

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT & PERSPECTIVES DES MARCHÉS



| L'HORIZON S'ÉCLAIRCIT |

Kim March

Stratégiste marchés émergents
Société Générale Private Banking
kim.march@socgen.com

Claudia Panseri

Stratégiste actions
Société Générale Private Banking
claudia.panseri@socgen.com

Ollivier Courcier

Responsable / Stratégiste taux
Société Générale Private Banking
ollivier.courcier@socgen.com

Xavier Denis

Chef économiste
Société Générale Private Banking
xavier.denis@socgen.com

DEVELOPPONS ENSEMBLE L'ESPRIT D'EQUIPE



SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
Private Banking

SOMMAIRE

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT : VUE D'ENSEMBLE	3
ALLOCATION D'ACTIFS GLOBALE	4
PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES : MARCHÉS DÉVELOPPÉS	5
PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES : MARCHÉS ÉMERGENTS	6
RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR RÉGION	
▪ États-Unis	7
▪ Zone euro	8
▪ Royaume-Uni	9
▪ Japon	10
▪ Asie	11
▪ Amérique latine	12
▪ EMEA (Moyen-Orient, Afrique, Europe de l'Est)	13
MARCHÉS DES CHANGES	14
MATIÈRES PREMIÈRES	15

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

VUE D'ENSEMBLE



Kim March

Stratégiste marchés émergents
(33)1 42 1319 78
kim.march@socgen.com



Claudia Panseri

Stratégiste actions
(33)1 42 14 58 88
claudia.panseri@socgen.com



Ollivier Courcier

Responsable / Stratégiste taux
(33)1 42 14 78 70
ollivier.courcier@socgen.com



Xavier Denis

Chef économiste
(33)1 56 37 38 50
xavier.denis@socgen.com

LA CHASSE AUX RENDEMENTS FAVORISE LES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES MOINS BIEN NOTÉES (« HIGH YIELD ») ET LA QUÊTE DE CROISSANCE VA PROFITER AUX ACTIONS ÉMERGENTES

A l'approche de la fin d'année, les investisseurs privilégient la prise de bénéfices et le nettoyage de leurs bilans. Alors que l'abondance de liquidités fournie par les banques centrales et la légère amélioration des perspectives macro-économiques sont des facteurs favorables au retour du goût du risque, l'habillage des comptes et l'incertitude politique persistante vont continuer à inciter à la prudence à court terme. Toutefois, il faut s'attendre à un rebond des actifs risqués début 2013 assorti d'une revalorisation des classes d'actifs fortement sous-évaluées. Nous distinguons des opportunités d'investissement à la fois dans les obligations d'entreprise et les actions, puisque les investisseurs recherchent activement une alternative aux liquidités et pourraient se montrer plus optimistes du fait de l'amélioration des perspectives macro-économiques et du recul des risques politiques.

La croissance mondiale est en légère accélération, soutenue par les politiques monétaires accommodantes et l'amélioration du contexte macro-économique aux Etats-Unis et en Chine. A l'exception de la zone euro, l'horizon se dégage, la dynamique des marchés émergents excédant largement celle des pays développés étranglés par les dettes.

Malgré la dissipation des risques systémiques, les investisseurs ont jusqu'ici évité les actions, puisque les valorisations attractives sont contrebalancées par l'incertitude liée à l'évolution des politiques budgétaires et les perspectives de croissance moroses dans les pays développés. Sur le plan micro-économique, l'augmentation des marges des entreprises, à des sommets historiques, ne peut plus générer des bénéfices sans croissance plus soutenue. Le 3^{ème} trimestre a davantage donné lieu à des déceptions en matière de chiffre d'affaires que de bénéfices, et la détérioration sera sans doute plus nette au 4^{ème} trimestre. Cependant, **au sein des marchés développés, notre tactique nous incite à préférer les actions de la zone euro aux autres marchés, car la plupart des mauvaises nouvelles ont déjà été intégrées et les cours extrêmement bas présentent un potentiel de hausse indéniable.**

Notre recommandation principale concerne les actions des marchés émergents. Les valorisations inférieures à la moyenne, la possibilité d'une détente monétaire accrue et la croissance soutenue sont favorables à ce marché. L'amélioration générale des performances des actions émergentes est induite essentiellement par le regain de croissance en Chine déjà observé dans la stabilisation des indicateurs avancés. Les apports de capitaux à destination des pays émergents ont jusqu'à présent surtout profité aux marchés obligataires et devraient être réaffectés en partie en faveur des actions.

Au sein de l'univers obligataire, les obligations d'entreprise à haut rendement représentent toujours la classe d'actifs la plus attractive. Elles affichent une performance impressionnante depuis le début de l'année (23% en zone euro, 13% aux Etats-Unis), et il faut s'attendre à une nouvelle compression des primes de risque sur certains marchés, compte tenu des stratégies de portage concluantes dans un contexte de taux directeur nul. Les titres bien notés (« investment grade ») semblent comparativement surévalués et plus vulnérables à un éventuel redressement des rendements des indices, si l'on considère la marge de spread nettement plus mince.

En matière d'**obligations souveraines**, les banques centrales ont ancré les courbes de rendement à des niveaux extrêmement bas, ce qui les rend inintéressantes. Seule exception : la dette à court terme des pays périphériques qui offre à la fois un rendement réel positif et une « option de vente » de la BCE émise avec une échéance jusqu'à trois ans. A cet égard, les obligations espagnoles et irlandaises sont nos favorites.

ALLOCATION D'ACTIFS GLOBALE

	États-Unis	Zone Euro	Royaume-Uni	Asie	Amérique Latine	Zone EMEA *	Japon
Obligations Souveraines	—	—	—	—	=	=	—
Actions	=	+	=	+	=	=/+	=
Obligations d'Entreprises	+	—	+	=	+	=/+	—

—	Sous-pondération
=	Équipondération
+	Surpondération
EMEA	Afrique, Moyen-Orient, Europe de l'Est

PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES

MARCHÉS DÉVELOPPÉS

Les perspectives mondiales devraient connaître une amélioration progressive dans les mois à venir. L'assouplissement accru des politiques monétaires ainsi que le renforcement de la dynamique aux Etats-Unis et en Chine constituent le moteur principal du regain de croissance modeste que nous anticipons.

Dans les pays développés, les banques centrales ont annoncé des injections de liquidités supplémentaires sous diverses formes, assurant une protection contre les risques extrêmes : turbulences financières en zone euro, retour à une récession prolongée aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni. Ces politiques monétaires accommodantes devraient se poursuivre, dans la mesure où les orientations budgétaires vont rester rigoureuses, voire se resserrer davantage.

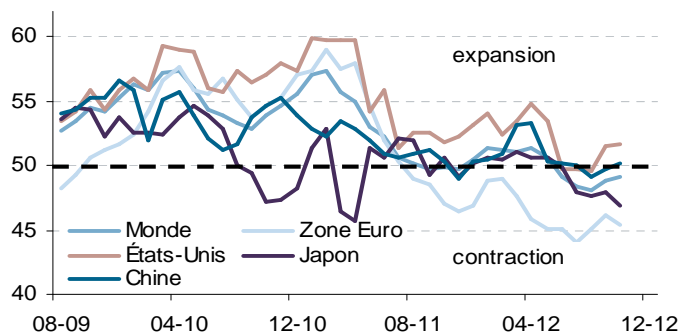
Une austérité budgétaire excessive menace l'activité économique de part et d'autre de l'Atlantique. Quelle que soit la nécessité de combler ces déficits abyssaux, des objectifs trop ambitieux vont réduire la demande intérieure et dégrader davantage la solvabilité des pays. A court terme, le mur budgétaire (« fiscal cliff ») aux Etats-Unis représentera la principale préoccupation du marché. La réélection du Président Obama avec une Chambre des Représentants toujours dominée par les Républicains mène droit à une impasse politique qui alimente l'incertitude. Pour cette raison, les entreprises vont continuer à différer leurs grandes décisions d'investissement, ce qui va peser sur le rythme de la reprise et sur l'appétit pour le risque des investisseurs. Nous sommes cependant convaincus que le gouvernement Obama et le Congrès vont finalement parvenir à un accord en vue d'éviter les réductions automatiques des dépenses et le retour à la récession.

En zone euro, la décision de la BCE d'acquiescer à l'acquisition des obligations des pays périphériques, sous conditions, a amélioré l'environnement financier. Les indicateurs de stress financier sont en net recul, puisque l'intervention de la BCE a dissipé les risques extrêmes (éclatement de la zone euro...). L'Espagne est toujours susceptible de demander un aide financière, mais le resserrement des primes de risque confère plus de temps au gouvernement. Toutefois, différer trop longtemps cette demande n'est pas une solution, car les perspectives économiques de l'Espagne restent sombres et le mur de la dette pour 2013 est imposant. A l'échelon de la zone euro, le recul de la consommation des ménages et l'envolée du chômage témoignent de la récession persistante. Une sortie à court terme de la récession n'est pas encore en vue et nécessiterait une détente monétaire accrue et un report des objectifs budgétaires de 2013.

En termes de perspectives macro-économiques, le **Royaume-Uni** se situe entre les Etats-Unis et la zone euro. Son économie s'oriente vers une modeste reprise déjà concrétisée au 3^{ème} trimestre, en partie grâce à l'intervention de la Banque d'Angleterre, avec le lancement récent du programme Funding Lending Scheme destiné à soutenir les prêts bancaires. Les mesures d'austérité draconiennes vont continuer de peser fortement sur l'activité.

Au **Japon**, la dynamique économique s'essouffle et la Banque du Japon n'a pas réussi à enclencher la relance nécessaire pour doper la croissance. Seule une dépréciation sensible du yen pourrait favoriser la compétitivité des exportations et les marchés d'actions, mais les chances sont minces.

Indices PMI manufacturiers dans le monde



Source : Bloomberg, Société Générale Private Banking

Indicateur de stress systémique de la BCE



Source : BCE, Société Générale Private Banking

PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES

MARCHÉS ÉMERGENTS

Le marasme économique persistant dans les pays développés représente toujours un vif contraste avec les marchés émergents, où, selon le FMI, la croissance devrait atteindre 5,3% cette année et 5,6% en 2013, contre 1,3% et 1,5%, respectivement, pour les pays développés. En outre, les principaux risques se sont dissipés à l'approche de 2013 (crise de la dette en zone euro et atterrissage brutal en Chine), favorisant un regain d'appétit pour le risque qui devrait profiter aux marchés émergents, compte tenu du statu quo monétaire aux Etats-Unis après l'élection présidentielle. L'augmentation de la liquidité risque de compliquer le redémarrage de la croissance avec une appréciation excessive des taux des changes, surtout en cas de résurgence de l'inflation.

ASIE

La faiblesse de la demande extérieure conjuguée à la résistance de la demande intérieure a pesé sur les balances commerciales asiatiques, tandis que les facteurs de risque ont freiné les flux de portefeuille. Cela contribue à expliquer la faible pression à la hausse sur les marchés des changes asiatiques au cours de la dernière QE. Au vu de la réduction du risque systémique, et comme les deux géants asiatiques (la Chine et l'Inde) semblent opérer un revirement, la contraction des exportations en Asie arrive à son terme, privilégiant les marchés des changes asiatiques (INR, KRW).

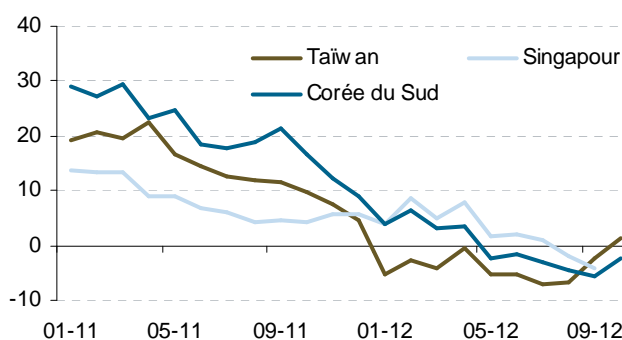
EMEA (Afrique / Moyen-Orient / Europe de l'Est)

Le désendettement et les liens étroits avec la zone euro (exportations) demeurent les principaux points faibles de la région. La distribution du crédit ralentit, la croissance des exportations est devenue nettement négative, le moral est en berne et l'inflation a rogné le pouvoir d'achat, mais devrait s'atténuer. La Turquie, toutefois, a réussi à diversifier ses exportations hors de la zone euro au bénéfice de la région MENA, ce qui contribue à compenser le recul de la demande intérieure. Par ailleurs, une politique monétaire et budgétaire cohérente, comprenant notamment la réalisation des objectifs d'inflation et des perspectives de croissance robuste, a conduit dernièrement Fitch à replacer la Turquie dans la catégorie IG, statut perdu en 1994. En Russie, le contexte structurel évolue (les privatisations sont susceptibles de déboucher sur une plus grande transparence, la compensabilité via Euroclear du marché de la dette locale devrait favoriser les entrées de capitaux), mais la dynamique de croissance s'essouffle. L'inflation pourrait toutefois avoir atteint un pic. La Russie est bien placée pour tirer parti d'une reprise en Chine et du redressement des cours pétroliers.

AMÉRIQUE LATINE

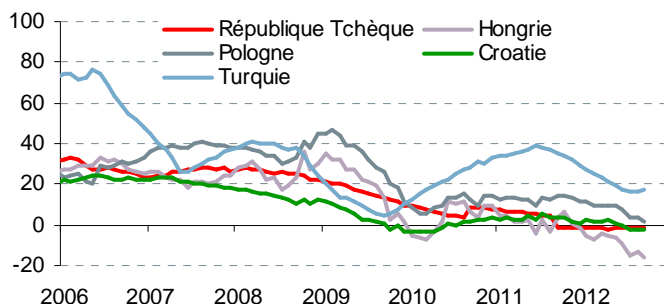
Malgré le ralentissement mondial, le contexte intérieur favorable a soutenu la croissance, y compris dans les pays les plus ouverts de la région (Pérou, Chili, Mexique). Les flux de capitaux abondants ont alimenté le développement du crédit (hausse prévue par l'IIF en 2013). Le Brésil représente la principale exception et affiche une croissance atone malgré une détente (budgétaire et monétaire) marquée, même si l'activité semble s'être stabilisée. En effet, c'est peut-être le seul pays de la région où la croissance du PIB en 2013 va dépasser celle de 2012, grâce à un effet d'acquis favorable (le Pérou et la Colombie pourraient également se distinguer). Les perspectives d'investissement demeurent incertaines, toutefois, compte tenu de l'intervention massive de l'Etat dans le secteur privé. Le Mexique reste notre favori, du fait de la réorientation réussie en faveur de la demande interne et des perspectives de réformes structurelles.

Asie : Exportations (moyenne mobile 3 mois, % en glissement annuel)



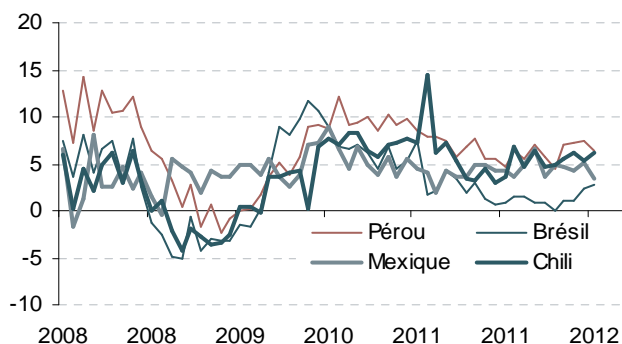
Source : Bloomberg, Société Générale Private Banking

Europe de l'Est : Crédit aux ménages (% en glissement annuel)



Source : Datastream, Société Générale Private Banking

Amérique latine : Indice de l'activité économique (Estimations indirectes du PIB, % en glissement annuel)



Source : Bloomberg, Société Générale Private Banking

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

ÉTATS-UNIS

La réélection du Président Obama avec une Chambre des Représentants toujours dominée par les Républicains prolonge l'impasse politique qui alimente l'incertitude à court terme.

PAS DE HAUSSE DES ACTIONS AMÉRICAINES D'ICI FIN D'ANNÉE. PRIVILÉGIEZ LES VALEURS FINANCIÈRES AUX CYCLIQUES

Alors que les actions américaines se sont bien comportées cette année (+12,7%), elles sont toujours dignes d'intérêt (2012e P/E 13,9x, décote de 15% par rapport à la moyenne à 10 ans). Néanmoins, malgré des valorisations attractives, il faut s'attendre à des risques de mauvaises surprises en raison des révisions à la baisse des bénéfices au 4^{ème} trimestre. Selon nos prévisions, la croissance estimée des bénéfices pour 2012 devrait être de 0%, contre +6% pour les estimations du consensus. Puisque ces révisions à la baisse ne sont pas intégrées, l'indice S&P 500 pourrait descendre à 1375 points d'ici la fin de l'année avant de se stabiliser vers 1450 points au premier trimestre 2013.

Ceci dit, nous recommandons de surpondérer les valeurs financières (notamment les banques) et de sous-pondérer les valeurs de consommation que nous jugeons onéreuses. En effet, grâce au redressement du marché immobilier et aux performances satisfaisantes du segment FICC, les banques américaines abordables (banques d'investissement et banques régionales) devraient continuer sur leur lancée. D'autre part, les valeurs de consommation coûteuses pourraient être pénalisées par les révisions à la baisse des bénéfices.

I Puisque l'indice S&P 500 devrait rester stationnaire d'ici la fin de l'année, nous suggérons de tirer parti des portefeuilles américains via une surpondération des valeurs financières.

PAS DE VALEUR DANS LES OBLIGATIONS PUBLIQUES. OBLIGATIONS D'ENTREPRISE : MISEZ SUR LE PORTAGE

Sur le segment des obligations du Trésor, nous avons constaté jusqu'ici un aplatissement de la courbe 2/10 ans (Opération Twist/QE3). A quoi faut-il s'attendre désormais ? La réélection d'Obama pourrait entraîner : 1) la confirmation de la politique monétaire accommodante et le rebond du marché des actifs risqués en premier lieu. 2) le maintien d'un gouvernement divisé, facteur de volatilité du fait des négociations sur le « fiscal cliff ». Ce phénomène devrait continuer à soutenir en définitive les obligations du Trésor, qu'un accord soit conclu ou non. Toutefois, les obligations du Trésor sont trop onéreuses. Selon nous, la juste valeur des titres à 10 ans se situe entre 2,30% et 2,70%.

Obligations d'entreprise : tous les fondamentaux et les facteurs techniques plaident en faveur d'une poursuite de la tendance favorable. Les spreads des titres bien notés (catégorie « Investment Grade ») possèdent une légère marge de manœuvre en vue d'un resserrement, qui devrait profiter à la classe d'actifs à court terme, avec le soutien des obligations du Trésor. Privilégiez la dette financière subordonnée et les titres notés BB (sur le segment HY).

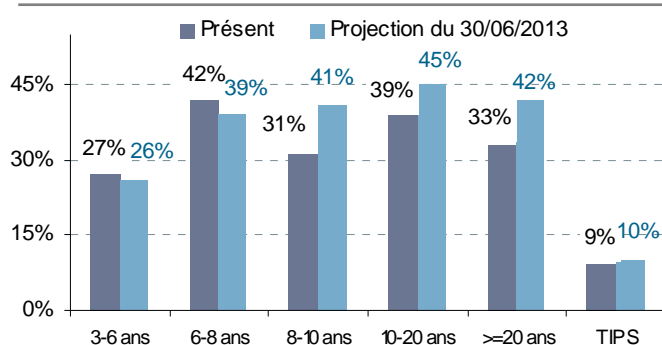
I Nous conseillons de sous-pondérer les obligations du Trésor. Mise sur le portage pour les obligations d'entreprise. Optez pour une durée courte (courbe des taux plate) et privilégiez les titres notés BBB/BB pour tirer parti des primes de risque élevées.

Derniers changements dans notre allocation sectorielle aux Etats-Unis

Secteurs	Indice MSCI %	sept-12	oct-12	Chgt
Énergie	11,0%	+	=	↘
Matériaux de base	3,5%	=	+	↗
Industries	9,9%	=	=	
Biens de consommation cyclique	12,2%	+	=	↘
Biens de consommation courante	11,2%	=	=/-	
Santé	11,7%	=	+	↗
Financières	15,1%	+	+	
Technologies	19,1%	=	+	↗
Télécoms	3,0%	-	-	
Services aux collectivités	3,4%	=	-	↘

Source : MSCI, Société Générale Private Banking

Obligations du Trésor détenues par la FED (% de l'encours)



Source : JPMorgan

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

ZONE EURO

Les indicateurs de stress financier ont nettement reculé puisque l'intervention de la BCE a dissipé les risques systémiques. L'essentiel des risques baissiers a déjà été intégré.

IL N'EST PAS TROP TARD POUR SURPONDÉRER TACTIQUEMENT LES VALEURS BANCAIRES

Même si la zone euro est retombée en récession, l'essentiel des mauvaises nouvelles a déjà été intégrée dans les ratios actuels (2012e P/E 11x selon les prévisions du consensus). Compte tenu de la légère amélioration des bénéfices et de la résistance des obligations espagnoles et italiennes, l'indice DJ Euro Stoxx devrait progresser légèrement d'ici la fin de l'année (2650 points). Le programme OMT de la BCE pourrait être le moteur de la performance de la zone euro par rapport aux Etats-Unis.

En attendant une meilleure visibilité quant à la croissance économique mondiale, nous privilégions les portefeuilles d'actions de la zone euro avec des valeurs financières plutôt que des valeurs cycliques. En effet, nous avons renforcé notre exposition aux valeurs financières pour devenir surpondérés, puisque nous sommes convaincus de la prochaine revalorisation du secteur bancaire (2012e PBV à 0,7x) grâce au programme LTRO et à l'intervention de la BCE. Nous avons ramené l'Energie à équi-pondéré et passons sous-pondérés sur les Matières Premières.

I Puisque la BCE assure la liquidité des banques et des Etats sur les marchés secondaires, le potentiel de surprise en zone euro n'est à notre avis pas entièrement intégré dans les cours des valeurs financières.

L'ATTRAIT DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISE

Avec une performance de 8,90% depuis le début de l'année, la dette souveraine européenne s'est particulièrement distinguée jusqu'ici. Toutefois, les injections massives de liquidité ne compensent plus le risque des courbes des obligations souveraines d'Europe du Nord. Les rendements réels négatifs sont atypiques et les « pays européens centraux » sont plus intéressants en vue d'un investissement à court et moyen terme (France/Belgique). Enfin, les programmes OMT/LTRO favorisent les investissements sur le segment à court terme des courbes espagnoles et italiennes, dans la mesure où l'Espagne va sans doute demander une assistance financière. Les courbes de rendement en Europe du Sud devraient rester pentues cependant. La prudence est donc de mise à long terme : le risque grec refait son apparition de manière insidieuse et les gestionnaires de portefeuille sont peu susceptibles de renforcer la prise de risque avant la fin de l'année. Préparez-vous en revanche à un rebond des marchés en janvier 2013.

Nous sommes davantage optimistes au sujet des marchés du crédit avant le rebond de janvier (sans baisse massive d'ici la fin de l'année). Nous maintenons notre opinion positive sur les obligations à haut rendement et les dettes financières subordonnées, au vu des fondamentaux toujours robustes, du cadre réglementaire favorable et des facteurs techniques très solides (flux d'achat importants). La réduction des spreads affiche encore une certaine marge de manœuvre (High Yield) et les obligations d'entreprises restent en tout cas une valeur sûre.

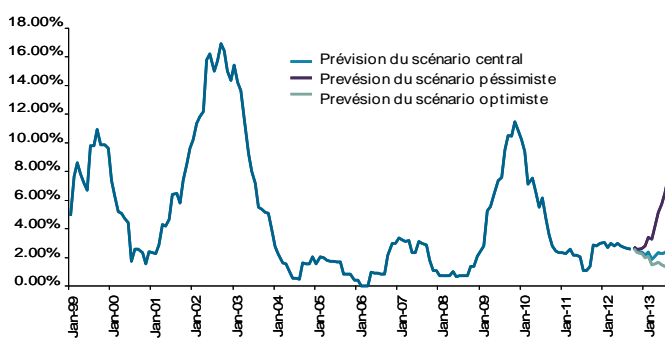
I Dans un contexte de visibilité réduite et de liquidité abondante, préférez les titres offrant un spread élevé et une durée réduite.

Derniers changements dans notre allocation sectorielle en zone euro

Secteurs	Indice MSCI %	sept-12	oct-12	Chgt
Énergie	7,8%	+	=	↘
Matériaux de base	7,4%	=	-	↘
Industries	12,8%	-	-	
Biens de consommation cyclique	14,8%	=	-/=	
Biens de consommation courante	13,4%	=	=	
Santé	7,0%	+	+	
Financières	18,5%	=	+	↗
Technologies	4,5%	=	=	
Télécoms	5,6%	-	-	
Services aux collectivités	8,2%	=	-/=	

Source : MSCI, Société Générale Private Banking

Taux de défaut des obligations européennes à haut rendement : historique et prévisions



Source : Moody's, Société Générale Private Banking

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

ROYAUME-UNI

Alors qu'une reprise économique modeste se dessine, les mesures d'austérité draconiennes vont continuer à peser sur l'activité du Royaume-Uni.

DANS L'ATTENTE D'UNE MEILLEURE VISIBILITÉ AU ROYAUME-UNI

Même si le marché britannique reste abordable comparé aux autres pays développés du point de vue de la valorisation (2012e 11,2x contre 13,5x pour les pays en question), il lui manque toujours un facteur déclencheur pour surperformer. En effet, la Banque d'Angleterre a suspendu son programme d'achat d'actifs le 8 novembre. Nous suggérons donc d'investir davantage dans des titres libellés en euro susceptibles de réaliser des performances robustes grâce à l'intervention de la BCE (l'Espagne a de fortes chances de demander le sauvetage dans les mois à venir).

Puisque les performances des banques du R-U sont étroitement liées à celles de la zone euro, les valeurs financières britanniques (surpondérées) devraient tirer leur épingle du jeu. Pour l'instant, nous conseillons de privilégier les secteurs de croissance hors du R-U (marchés émergents ou Etats-Unis) et donc de rester vigilant vis-à-vis de l'énergie, des matières premières et de l'industrie (affichant toutes une pondération neutre). Les produits de consommation courante (onéreux) sont sous-pondérés (2012e P/E 14,5x).

I Alors que les prévisions de bénéfices sont toujours orientées à la baisse, les valorisations abordables ne constituent pas un facteur suffisant de performance supérieure par rapport aux autres pays développés. L'indice FTSE devrait approcher les 6000 points d'ici le 1^{er} trimestre 2013.

PRÉFÉREZ LES OBLIGATIONS D'ENTREPRISE SI VOUS DEVEZ INVESTIR SUR LE MARCHÉ OBLIGATAIRE

Le marché des obligations du Trésor britannique (Gilts) n'a pas vraiment fait des étincelles (rendement total de 2,24% depuis le début de l'année) malgré la détente quantitative (QE). En outre, le QE a davantage profité au marché des Gilts qu'à l'économie britannique. A 1,81%, le Gilt à 10 ans est onéreux et ne compense même pas l'inflation (l'indice des prix à la consommation devrait progresser de plus de 2% en 2013). A quoi faut-il donc s'attendre ? La Banque d'Angleterre détient déjà 34% des Gilts nominaux en circulation et a recours désormais à des outils non traditionnels (Funding Lending Scheme). Nous devrions par conséquent assister à une pentification au milieu de la courbe des Gilts, probablement moins marquée sur le segment à très long terme (30 ans), puisque l'offre va demeurer limitée et l'intérêt des investisseurs étrangers devrait rester soutenu jusqu'à la fin de l'année. Restez à l'écart ou optez pour une durée courte.

Sur les marchés libellés en livre, les obligations d'entreprise sont plus attractives. Les fondamentaux et les facteurs techniques sont favorables, comme partout ailleurs.

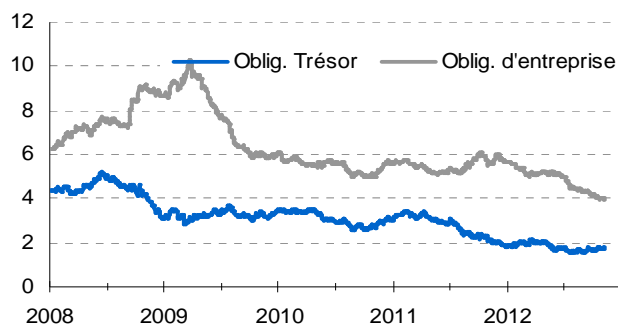
I Privilégiez les obligations à haut rendement et les dettes bancaires subordonnées. La baisse des rendements devient préoccupante sur un marché de taille relativement limitée, en dépit des spreads intéressants en termes de valeur relative. Le rendement moyen des obligations d'entreprise en GBP se situe à 3,92% pour une durée de 8 ans : c'est loin d'être suffisant !

Allocation sectorielle au R-U

Secteurs	Indice MSCI %	sept-12	oct-12
Énergie	17,7%		-/=
Matériaux de base	14,0%		=
Industries	6,0%		=
Biens de consommation cyclique	6,1%		=/+
Biens de consommation courante	0,0%		-
Santé	7,5%		=
Financières	20,1%		+
Technologies	0,8%		-
Télécoms	6,4%		-
Services aux collectivités	4,0%		+

Source : MSCI, Société Générale Private Banking

Rendements obligataires actuariels au R-U



Source : FactSet, iBoxx, Yieldbook

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

JAPON

La dynamique économique s'essouffle et la Banque du Japon n'a pas réussi à déclencher la relance.

MALGRÉ UNE VALORISATION BON MARCHÉ, IL MANQUE TOUJOURS UN FACTEUR DE HAUSSE

Les actions japonaises sont extrêmement abordables, et se négocient actuellement à un ratio P/BV proche de 0,9x à la fois pour les prévisions de 2012 et 2013. Toutefois, alors que le risque de baisse potentiel semble limité, aucun facteur de hausse n'est visible dans les mois à venir. L'évolution des bénéfices est toujours peu encourageante (la moins élevée des pays développés) et de nouvelles révisions à la baisse ne sont pas à exclure avant la fin de l'année. Par conséquent, même si on peut définir un plancher pour les valorisations, l'indice Nikkei ne devrait pas dépasser les 9400 points d'ici la fin 2012.

Nous suggérons de conserver une allocation d'actifs défensive peu orientée vers les exportateurs qui continuent à subir une contraction de l'activité. Surpondérez plutôt la santé, les télécoms et les banques et évitez les biens de consommation cyclique et les matières premières.

l'indice Nikkei demeure faiblement valorisé, mais il manque un facteur de hausse à court terme. En attendant une dépréciation du yen, restez très défensif

SURVEILLEZ LE POINT D'ENTRÉE ÉVENTUEL

Jusqu'ici, la Banque du Japon n'a pas relevé ses prévisions d'inflation. Elle continue donc sur la voie de l'assouplissement via l'acquisition d'obligations d'Etat japonaises. Parallèlement, le gouvernement japonais pourrait avoir des difficultés à faire face à ses besoins d'émission dans le contexte politique actuel. Cette situation pourrait créer un point d'entrée intéressant en termes de valeur relative pour les investisseurs japonais, mais ne génère toutefois pas beaucoup de points de base ! Même le marché des obligations d'entreprise est peu attrayant : fondamentaux toujours globalement satisfaisants malgré la concurrence (détente monétaire de la banque centrale, demande liée à la reconstruction, retour à la normale dans le secteur des services publics, etc.). Les cours sont très élevés : l'indice BofA ML se situe à 0,68% pour une durée moyenne de 4 ans. Le seul moyen de dégager des bénéfices est probablement de suivre les émissions qui attirent l'attention du marché (Olympus, par exemple : comptabilisation inappropriée) ou les facteurs négatifs plus larges (détérioration des relations sino-japonaises). Surveillez également les banques étrangères (notamment aux Etats-Unis ou en Australie), émettrices régulières d'obligations libellées en yen.

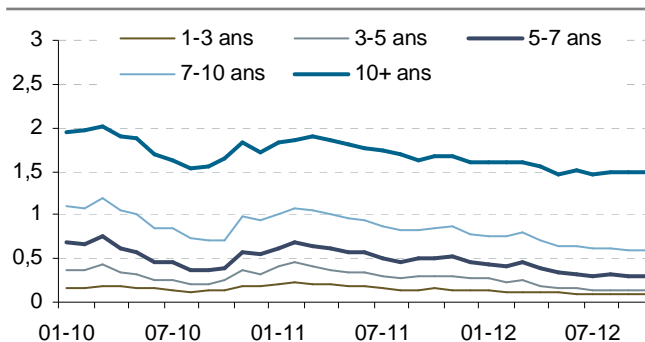
Conservez une durée longue pour tenter d'obtenir des rendements de l'ordre de 0,70% à 0,85% pour les obligations à 10 ans. Privilégiez les obligations d'entreprise.

Allocation sectorielle au Japon

Secteurs	Indice MSCI %	sept-12	oct-12
Énergie	1,8%		=
Matériaux de base	6,0%		-
Industries	18,7%		=
Biens de consommation cyclique	20,5%		-
Biens de consommation courante	0,0%		=
Santé	7,2%		+
Financières	16,9%		+
Technologies	11,4%		=
Télécoms	7,3%		+
Services aux collectivités	2,4%		-

Source : MSCI, Société Générale Private Banking

Obligations d'Etat japonaises YTM (%)



Source : Bloomberg, Société Générale Private Banking

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

ASIE ÉMERGENTE

Selon les derniers chiffres, la croissance en Chine accélère à nouveau, soutenue par les dépenses d'infrastructure engagées par les pouvoirs publics. La contraction des exportations en Asie semble opérer un retournement, la demande augmente, la reconstitution des stocks est en vue et l'inflation demeure maîtrisée.

UNE CROISSANCE ÉCONOMIQUE DÉCORRÉLÉE DES PAYS DÉVELOPPÉS. LA CORÉE EST NOTRE FAVORITE

Les statistiques récentes indiquent un raffermissement de la croissance économique chinoise. Selon nous, la dynamique des bénéfices devrait bientôt s'améliorer, confortant les performances des marchés boursiers chinois et asiatiques par rapport aux autres marchés émergents. En Asie, même si nous continuons de surpondérer la Chine, nous privilégions tactiquement la Corée du Sud, vu les ratios de valorisation faibles (2012e P/E 9,6x contre 11,2x pour les marchés émergents du monde) et la forte augmentation des bénéfices. Les signes de reprise des exportations sud-coréennes nous incitent à l'achat en fin d'année.

Sur le plan sectoriel, nous recommandons une surpondération tactique des secteurs liés à la demande intérieure, notamment les biens de consommation discrétionnaire et les valeurs financières. D'autre part, en attendant une meilleure visibilité concernant la croissance économique des pays développés, nous sous-pondérons les valeurs cycliques mondiales telles que les matières premières et l'industrie.

I L'Asie reste notre zone d'investissement favorite parmi les marchés émergents. Nous apprécions particulièrement la Corée du Sud du fait des faibles valorisations, de la dynamique des bénéfices par action et des récentes contre-performances.

UNE SITUATION DIFFÉRENTE SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES : L'ASIE VICTIME DE SON SUCCÈS

L'année 2012 est déjà une année record en termes d'émissions obligataires. L'offre de titres connaît une demande croissante, notamment de la part des émetteurs privés et contribue à assurer la liquidité. Associés à l'amélioration des fondamentaux des entreprises et aux réévaluations à la hausse des obligations souveraines (ex : Philippines), tous ces facteurs ont engendré des flux de capitaux substantiels au sein de cette classe d'actifs, et abouti à la compression des spreads. Toutefois, nous n'identifions aucun catalyseur particulier de surperformance au cours des trois prochains mois. Par ailleurs, les actifs non productifs des banques chinoises pourraient tripler en 2013 selon des sources locales et donc pénaliser les marchés du crédit asiatiques.

Les marchés des obligations souveraines libellées en devises fortes ne présentent pas d'attrait.

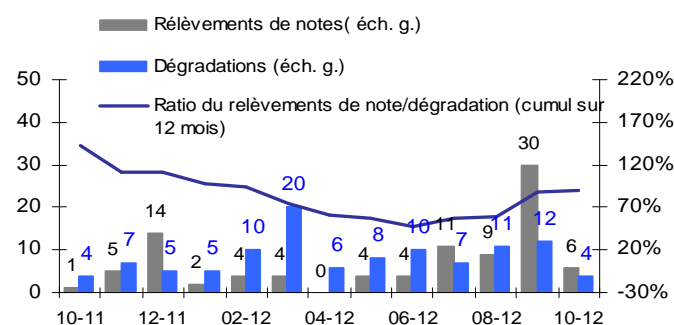
I Procédez à une prise de bénéfices sur les marchés HY qui ont déjà enregistré des performances très satisfaisantes depuis le début de l'année (rendement total de 20,4%) et dont les valorisations sont désormais trop tendues par rapport au marché HY américain. Garantisiez vos bénéfices en investissant dans des obligations d'entreprise défensives notées Investment Grade (malgré les rendements faibles), soutenues par la clientèle d'investisseurs institutionnels des marchés émergents en pleine expansion. Préparez-vous à renforcer les risques en janvier.

Allocation sectorielle en Asie

Secteurs	Indice MSCI %	sept-12	oct-12
Énergie	5,6%		=
Matériaux de base	8,8%		-
Industries	7,6%		-
Biens de consommation cyclique	14,4%		+
Biens de consommation courante	17,6%		=
Santé	1,8%		-
Financières	25,3%		+
Technologies	8,5%		+
Télécoms	9,6%		=
Services aux collectivités	4,1%		=

Source : MSCI, Société Générale Private Banking

Fondamentaux asiatiques : une dynamique positive



Source : S&P, Moody's, Fitch

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

AMÉRIQUE LATINE

Malgré le ralentissement mondial, le contexte intérieur favorable soutenu par la détente budgétaire et monétaire a contribué à préserver la croissance économique régionale contre les contraintes extérieures. Le statu quo devrait se maintenir en 2013.

LE MOINS ATTRAYANT DES MARCHÉS ACTIONS ÉMERGENTS

Face à l'évolution baissière des bénéfices (notamment au Brésil) et des valorisations excessives (2012e P/E 13,3x en Amérique latine, contre 11,2x pour les marchés émergents du monde), nous n'anticipons pas de performances exceptionnelles à très court terme. En effet, il faudrait une croissance supérieure des bénéfices et une perception du risque moindre (ex : mur budgétaire aux Etats-Unis) pour garantir une prime de valorisation par rapport aux autres marchés émergents. Nous réduisons légèrement notre exposition sur la région, tout en conservant une pondération neutre, et nous réalouons sur l'Asie.

Ceci dit, alors que nous continuons de sous-pondérer les secteurs mondiaux (énergie, matières premières et industrie), nous privilégions la croissance intérieure, via les biens de consommation discrétionnaire et dans une moindre mesure les produits de consommation courante. En dépit de la dégradation du contexte bancaire ces derniers mois (réductions notables de taux sur certains crédits à la consommation), nous maintenons la surpondération des valeurs financières, compte tenu du développement continu du crédit.

I Eu égard au caractère relativement onéreux de la région, nous conseillons de renforcer la présence sur d'autres marchés émergents, notamment l'Asie.

OBLIGATIONS: NOUS APPRÉCIONS CE MARCHÉ DÉLAISSÉ

Sur le segment de la dette souveraine, le Brésil et le Mexique représentent les principaux marchés souverains (devises fortes). L'un comme l'autre présentent guère d'intérêt actuellement.

Sur le segment de la dette d'entreprise, l'année 2012 a connu un niveau record d'émissions (70,3 milliards de dollars depuis le début de l'année). Les investisseurs se sont montrés très actifs, ce qui suscite un flux de liquidités substantiel sur le marché. Toutefois, la prudence reste d'actualité jusqu'à la fin de l'année, essentiellement en raison des perspectives de croissance encore timides aux Etats-Unis, et des solides performances de l'Amérique latine (+13,7%) ; les derniers chiffres font preuve également d'une légère baisse de la solvabilité moyenne des entreprises (ratio upgrade/downgrade). Cependant, le rapport actuel des perspectives négatives/positives est rassurant à court terme, et crée selon nous un bon point d'entrée. Sur le plan des valorisations, l'Amérique latine est restée à la traîne derrière la région EMEA et l'Asie in 2012, avec un creusement accru des spreads. L'anticipation d'une croissance soutenue en 2013, notamment au Brésil, est de bon augure, même si elle est inférieure à la tendance à long terme.

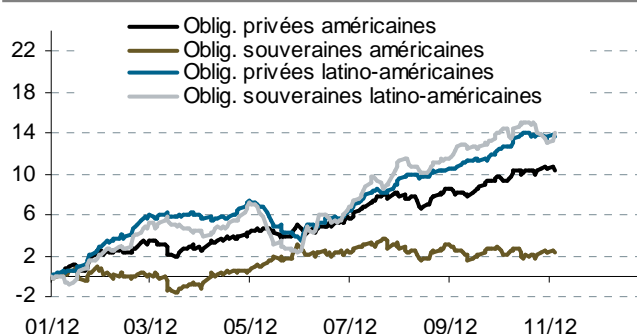
I Les statistiques aux Etats-Unis vont évidemment se révéler décisives à court terme. Toutefois, concernant la valeur relative des obligations d'entreprise émergentes, nous confirmons notre surpondération de l'Amérique latine. Le Brésil, le Mexique, le Pérou et la Colombie nous paraissent plus intéressants. Il conviendra bien sûr de se montrer sélectif. Les banques brésiliennes détenues par l'Etat ont notre préférence.

Allocation sectorielle en Amérique latine

Secteurs	Indice MSCI %	sept-12	oct-12
Énergie	52,6%		—
Matériaux de base	8,6%		—
Industries	3,3%		—
Biens de consommation cyclique	2,7%		+
Biens de consommation courante	6,0%		=
Santé	0,0%		=
Financières	17,6%		+
Technologies	0,0%		=
Télécoms	0,7%		=
Services aux collectivités	8,4%		=

Source : MSCI, Société Générale Private Banking

Rendement total depuis le début de l'année (%): Etats-Unis et Amérique latine



Source : Bloomberg, Société Générale Private Banking

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

EMEA*

Dans la mesure où la récession en zone euro pèse sur l'activité, les politiques monétaires vont probablement rester accommodantes, avec une croissance toujours atone malgré tout. Le repli récent de l'inflation en Russie sur fond de ralentissement économique plaide en faveur du maintien du statu quo (pas de nouvelle hausse de taux à ce stade).

LA RUSSIE, NOTRE MARCHÉ FAVORI DANS LA RÉGION

La corrélation marquée avec la zone euro qui fait l'objet d'un avis favorable, les faibles valorisations (2012e P/E 8,3x contre 11,2x pour les marchés émergents du monde) et l'importance de la Russie au sein de la région (41,9% de la capitalisation boursière) confirment notre opinion positive de la région EMEA jusqu'à la fin de l'année. Alors que le marché d'actions turc affiche la plus forte augmentation des bénéficiaires, nous optons pour une surpondération tactique de la Russie. En effet, la dynamique favorable, le niveau bas des cours (2012e P/E 5x) et la contre-performance récente devraient susciter un rebond des cours boursiers (pas seulement à court terme).

Nous sommes séduits par le marché de l'énergie russe (2012e P/E 4,0x) et le profil risque/rendement présenté par les banques russes (2012e P/E 5,9x) fortement influencé à court terme par les banques de l'UE sur lesquelles nous sommes surpondérées.

Notre opinion favorable des actions de la zone euro jusqu'à la fin de l'année justifie nettement une nouvelle pondération de la région. Nous sommes acquéreurs des titres énergétiques et bancaires russes, très abordables.

LE MARCHÉ ÉMERGENT LE PLUS DÉPENDANT DE FACTEURS EXOGÈNES

Le lien étroit de la région EMEA avec l'Europe occidentale constitue son principal point faible. Selon nos prévisions de récession persistante en zone euro, le contexte macro-économique est donc plutôt défavorable. En outre, de nombreux émetteurs de moindre qualité ont récemment tiré parti des faibles rendements. Ce phénomène dégrade la qualité moyenne du segment des obligations d'entreprise, qui canalise notre attention. Nous apprécions toujours les obligations d'entreprise, mais préférons adopter une attitude prudente, sauf au sujet des banques russes et turques, prisées par les investisseurs asiatiques.

La prudence est de mise quant à la valeur relative des obligations d'entreprise émergentes malgré des rendements attractifs, avec une moyenne de 4,35% (7,3% pour les titres HY) et une performance de 15% depuis le début de l'année. Procédez à une prise de bénéfices sur les obligations à haut rendement et faites preuve de sélectivité sur ce marché obligataire.

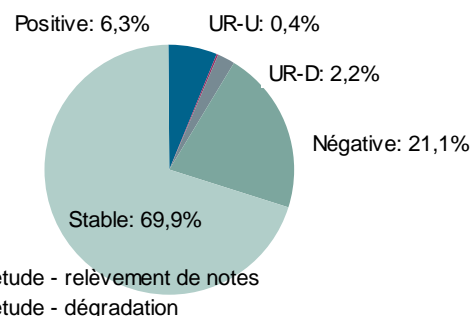
EMEA: Moyen-Orient, Afrique, Europe de l'Est

Allocation sectorielle dans la région EMEA

Secteurs	Indice MSCI %	sept-12	oct-12
Énergie	47,6%		+
Matériaux de base	11,3%		=
Industries	0,9%		=
Biens de consommation cyclique	2,0%		+
Biens de consommation courante	0,0%		+
Santé	3,6%		=
Financières	21,8%		+
Technologies	0,0%		=
Télécoms	6,5%		=
Services aux collectivités	5,1%		-

Source : MSCI, Société Générale Private Banking

Perspectives du marché HY dans la région EMEA



Source : S&P, Moody's, Fitch

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT

MARCHÉ DES CHANGES

EUR/USD : PAS DE TENDANCE MARQUEE A COURT TERME

Avec le regain d'optimisme sur le marché, de nombreuses positions courtes sur l'EUR se sont dénouées, entraînant la hausse de la monnaie unique depuis le milieu de l'été. Le programme QE3 non stérilisé lancé par la Fed devrait affaiblir l'USD vis-à-vis de l'EUR, mais les difficultés de la zone euro continuent à pénaliser largement la monnaie unique. La demande de sauvetage par l'Espagne devrait soutenir à l'euro à court terme. Toutefois, la récession devrait inciter la BCE à prendre de nouvelles mesures d'assouplissement (réduction de taux, liquidité, garanties), mais pas nécessairement dans les mois à venir sauf en cas de chiffres d'activité très décevants. La situation générale semble incertaine, sans tendance claire, mais les risques demeurent orientés à la baisse pour l'EUR.

! Dans ce contexte, l'EUR devrait évoluer au sein d'une fourchette comprise entre 1,30 et 1,25 sur un horizon à trois mois.

USD/JPY : L'INTERVENTION DE LA BoJ ET LE RETOUR DE L'APPETIT POUR LE RISQUE DEVRAIENT FAIRE BAISSER LE YEN.

Après l'annonce du programme QE3 par la Fed, la Banque du Japon a nettement renforcé ses achats de titres à deux reprises au cours des deux derniers mois afin de suivre le rythme et de tenter d'affaiblir le yen. Une nouvelle intervention est probable puisque la Banque du Japon subit une pression politique accrue. Le regain d'optimisme des investisseurs internationaux et la poursuite de la détente monétaire vont pénaliser le yen à terme.

! Nous tablons sur une érosion du yen dans les prochains mois (82/USD à trois mois).

EUR/GBP: LA LIVRE STERLING DEVRAIT CONTINUER À REGAGNER DU TERRAIN

Après un accès de faiblesse vis-à-vis de l'EUR durant l'été, la livre sterling a récemment opéré un revirement. Les performances de la livre devraient bénéficier de la conjoncture économique plus clémente au Royaume-Uni qu'en zone euro en 2013 (croissance modeste contre croissance nulle) et du ralentissement du rythme des achats d'actifs par la Banque d'Angleterre.

! Il faut s'attendre à une nouvelle appréciation de la GBP (0,78/EUR à trois mois).

EUR/CHF : TOUJOURS UNE VALEUR REFUGE POUR LES INVESTISSEURS SOUCIEUX

Le renforcement de l'EUR vis-à-vis du CHF n'est pas encore d'actualité. Un renouveau des tensions en zone euro provoqueraient de nouveau une ruée vers le CHF. Tant que les investisseurs doutent de la capacité de la zone euro à surmonter la crise européenne, le CHF conservera son statut de valeur refuge et continuera à attirer les flux de capitaux.

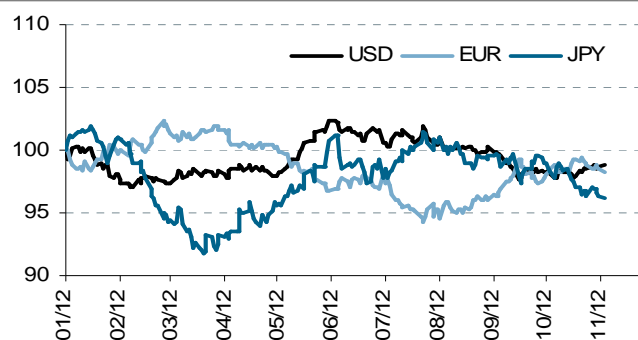
! Notre prévision de 1,20/EUR à trois mois reste inchangée.

Prévisions de taux de change

Taux de change	Présent 18/11/2012	Prévisions à 3 mois	Prévisions à 12 mois
EUR/USD	1,27	1,28	1,25
EUR/GBP	0,80	0,82	0,78
EUR/CHF	1,20	1,20	1,20
USD/JPY	81	82	85
USD/CAD	1,00	0,99	0,97
AUD/USD	1,04	1,04	1,02

Source : Datastream, Société Générale Private Banking

Taux de change pondéré des échanges commerciaux (base 100 le 02/01/2012)



Source : Datastream

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE : EN LÉGÈRE AUGMENTATION, MAIS PAS AVANT 2013

Après avoir gagné 25 USD entre juin et août, le cours du Brent est resté stationnaire, passant récemment en deçà de la barre des 110 USD/baril. Puisque la croissance économique mondiale se redresse, la demande pétrolière devrait selon nous augmenter, mais le rebond des cours ne se concrétisera sans doute pas avant le début 2013. En effet, deux facteurs compensateurs pourraient jouer à court terme : le premier est la réduction de la prime de risque géopolitique, puisque la réélection d'Obama rend moins probable la confrontation directe avec l'Iran ; le second est l'accroissement de la production pétrolière aux Etats-Unis qui inverse l'évolution des trente dernières années. Par ailleurs, les réserves pétrolières de l'OPEP demeurent abondantes. Dans la mesure où la croissance se stabilise dans les pays émergents, la demande devrait progressivement s'intensifier, entraînant une hausse (modérée) des cours. Par ailleurs, la poursuite de la détente quantitative par la Fed constitue un facteur de soutien durable aux cours.

Dans ce contexte, le cours du baril devrait à notre avis rester stationnaire (100-110 USD/baril) avant de repartir à la hausse au-delà de 110 USD/baril sous l'effet de l'amélioration de la conjoncture économique dans les pays émergents et développés.

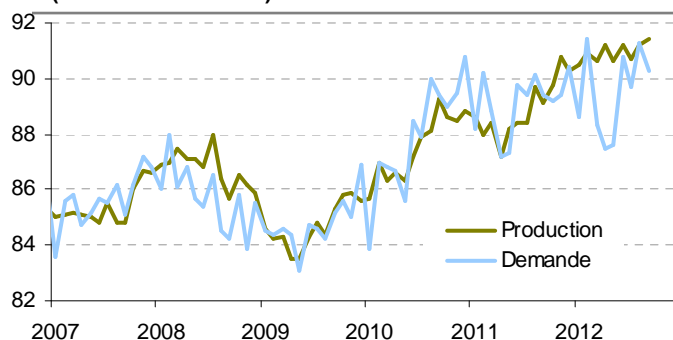
OR : UN CONTEXTE TOUJOURS FAVORABLE

Après une hausse substantielle du cours durant l'été dernier, l'or a opéré un repli. Ce phénomène ne concorde pas vraiment avec la détente monétaire générale, notamment dans les pays développés. Les mesures QE3 aux Etats-Unis et l'annonce du programme de rachat d'obligations par la BCE, de durée indéterminée et sans limites, favorisent nettement l'or, puisque les liquidités vont inonder les marchés financiers. Etant donné les restrictions budgétaires plus marquées en moyenne dans les pays du G20 l'an prochain, le nouvel assouplissement monétaire va éviter une détérioration accrue de la conjoncture économique.

La crainte de dévalorisation monétaire, qui se traduit par la recherche d'une couverture contre l'inflation, va continuer à susciter l'intérêt pour l'or. Dans les mois à venir, ce dernier va présenter un potentiel de hausse, du fait de la demande non démentie pour ce métal précieux en tant qu'investissement.

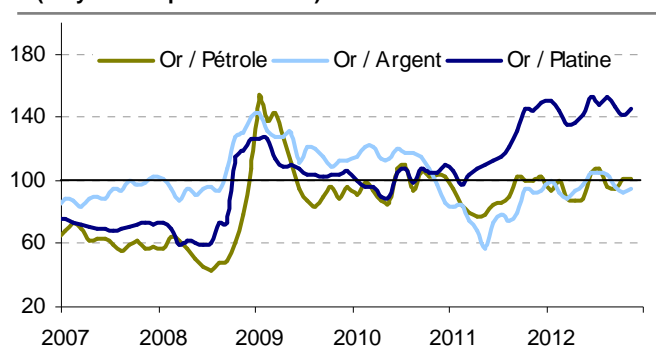
Les conditions sont réunies pour un retour de l'or aux alentours de 1800 USD l'once dans les trois prochains mois.

Production et demande pétrolières mondiales (en millions de barils)



Source : Bloomberg, Société Générale Private Banking

Prix relatif de l'or par rapport à d'autres matières premières (moyenne depuis 1971=100)



Source : Datastream, Société Générale Private Banking

AVERTISSEMENT

Ce document ne constitue pas une offre, une sollicitation, un conseil ou une recommandation d'acheter, de souscrire ou de vendre de quelconques instruments financiers et aucune de ses parties ne doit en aucune circonstance être interprétée comme telle.

Société Générale ne saurait être tenu responsable des conséquences financières

ou autres d'une transaction relative à des instruments financiers, réalisée exclusivement sur la base de ce document.

Toutes les informations contenues dans ce document sont fournies à titre purement indicatif et n'ont aucune valeur contractuelle. Ces informations sont susceptibles de changer sans préavis, en raison, notamment, de l'évolution des conditions de marché. Certaines données historiques proviennent de sources externes jugées fiables, mais la fiabilité de ces sources n'a pas été vérifiée de façon indépendante par Société Générale.

Société Générale décline expressément toute responsabilité concernant l'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence de ces données. Les chiffres relatifs à des performances (passées ou futures) ou des performances simulées (passées ou futures) ne constituent pas un indicateur fiable des rendements futurs. Société Générale est agréée par le Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement.

Société Générale Private Banking

Tour Granite
189, rue d'Aubervilliers
75886 Paris Cedex 18
France

privatebanking.societegenerale.com

S.A. au capital de
933 027 038.75 EUR
552 120 222 RCS Paris

DEVELOPPONS ENSEMBLE L'ESPRIT D'EQUIPE

