujours un réel potentiel de progression, on peut s'attendre à ce qu'ils performant moins bien par rapport aux marchés développés, après avoir largement surperformé depuis mars 2009 (indice MSCI (Morgan Stanley Capital International émergents : +101%, indice MSCI développés : +40% depuis le 01.01.09). Cependant, en raison du maintien de politiques monétaires accommodantes dans les économies développées, les capitaux vont très vraisemblablement continuer d'affluer en direction des ME.

**Compte tenu des pressions inflationnistes actuelles, du durcissement des politiques monétaires en cours, nous réduisons notre exposition aux marchés actions émergents. Nous maintenons notre préférence pour la Russie, où les valorisations demeurent basses et pour les marchés de Taiwan et de la Corée du Sud en raison de leurs perspectives de hausse des chiffres d'affaires et de bénéfices.**

**Marchés actions  
(Monnaies locales, base 100= 01/01/2010)**



**Inflation dans les pays développés et émergents**



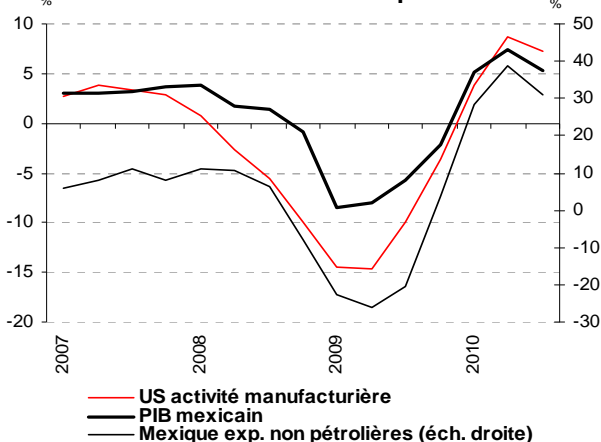
## Le peso devrait bénéficier du regain de croissance

Le Mexique a subi la crise financière mondiale de façon plus brutale que la plupart des autres pays d'Amérique latine. Tandis que le PIB régional enregistrerait une baisse de 1,8 %, celui du Mexique chutait de 6,1 %. Contrairement aux autres pays latino-américains, la reprise économique mexicaine de 2010, basée essentiellement sur ses exportations, n'a relancé que tardivement la demande intérieure, et n'a pas encore été en mesure de résorber l'écart de production. Le PIB mexicain a augmenté de 5,4 % en 2010, mais le chômage demeure en hausse et la consommation reste en deçà de son niveau d'avant la crise. Cependant, la ré-accélération de l'économie américaine offre au Mexique une possibilité de relance inattendue. Alors que de nombreux autres pays de la région qui connaissent un resserrement monétaire dans une économie en surchauffe, le Mexique est maintenant dans une position très favorable pour rattraper ses pairs d'Amérique latine en termes d'activité.

### Une forte dépendance à l'économie américaine

Avec 80 % de ses exportations destinées aux Etats-Unis, le Mexique est extrêmement sensible aux variations du secteur industriel de son voisin. Selon le FMI, une augmentation de 1 % de la production industrielle américaine répercute une progression de 0,9 % sur le PIB du Mexique. En d'autres termes, tout inflexion de la croissance américaine se répercute quasiment à l'identique sur le Mexique. Ainsi, quand la demande américaine se tasse, la croissance mexicaine a été immédiatement touchée.

### Lien entre croissance et exportations



### Un moindre poids des matières premières dans les exportations

Alors qu'une croissance solide en Asie et son impact sur le prix des matières premières ont offert une protection efficace et bienvenue à de nombreux pays d'Amérique

latine (Brésil, Pérou, Chili, Colombie), où les matières premières représentent plus de la moitié des exportations, le Mexique a été frappé de plein fouet par une nette détérioration de sa balance commerciale. En effet, bien qu'exportateur de pétrole, les matières premières comptent pour moins d'un quart dans le total des exportations du Mexique (alors que le pays importe par ailleurs de grandes quantités de denrées alimentaires). Cela a eu pour effet d'amplifier la baisse des revenus et donc la consommation intérieure.

### Amérique latine: exportations (% du total)

	exportations vers				
	Exportations (% PIB)	Matières Premières / Exportations	US	Chine	EU
Brésil	9,7	55,4	10,2	13,7	22,2
Mexique	26,2	21,9	80,0	1,0	5,4
Amérique latine	18,9	47,8	40,1	7,5	14,0

### La demande intérieure devrait rebondir en 2011

La consommation est le principal levier de croissance avec 65 % du PIB, même si celui des exportations (25 %) demeure le plus dynamique. Le secteur des services est le plus important du pays et représente 2/3 de l'activité économique, le reste de l'activité reposant principalement sur une production industrielle tournée vers la demande extérieure.

Dans l'absolu, l'industrie mexicaine est dominée par une production à destination du marché intérieur, même si ses secteurs les plus dynamiques sont tournés vers l'exportation (automobile, électronique, machine-outils). Et tandis que les investissements ont atteint une progression à deux chiffres dans la plupart des pays d'Amérique latine, ils ont à peine augmenté de 3 % au Mexique. En termes simples, cela signifie que les investissements n'ont pas suscité de reprise économique significative car le Mexique souffre toujours de surcapacités.

On observe néanmoins une reprise de la demande intérieure. Les ventes au détail ont augmenté sur les sept derniers mois consécutifs, et l'activité économique (IGAE - Indicador Global de la Actividad Economica) a indiqué une croissance de 5,8 % en novembre en glissement annuel avec une progression constante dans le secteur des services alors que la balance commerciale de décembre indiquait un bond de 15 % en glissement annuel dans les importations de produits alimentaires.

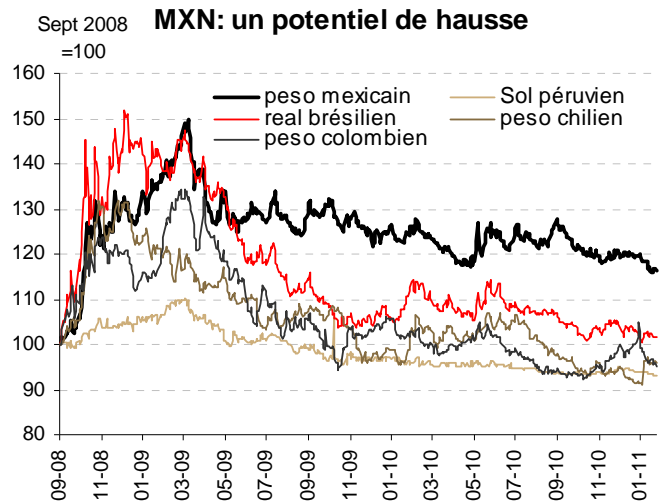
Parmi les facteurs clés essentiels pour soutenir la croissance figurent la hausse du crédit et l'emploi, qui continuent tous deux de progresser, en dépit de quelques signaux d'avertissement. Après une période de tassement à 30 % sur deux ans, le crédit au secteur privé est reparti à la hausse avec + 3 % au troisième trimestre 2010. La dette globale au Mexique demeure sous la barre des 15 % du PIB. L'emploi a progressé (+3,6 % depuis le premier trimestre 2010), même si la qualité de l'offre demeure médiocre (ce sont surtout des emplois non qualifiés payés au salaire minimum qui ont été créés au dépend des plus haut revenus), et concentrés essentiellement dans l'économie informelle.

### Le peso présente un potentiel d'appréciation

Avec en perspective une augmentation de la croissance américaine en 2011, le Mexique devrait en bénéficier tout en gardant son inflation sous contrôle.

Compte tenu des perspectives positives pour les exportations, du rebond de la demande intérieure, et d'une période pré-électorale souvent synonyme de reprise des investissements, nous nous attendons à une croissance du PIB de l'ordre de 4% pour 2011. Alors que de nombreux autres pays latino-américains se retrouvent devant un dilemme consistant à devoir limiter l'appréciation de leurs devises tout en combattant l'inflation, l'écart de production toujours négatif du Mexique plaide pour un maintien du taux directeur à son niveau actuel. Le cycle de resserrement monétaire ne devrait commencer qu'à partir du premier trimestre 2012. En cas d'accélération soudaine de la croissance, ce cycle pourrait être alors avancé. Cependant, les prévisions en matière d'inflation restent solidement ancrées à 3,6 %/an.

**Une économie plus forte associée à des taux d'intérêt bas devrait être positive pour les marchés locaux mexicains. Cette opinion est confortée par l'inclusion du Mexique dans l'Index Mondial des Emprunts d'Etat créé par Citigroup (Octobre 2010). Cela devrait être un facteur supplémentaire d'appréciation du peso mexicain (MXN) au cours des prochains mois, d'autant plus que la mise en place de mesures de contrôle des mouvements de capitaux semble peu probable.**





## Pétrole

### Tensions politiques et croissance robuste poussent les prix à la hausse

- **Les révolutions politiques à l'œuvre en Afrique du Nord ont propulsé le prix du baril au-delà de 100 dollars.** Au-delà des tensions politiques dont l'évolution est imprévisible, la rigueur de l'hiver et l'accélération de la croissance aux Etats-Unis et en Chine notamment ont dopé la demande de produits pétroliers. La Chine a ainsi battu son record d'importations de pétrole avec 9,6 M de barils/jour en décembre, soit plus que toute la production actuelle de l'Arabie Saoudite (8,25 M de barils/jour le même mois). La hausse des importations des pays émergents est un phénomène structurel et le principal facteur de hausse de la demande de produits pétroliers.

- **Cependant, l'envolée récente du prix du pétrole nous semble trop rapide pour être pleinement justifiée par des facteurs économiques fondamentaux.**

- Plusieurs facteurs conjoncturels ou ponctuels se sont conjugués pour soutenir le prix de l'or noir:

- la rigueur de l'hiver occidental a accru la consommation énergétique;
- l'absence de révision des quotas de production de l'OPEP avalisée en décembre dernier a empêché la hausse des quotas de production et donc de l'offre ;
- un nouveau record historique des positions nettes longues sur le marché des futurs pétroliers de New York a été enregistrée en janvier.

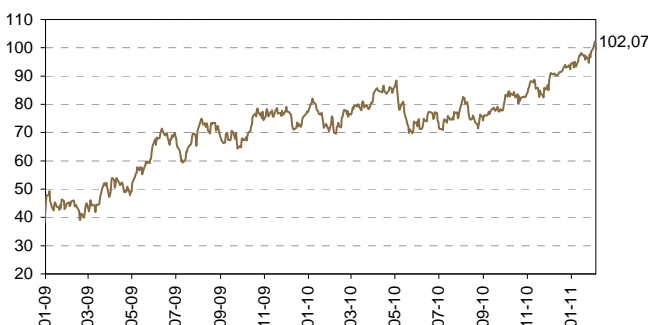
- L'ensemble de ces facteurs exerce naturellement une pression haussière sur le prix du pétrole dans des proportions délicates à estimer. La composante purement spéculative ajoute sans doute au moins 10 à 15 USD au prix du baril au-delà de la simple détermination des prix par l'équilibre offre-demande

- **Même si nous considérons qu'à horizon des prochaines années le prix du pétrole devrait poursuivre sa progression tendancielle, les risques sont désormais baissiers sur les prochains mois:**

- Les stocks de pétrole dans les pays de l'OCDE, bien qu'en baisse depuis le début 2010, demeurent néanmoins au-dessus de leur moyenne des cinq dernières années;
- Les capacités de production inutilisées demeurent élevée au sein de l'OPEP : l'Arabie Saoudite pourrait accroître sa production comme à l'été 2008 pour peser sur les prix;
- La surchauffe de l'économie chinoise laisse présager de nouvelles mesures de refroidissement qui freineront l'activité et réduiront la demande de matières premières du pays;
- Enfin, dans le contexte de sortie de crise, un baril durablement au-delà de 100 USD a clairement des effets inflationnistes et donc récessif sur l'économie mondiale. Il produit une hausse des coûts de production des entreprises, comprime les marges et ampute le pouvoir d'achat des ménages.

- **Le prix du pétrole devrait évoluer dans une fourchette comprise entre USD 85/b et USD100/b à horizon des douze prochains mois compte tenu du profil attendu de la croissance mondiale et des capacités de production non utilisées pouvant absorber un choc de demande.**

Prix du Pétrole (Brent, USD/b)







## Or

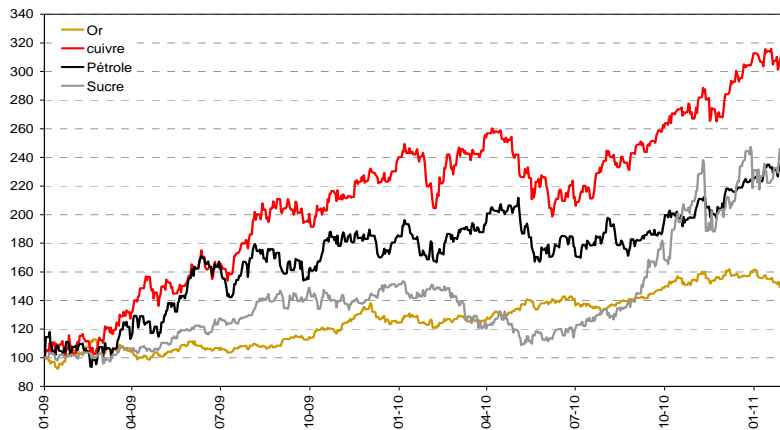
### Une consolidation temporaire

- Depuis début janvier, le prix de l'or a corrigé légèrement, revenant sous le seuil de USD 1320 l'once. Un moindre intérêt des investisseurs pour le métal jaune reflété par des flux d'investissement très modestes sur les ETF et d'un fort accroissement des positions vendeuses sur les marchés de futurs, à leur plus haut depuis 5 ans, ont participé à cette baisse des cours. Par ailleurs, le recul des primes de risque sur les dettes souveraines en zone euro a également pu jouer un rôle. Cependant, la forte demande d'or physique émanant d'Asie (Inde et Chine principalement) a amorti cette baisse.

- A moyen terme, la demande d'or à titre d'investissement restera soutenue. La demande d'or comme actif financier continuera de bénéficier de taux d'intérêt faibles, de la recherche d'un substitut aux monnaies fiduciaires et des craintes inflationnistes. Le contexte géopolitique est redevenu clairement un facteur de soutien au métal jaune si la crise égyptienne devait durer voire s'étendre aux pays pétroliers de la péninsule arabique.

- Nous considérons que le prix de l'or pourrait rester étal dans les prochains mois entre USD 1300 et 1400/once, les facteurs baissiers s'équilibrant avec les facteurs haussiers. A horizon de fin d'année, l'or conserve cependant un potentiel de progression jusqu'à USD 1500/once.

Matières Premières  
(100 = 01/01/2009)



## Hedge Funds : Tendances & Recommandations

### Bilan 2010 :

En dépit des fortes variations de l'aversion au risque en cours d'année, les Hedge Funds ont enregistré des performances solides (+11%)<sup>1</sup>. Cependant, les fonds de Hedge Funds ont réalisé une année décevante avec seulement 5% de performance en raison d'une trop grande prudence dans leur gestion.

Parmi les 4 principales stratégies de Hedge Funds, toutes ont réalisé des gains significatifs dans une fourchette comprise entre (+9%) et (+13%) :

- Les gérants **Event Driven** ont délivré de fortes performances (+12,6%) en 2010. La stratégie **Special Situations**, qui a terminé l'année avec une hausse significative de (+10%), a pleinement bénéficié du rebond des marchés actions en décembre (+4,3%). A l'opposé, les **gérants M&A** ont souffert au quatrième trimestre (-1%) en raison de plusieurs annulations de transactions et finissent l'année sur une performance décevante (+3,2%).

- La **stratégie Relative Value** affiche encore une fois un gain important (+11,8%) en 2010. La **stratégie Credit Long/Short** s'est bien comporté (+12,4%), soutenue par la dynamique du marché des obligations d'entreprise à haut rendement.

- Le **Directional Trading** a enregistré une performance satisfaisante (+9,5%), malgré un début d'année difficile. Les **gérants Global Macro** (+13,5%) et **Long Term CTA** (+10%) ont tiré la performance de la stratégie vers le haut, grâce à un bon quatrième trimestre, bénéficiant de la hausse des actifs risqués (matières premières, notamment agricoles, marché actions et devises émergentes).

- En ligne avec le rebond des marchés actions en décembre, les gérants **Equity Long/Short** ont fini l'année avec une performance satisfaisante (+9,3%). Après l'été, les gérants ont été capables d'anticiper correctement la baisse de l'aversion au risque, en augmentant de façon significative leur exposition au marché.

### Recommandations :

**Si nous sommes dorénavant positif sur les quatre principales stratégies avec la hausse de la notation de la stratégie Equity Long/Short, nous avons toujours une préférence pour les sous-stratégies Global Macro et Crédit Long/Short.**

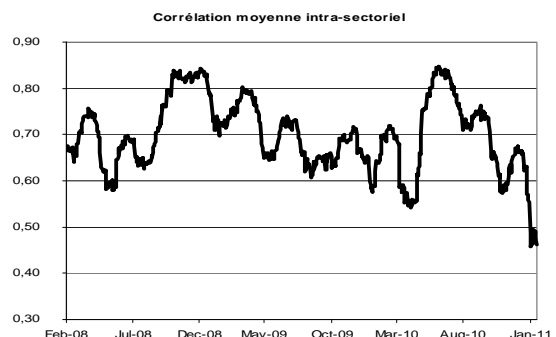
La stratégie Global Macro constitue une opportunité intéressante de diversification des portefeuilles actions tout en jouant la poursuite du rebond économique en cours à travers une exposition aux matières premières, notamment agricoles, ainsi qu'aux devises émergentes.

En cette période de hausse des taux, la stratégie Crédit Long/Short offre une alternative intéressante aux obligations d'état. En effet les gérants Crédit Long/Short sont actuellement exposé majoritairement à la dette d'entreprises à haut rendement. Le niveau de prime de taux de ce type d'obligation (5% à 8%) offre clairement un coussin pour absorber une nouvelle hausse des taux. De plus, la plupart des gérants ajoute des protections spécifiques pour neutraliser l'impact d'une hausse des taux

## 2011, l'année de la gestion fondamentale action ?

**Après deux années difficiles pour les spécialistes de la sélection des actions, la baisse récente du niveau de corrélation intra-sectoriel des actions est de très bonne augure pour cette nouvelle année.**

En effet comme nous pouvons le constater sur le graphique ci-dessous, la corrélation intra-sectorielle des actions est en forte baisse depuis plusieurs mois, atteignant des niveaux qui n'avaient plus été atteint depuis la crise financière de 2008. Cet indicateur est un signe du retour prépondérant des facteurs spécifiques à chacune des actions dans leurs valorisations. Cette évolution va ainsi permettre aux gérants de créer de la valeur grâce à leur sélection fondamentale de valeurs.



Au-delà des corrélations, les actions constituent un des actifs les plus intéressants actuellement. En effet, la croissance anticipée des profits est toujours significative pour 2011 même si elle est en baisse par rapport au niveau très élevé de 2010. Le niveau de valorisation, en particulier dans les pays développés est attractif car il se situe toujours en dessous de sa moyenne de long terme.

Enfin, l'abondance de liquidités en raison des politiques monétaires très accommodantes est un facteur de soutien aux marchés actions.

S'agissant des gérants Equity Long/Short fondamentaux, nous constatons le retour d'un niveau de confiance plus élevé. En effet, l'exposition nette au marché actions des gérants Equity Long/Short a rebondi depuis plusieurs mois et se situe à un niveau légèrement supérieur à leur moyenne de long terme

## FOCUS SUR LES PLACEMENTS ALTERNATIF

---

Malgré l'existence de risques liés à la résolution de la crise de la dette souveraine européenne, tous les facteurs mentionnés ci-dessus nous laissent penser que 2011 devrait être l'année de la gestion fondamentale action. Les gérants Equity Long/short devraient réussir à créer de l'alpha en plus de la performance apporté par le bêta au marché actions.

(1) Indice DJ Crédit Suisse

Ce document ne constitue pas une offre de contrat, une sollicitation, un conseil ou une recommandation en vue d'un achat ou d'une vente d'instruments financiers. Société Générale ne peut être tenue responsable de toutes conséquences, notamment financières, résultant d'opérations sur instruments financiers conclus sur la base de ce seul document.

Les informations contenues dans ce document n'ont qu'une valeur indicative et n'ont aucune valeur contractuelle. Elles sont sujettes à des modifications, notamment en fonction des fluctuations de marché.

Les données historiques utilisées proviennent notamment de sources externes que Société Générale considère fiables mais que Société Générale n'a pas vérifiées de manière indépendante. Société Générale n'assume aucune responsabilité quant à l'exactitude, la pertinence et l'exhaustivité de ces données. Les chiffres relatifs aux performances (passées ou futures) ou aux simulations de performances (passées ou futures) ne sauraient constituer un indicateur fiable quant aux performances futures réelles.

Société Générale est agréée par le Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement.

**Société Générale Private Banking**

Tour CB3

170 Place Henri Regnault

92043 Paris – La Défense cedex

[www.privatebanking.societegenerale.com](http://www.privatebanking.societegenerale.com)

S.A. au capital de

933 027 038,75 EUR

552 120 222 RCS Paris



**SOCIETE GENERALE**  
Private Banking