

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT & PERSPECTIVES DES MARCHÉS



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

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
▪ Marchés Asiatiques	11
▪ Amérique Latine	12
▪ CEEMEA (Moyen-Orient, Afrique, Europe Centrale de Est)	13
MARCHÉS DES CHANGES	14
MATIÈRES PREMIÈRES	15

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

VUE D'ENSEMBLE

PROFITER DE LA HAUSSE DES MARCHES



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

Les facteurs favorables à la performance des actifs risqués sont désormais en place : la croissance économique mondiale se raffermie dans un contexte où les politiques monétaires demeurent accommodantes. Aux Etats-Unis, les nouvelles macro-économiques meilleures qu'attendues ainsi que l'accord trouvé en matière budgétaire quant à la « falaise budgétaire » ont nettement amélioré la visibilité et rassuré les marchés. La consommation des ménages américains devrait continuer à bien résister grâce à des gains en termes d'emploi et de revenu ainsi qu'à la reprise du marché immobilier. Les dépenses en matière d'investissements pourraient bientôt augmenter. Une bataille se prépare entre l'administration Obama et les Républicains de la Chambre des Représentants, mais nous faisons l'hypothèse que le plafond de la dette sera relevé début mars. Dans la zone euro, une croissance négative du PIB allemand pourrait être le déclencheur d'un relâchement budgétaire, ouvrant la voie à une timide reprise de l'activité. En Asie, les importations et les exportations chinoises ont progressé sur l'ensemble de la région, bénéficiant de la reprise de la demande intérieure et extérieure. Au Japon, le programme annoncé de relance budgétaire devrait inciter les économistes et les stratéges à réviser à la hausse leurs anticipations en matière de croissance du PIB et des bénéfices. Enfin, l'inflation ne constitue pas à ce stade un risque, permettant aux banques centrales des pays développés et émergents de maintenir des politiques accommodantes, et dans certains cas de réduire encore les taux (Inde, Corée). Du côté des entreprises, le rebond des profits est en cours. Après deux années de contraction, les bénéfices dans la zone euro et au Japon devraient croître cette année respectivement de 8% et 15% environ. Aux Etats-Unis, la croissance des bénéfices devrait être nulle ou au mieux modeste (environ 5% selon nos prévisions). Cela dit, avec l'érosion des prix des obligations et les actions à la hausse, nous anticipons un retournement des flux de liquidités des obligations souveraines vers les actifs dits « plus risqués » principalement les actions et les obligations à haut rendement.

Dans ce contexte, **nous continuons à privilégier les actifs risqués, principalement les actions et les obligations à haut rendement par rapport aux obligations souveraines et obligations d'entreprises de catégorie 'investment grade'.**

En termes de classes d'actifs, **dans l'univers des actions**, nous continuons à préférer la **zone Euro et le Japon** aux autres marchés développés (USA et Royaume Uni inclus). Dans les pays émergents, nous surpondérons les actions asiatiques (surtout Corée, Taiwan et Chine) par rapport à l'Amérique Latine et l'EMEA*. En termes de secteurs, nous privilégions les valeurs financières sur l'ensemble des marchés internationaux, les secteurs liés aux investissements en capital aux Etats-Unis, les sociétés exportatrices au Japon, le secteur des matériaux de base au Royaume Uni, et les secteurs des valeurs technologiques et des biens de consommation durables en Asie.

Dans l'univers obligataire des marchés développés, les **obligations à haut rendement et la dette subordonnée financière** nous semblent encore attractives. Les obligations 'investment grade' des entreprises nous paraissent à présent chères et pourraient être négativement affectées par une hausse potentielle des taux d'intérêt, notamment aux Etats-Unis. Nous restons toutefois neutres sur la dette d'entreprises de catégorie 'investment grade' en zone euro dans la mesure où des opportunités en matière de portage existent encore. Concernant les marchés émergents, nous pensons que les obligations d'entreprises d'Amérique Latine disposent de plus de potentiel à la hausse que l'EMEA et l'Asie.

Concernant les **obligations souveraines**, les politiques des banques centrales ont ancré les taux d'intérêt à des niveaux extrêmement faibles, rendant leurs rendements peu attractifs. Seule la dette court terme des pays périphériques nous semble offrir encore des rendements réels positifs.

Le tableau ainsi dressé n'est pas sans risque. En effet, la trop grande confiance des investisseurs dans la croissance économique pourrait conduire à une augmentation soudaine et imprévue des rendements obligataires, qui ferait probablement dérailler la performance positive actuelle des actifs risqués.

Achévé de rédiger le 18 janvier 2013

* EMEA : Afrique, Moyen Orient, Europe Centrale

ALLOCATION D'ACTIFS GLOBALE

	Etats-Unis	Zone Euro	R-U	Japon	Asie	Amérique Latine	EMEA
Dette souveraine	-	-	-	-	-	=	=
Actions	= ↗	+	=	+	+	=	=
<i>Energie</i>	=	=	-/=	=	=	=	↗ +
<i>Matériaux de Base</i>	+	= ↘	+ ↗	=	↗	-	=
<i>Industrie</i>	+ ↗	= ↗	=	+ ↗	↗	-	=
<i>Consommation Cyclique</i>	- ↘	+ ↗	=/+	= ↗	↗	+	+
<i>Consommation Non Cyclique</i>	= ↗	-	-	- ↘	=	=	+
<i>Pharmacie</i>	+	+	=	=	↘	nm	=
<i>Financières</i>	+	+	+	+	+	+	+
<i>Technologie de l'Information</i>	+	=	-	=	+	nm	nm
<i>Télécoms</i>	-	-	-	- ↘	=	=	=
<i>Services aux collectivités</i>	-	-	= ↘	-	=	=	-
Crédit	= ↘	=	=	-	= ↘	+	+
<i>IG</i>	- = ↘	=	=	-	= ↘	+	+
<i>HY</i>	+ +	+	+	-	=	=	=

* Les flèches indiquent les changements par secteur ou par actif

= Neutre

+ Surpondérer

- Souspondérer

PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES

MARCHÉS DÉVELOPPÉS

Après avoir évité la « falaise fiscale », les marchés sont restés confiants, portés par le retournement de la croissance en Asie et les données macroéconomiques en provenance des Etats-Unis meilleures qu'attendues...

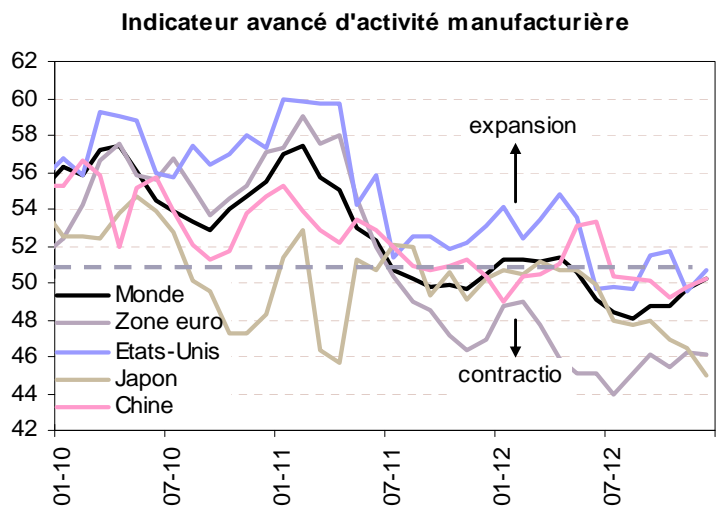
Comme attendu, un mouvement de reprise à l'échelle mondiale est à l'œuvre. Le marché du travail américain a créé plus d'emplois que prévu et les principaux indicateurs se sont améliorés. La croissance chinoise prend également de la vigueur alors que l'activité en zone euro se stabilise. Bien que l'économie mondiale fonctionne à trois vitesses différentes (EM, US, Europe), la reprise mondiale se confirme, soutenue par des coûts de financement moindres, une plus grande visibilité et des politiques accommodantes sur tous les plans.

Un certain assouplissement budgétaire devrait avoir lieu. Dans la zone euro, les politiques budgétaires sont quelque peu assouplies dans la mesure où la plupart des objectifs définis l'année dernière pour 2013 étaient trop ambitieux. La crainte de réduire un sursaut déjà limité incite fortement les gouvernements européens et la Commission Européenne à adopter une approche plus flexible. Même au Royaume-Uni, le gouvernement a fait allusion à un certain assouplissement, dans la mesure où les réductions continues des dépenses ont jusqu'à présent nuï de manière significative à la croissance. Aux Etats-Unis, bien que la dynamique budgétaire soit insoutenable, un vaste accord conduisant à un ajustement massif cette année est assez peu vraisemblable, et une grande partie des ajustements nécessaires sera reportée aux années à venir. Enfin, le gouvernement japonais a décidé de lancer un plan de relance budgétaire massif représentant 2,2% du PIB pour soutenir l'activité après un nouveau retour de la récession.

Sur le front monétaire, les politiques devraient rester très accommodantes. Bien qu'aucune action nouvelle n'ait été annoncée par la BCE - pas d'extension du programme LTRO, pas de nouvelle baisse des taux - la dissipation progressive des tensions financières a détendu la situation de liquidité des banques. Aux Etats-Unis, nous n'anticipons pas de retrait ou même de réduction du QE3 (USD 85 Mds mensuels d'achats d'actifs par la Fed) avant une confirmation de la vigueur de la reprise, qui sera réduite au T1 par l'effet différé des craintes liées à la « falaise budgétaire », par des réductions de dépenses et des hausses d'impôts sur le revenu. Au Japon, la Banque du Japon devrait engager une politique d'assouplissement monétaire avec l'objectif de faire baisser le yen et mettre un terme à la déflation persistante. Ceci a déjà été anticipé par le marché avec la forte baisse du yen depuis le début du mois de novembre.

Bien que la toile de fond soit plutôt favorable aux actifs risqués, certains risques de baisse pourraient se manifester dans les mois à venir. L'Espagne demeure en piteux état et un trop long délai avant la demande d'un plan de sauvetage pourrait provoquer de la volatilité dans la mesure où le refinancement posera des problèmes en 2013. De même, les politiques intérieures de certains pays pourraient alimenter la nervosité : les négociations en cours sur le plafond américain de la dette et les élections législatives prévues en Italie.

Indices PMI manufacturiers dans le monde



Indicateur de stress systémique de la BCE



Source : BCE, Société Générale Private Banking

PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES

MARCHÉS ÉMERGENTS

La réduction des risques macro-économiques et l'amélioration globale sur le front de la dette (Etats-Unis et Chine) sont une bonne nouvelle pour les pays émergents. Bien que la reprise boursière créée par l'accord de dernière heure sur la résolution de la « falaise budgétaire » pourrait connaître un recul dans les prochains mois, nous nous attendons à un accord qui libérerait les dépenses d'investissement des entreprises, dynamisant la croissance au 2nd semestre. Pour ceux qui peuvent faire face aux incertitudes du court terme, la situation semble assez favorable à une surperformance des pays émergents au travers d'une approche sélective : un risque systémique réduit, une croissance mondiale plus forte, une pression inflationniste assez bénigne, et des liquidités mondiales abondantes, avec les fondamentaux des pays émergents toujours plus favorables que ceux des pays développés.

ASIE

Les données récentes indiquent une reprise de la croissance. Les indices globaux manufacturiers (PMI) sont à la hausse (la Corée a vu pour la première fois en 7 mois indiquer une expansion de l'activité, celui de la Chine continue de progresser), et la croissance des exportations franchit un cap. Celle-ci sera vraisemblablement plus fortement soutenue par la reconstitution des stocks au niveau mondial (principalement grâce à la demande américaine et chinoise, surtout une fois dissipée l'incertitude sur la falaise fiscale). Le récent plan de relance japonais est la principale menace qui pèse sur notre vision favorable de la Corée, du fait de la perte de compétitivité résultant de l'appréciation du Won face au Yen.

Une croissance décevante en Corée pourrait constituer un argument pour une relance additionnelle, à la fois monétaire (baisse des taux) et budgétaire (loi de finances rectificative). Alors que le KRW continue à subir une pression haussière, on peut anticiper une intervention sur le marché des changes pour limiter la volatilité de la devise.

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

Avec la zone euro toujours en récession, y compris la croissance « molle » de l'Allemagne, la région devrait être encore à la traîne des régions émergentes en 2013. Les exportateurs de pétrole/matières premières, parmi lesquels beaucoup de pays africains (Ghana, Nigéria, Arabie Saoudite, Russie) devraient connaître des niveaux de croissance respectables. La Turquie démarre 2013 vigoureusement (PMI plus fort, voir tableau, la croissance devrait augmenter de 2,5% en 2012 à 4%, quoique l'inflation pourrait devenir un souci), pendant que le reste de la région se débattrait. Nous pensons que la Russie offre des perspectives de croissance stables, mais avec l'avantage d'une inflation potentiellement en baisse à partir du milieu de l'année qui pourrait déclencher une baisse des taux au 2ème semestre.

AMÉRIQUE LATINE

La région est sur le point d'enregistrer en 2013 la plus forte progression de croissance. Ceci explique la croissance du Brésil qui devrait passer de 1% en 2012 à 3,5% cette année. Nous sommes néanmoins circonspects sur le choix du gouvernement d'intervenir de manière significative dans l'économie (intervention sur le marché des changes, contrôle des prix...). Etant donné que la demande intérieure dans la région est toujours forte avec des marchés de l'emploi tendus, les pressions inflationnistes pourraient augmenter plus tard durant l'année. Nous nous attendons cependant à ce que des mesures macro-prudentielles soient privilégiées par rapport à la hausse des taux, au moins dans un premier temps. Le Mexique continue à bénéficier d'une demande intérieure plus forte et de réformes ; nous anticipons une appréciation continue du MXN avec un faible risque d'intervention de la banque centrale.

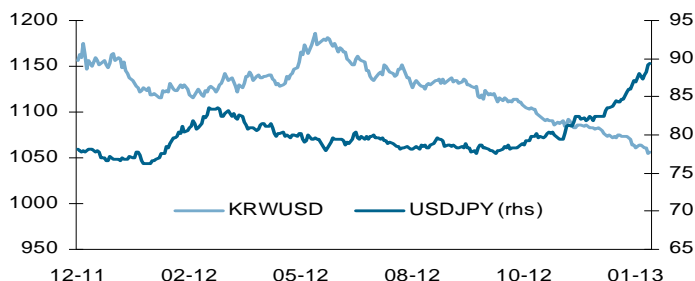
Indices PMI manufacturiers

	Dec 12	Nov 12	Oct 12
Global	50,2	49,6	48,8
US	50,7	49,5	51,7
Zone euro	46,1	46,2	45,4
RU	51,4	49,2	47,3
Japon	45,0	46,5	46,9
Chine	50,6	50,6	50,2
Inde	54,7	53,7	52,9
Indonésie	50,7	51,5	51,9
Corée	50,1	48,2	47,4
Singapour	48,6	48,8	48,3
Taiwan	50,6	47,4	47,8
Brésil	51,1	52,2	50,2
Mexique	52,8	52,9	52,0
Russie	50,0	52,2	52,9
Turquie	53,1	51,6	52,5
Afrique du Sud		49,5	47,1

■ >= 50 et en hausse
 ■ >= 50 et en baisse (ou stable)
 ■ <= 50 et en hausse (ou stable)
 ■ <= 50 et en baisse

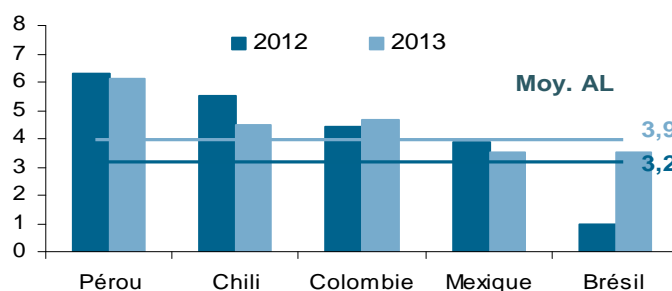
Source: Bloomberg, HSBC, SGPB

Le Won coréen s'est fortement apprécié face au yen



Source: Bloomberg, Société Générale Private Banking

Am. Latine : croissance en hausse au Brésil



Source: BCB, Banxico, BCRP, Banrep, IMF, Bloomberg, SGPB

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

ÉTATS-UNIS

Les incertitudes court terme liées au plafond de la dette devraient empêcher les actifs américains risqués de surperformer leurs pairs européens. Dans un portefeuille américain, nous continuons à privilégier les actions et les obligations à haut rendement sur les obligations souveraines et les titres classés "investment grade".

LES ACTIONS AMÉRICAINES DEVRAIENT SOUS-PERFORMER LES ACTIONS EUROPÉENNES

Le débat sur le plafond de la dette et les incertitudes entourant les coupes budgétaires pourraient continuer à peser sur la performance relative des actions américaines par rapport au reste du monde. Alors que les multiples de valorisations se sont améliorés (P/E 2013e 13,3X) nous continuons à penser que le risque lié à l'impact négatif du premier trimestre sur les revenus des ménages n'est pas pris en compte dans les valorisations, au moins pour les secteurs liés à la consommation. Concernant les dépenses des entreprises, nous considérons comme une très bonne nouvelle les indications selon lesquelles les investissements en capital ont repris ces derniers mois. Nous nous attendons donc à ce que les secteurs liés aux dépenses d'investissement (technologiques et industriels) en soient les plus grands bénéficiaires. Tactiquement, nous élevons les valeurs industrielles bon marché de Neutre à Surpondéré (P/E 2013e 13,5x) et abaissons le secteur cher des biens de consommation durables (P/E 2013e 15,7x) de Surpondéré à Sous-pondéré. Nous maintenons la Surpondération des financières dans la mesure où nous nous attendons à ce que la reprise du marché immobilier continue à soutenir le secteur.

Alors que nous voyons les actions américaines continuer à sous-performer les autres marchés développés (Japon et Euro), nous continuons à aimer les secteurs liés aux dépenses d'investissement et les financières.

MARCHE OBLIGATAIRE « HIGH YIELD » : LE SEUL ABRI POSSIBLE

Même diagnostic que pour tous les pays développés : les marchés de la dette souveraine sont chers et la probabilité d'une hausse des rendements est forte. Nous pensons que la dette du trésor américain est le plus vulnérable des marchés de dette souveraine en dépit des mesures non conventionnelles de la Fed. Quelques éléments pour étayer cette vision : 1) meilleures perspectives relatives de croissance aux Etats-Unis; 2) débat sur le plafond de la dette et nouvelle prise de conscience de l'endettement américain (même parmi les membres du FOMC) ; 3) opportunités d'investissements alternatifs (zone euro) qui conduisent les investisseurs à réduire leur appétit pour la dette du Trésor américain ; 4) besoins massifs de refinancement en 2013 quoiqu'il se passe. De plus, la volatilité pourrait être importante sur les bons du Trésor à l'avenir (liée à la publication de données sur le marché du travail).

Alors devrions-nous privilégier les marchés de crédit américains ? Oui, mais uniquement pour des stratégies de portage. En effet, les marchés de crédit américains sont exposés à la durée (plus que dans la zone euro), les fondamentaux sont au mieux stables (la dégradation de la tendance d'EBITDA). Finalement, nous anticipons une résurgence d'une activité favorable aux actionnaires. Les considérations techniques, conduites par les ETF, devraient provoquer de la volatilité.

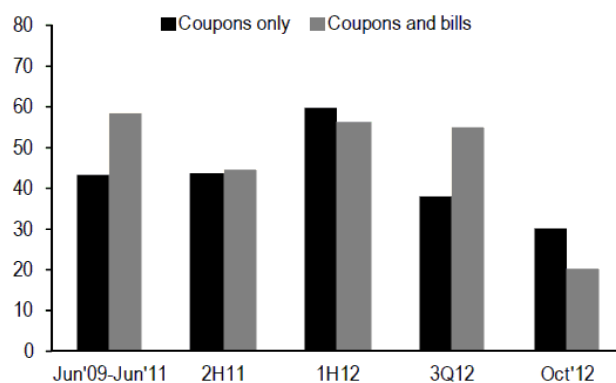
Nous conservons une position sous-pondérée sur les bons du Trésor. Les entreprises sont un pur portage. La surperformance du haut rendement dépend en grande partie de la possibilité ainsi que du moment de la hausse des bons du Trésor.

Le prime du marché actions US s'est réduite



Comparaison ratio cours/bénéfices anticipés à 12 mois ZE vs marchés développés Source: MSCI, Société Générale Private Banking

Achat de titres du Trésor par les non-résident (USD bn)



Source: JPMorgan

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

ZONE EURO

Avec la baisse des indicateurs de tensions financières et le rétablissement attendu des profits dès le T1, nous continuons à privilégier dans la zone euro les actions et le haut rendement contre la dette des gouvernements du cœur de la zone et la dette 'investment grade'.

ACTIONS : CONSERVER LA SURPONDERATION

Etant donné la forte surperformance régionale ces derniers mois, la question que nous posons est de savoir combien de temps la zone euro peut continuer à se comporter aussi bien. Nous pensons que cette tendance devrait durer dans la mesure où le programme OMT a fait disparaître le risque systémique et que les banques des pays de la périphérie jouissent désormais de conditions de financement meilleures. De plus, les changements récents du ratio de couverture de liquidité annoncés par le Comité de Bâle pourraient donner encore de l'élan au secteur bancaire et donc aux actions européennes.

Avec l'amélioration des multiples par rapport aux niveaux d'étiages antérieurs, les valorisations sont moins attrayantes qu'il y a trois mois (P/E 2013e 10,9x). Néanmoins, étant donné l'amélioration attendue des profits au T1, nous continuons à privilégier les valeurs cycliques et financières contre les défensives. Nous relevons les valeurs industrielles de Sous-pondéré à Neutre et abaissons les matériaux de base de Surpondéré à Neutre.

! Nous continuons à privilégier les actions européennes par rapport aux actions américaines. Nous continuons à aimer les Financières et passons à Neutre sur les Industrielles du fait de l'accélération de la croissance économique aux Etats-Unis et en Asie

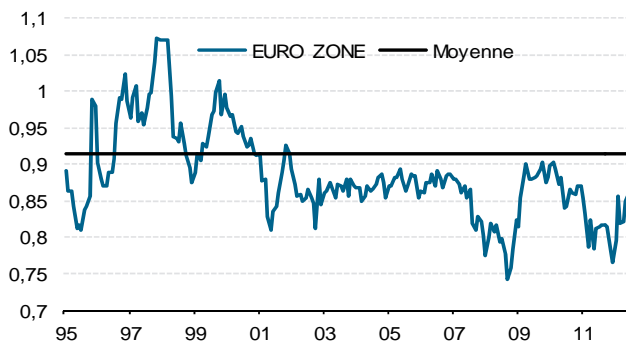
LES ARBRES NE POUSSENT PAS JUSQU'AU CIEL

Dans le marché de la dette souveraine de la zone euro, l'appétit pour le risque stimulé par des valorisations actions encore faibles (voir ci-dessus) et par la valorisation excessive des obligations (les obligations de la zone euro ont en moyenne un rendement de 2%, le Bund à 10 ans s'élève à 1,57% au moment où nous écrivons) nous persuade que la plus forte pente de la courbe des taux est désormais permanente, et ce en dépit d'une croissance timide et de faibles anticipations de reprise de l'inflation. Nous ne voyons donc pas de raisons pour changer notre recommandation de sous-pondérer les dettes souveraines. Cela s'applique de toute évidence aux pays du centre/nord de l'Europe. Toutefois, la convergence des pays du centre/PIIGS que nous prévoyions depuis maintenant quelque temps s'accélère désormais. Nous sommes donc positifs sur le Portugal, l'Irlande et l'Italie. Nous anticipons de la volatilité à venir sur l'Italie du fait des élections, ainsi qu'en Espagne qui n'a pas encore demandé l'assistance de la BCE. Les Bonos espagnols sont une opportunité attrayante sur les maturités inférieures à trois ans.

Les marchés de crédit atteignent désormais une limite. En dépit de la hausse du mois de janvier, les obligations 'investment grade' ont à peine performé. Cela est dû à leur forte valorisation, et nous adoptons désormais une vue prudente sur les entreprises 'investment grade'. Il faut privilégier les échéances courtes. Nous sommes plus positifs sur les obligations qui offrent une protection de spreads (les obligations à haut rendement), surtout dans le contexte de fondamentaux encore bons et de considérations techniques favorables.

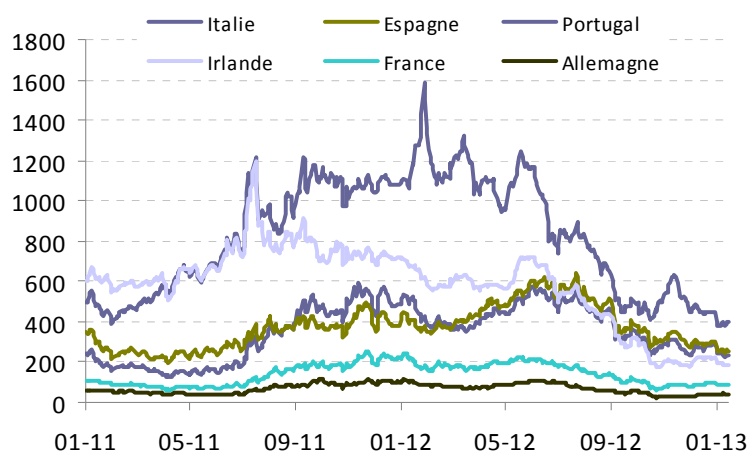
! Conserver une exposition à la dette subordonnée des financières et au haut rendement. Conserver une durée courte en anticipation d'une plus forte pente de la courbe des taux.

Revalorisation en cours des actions de la zone euro



Comparaison ratio cours/bénéfices anticipés à 12 mois ZE vs marchés développés
Source: MSCI, Société Générale Private Banking

Les spreads souverains périphériques se resserrent



Source: Bloomberg, Société Générale Private Banking

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

ROYAUME-UNI

Avec les perspectives économiques peu enthousiasmantes au Royaume Uni, nous continuons à privilégier les actifs risqués des autres pays. Toutefois, les valorisations faibles et le rendement élevé des dividendes devraient empêcher les actions de sous-performer massivement.

DE FAIBLES MULTIPLES ET UN RENDEMENT ÉLEVÉ DES DIVIDENDES SONT UN ATOUT. NOUS SORTONS DES SERVICES AUX COLLECTIVITES POUR NOUS ORIENTER VERS LES MATÉRIAUX DE BASE

Alors que le marché britannique est bon marché par rapport aux autres marchés développés, (PE 2013e 10,8x vs. 12,7x) et en dépit du rendement attractif des dividendes qu'il offre, (2013e 4,2% vs. 2,9% pour les marchés développés), nous pensons qu'il manque encore d'un catalyseur positif pour surperformer. En effet, avec une production manufacturière et des ventes de détail très décevantes en novembre, nous nous attendons à peu de surprises en termes de bénéfices (Croissance BPA 2013e: consensus +8% vs. nos prévisions de 0%).

En termes de secteurs, et en dépit d'une amélioration des données en provenance des Etats-Unis et de l'Asie, les secteurs britanniques mondiaux sont bon marché (matériaux de base P/E 2013e 11,4x). Au contraire, les secteurs britanniques à haut rendement sont désormais particulièrement chers (services aux collectivités P/E 2013e 12,7x). Nous sortons donc du secteur des services aux collectivités (désormais Neutres) pour aller vers les matériaux de base (désormais Surpondéré) et conservons la surpondération des banques grâce à leur forte corrélation avec le secteur bancaire de la zone euro.

! Avec les prévisions de bénéfices menacées par de possibles baisses, nous ne voyons pas les valorisations bon marché comme des catalyseurs suffisants pour assurer une surperformance par rapport aux autres pays développés. Nous préférons les secteurs sensibles à l'activité internationale comme les matériaux de base aux sociétés de services aux collectivités.

LA FORTE DURATION ET LE MANQUE DE VISIBILITÉ RENDENT CE MARCHÉ PEU ATTRACTIF

Le Royaume-Uni est probablement le marché avec la plus faible visibilité, ce que les marchés n'apprécient guère. Le programme d'austérité mis en place pèsera de manière significative sur la croissance. Les comptes publics tout comme la balance commerciale demeurent en fort déficit et nous n'anticipons pas d'amélioration en 2013. Simultanément, l'inflation pourrait rester bien au dessus de 2%. Un point d'interrogation demeure donc sur un nouveau programme de QE. Le Royaume-Uni pourrait perdre cette année son rating AAA qu'il ne mérite plus. Cela devrait affecter négativement le marché des obligations d'Etat. Nous anticipons une poursuite de la convergence avec les OAT français. Les obligations d'Etat à 10 ans sont à 2% au moment où nous écrivons contre 2,11% pour l'OAT équivalente. .

Nous n'aimons pas particulièrement non plus les marchés de crédit en GBP (comparés à d'autres marchés) en dépit de bons fondamentaux et de considérations techniques favorables. Une des raisons est la très longue durée, caractéristique de ce marché et sa taille relativement modeste. Rester sur des durées courtes.

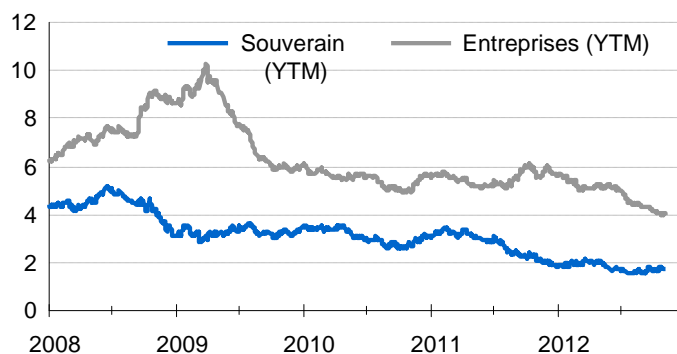
! Éviter les obligations d'État et privilégier le haut rendement et la dette subordonnée des banques.

Il est temps de basculer en faveur des valeurs du R-U



Performance relative: sect matériaux ZE vs sect. matériaux UK
Source: MSCI, Société Générale Private Banking

Rendement des obligations souveraines et d'entreprise (%)



Source: FactSet, iBoxx, Yieldbook

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

JAPON

Dans la mesure où il y a un réel changement dans les perspectives économiques japonaises et que le yen continue de se déprécier, nous suggérons de rajouter plus d'actifs risqués de cette région.

LA NOUVELLE POLITIQUE ÉCONOMIQUE CHANGE DE MANIÈRE STRUCTURELLE LES PERSPECTIVES JAPONAISES. PRENDRE PLUS DE VALEURS CYCLIQUES

En dépit de signes concrets de reprise économique, les actions japonaises sont extrêmement peu chères, s'échangeant actuellement à environ 1 fois leur valeur comptable pour les prévisions 2013 contre 1,6x pour les autres marchés développés. Nous pensons que ces multiples n'intègrent pas pleinement 1) l'annonce récente par le gouvernement Abe de l'ampleur du plan de relance, 2) la possibilité de voir la Banque du Japon adopter plus de QE et 3) la reprise cyclique de l'activité en Chine. Nous révisons donc à la hausse nos prévisions de bénéfices pour cette année (d'environ 12% à 18%) ainsi que notre objectif pour le Nikkei (de 10.500 à 11.500).

En termes de secteurs, nous suggérons de passer à une allocation plus cyclique avec une forte exposition aux exportateurs et aux secteurs liés à la consommation. Nous relevons les matériaux de base et les biens de consommation durables à Neutre et les industrielles à Surpondéré. Nous abaissons les produits de consommation courante et les télécoms à Sous-pondéré et la santé à Neutre.

Le changement structurel de l'économie japonaise devrait soutenir une réévaluation des bourses. Nous voyons encore un potentiel de hausse.

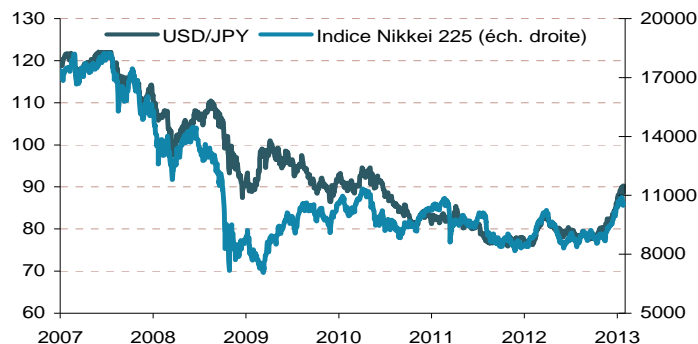
PAS DE DEBAT ICI : VENDRE L'OBLIGATAIRE !

Les obligations souveraines japonaises ont un rendement de 0,63%, les obligations des entreprises 0,65% avec des durations de respectivement 8 ans et 4 ans. L'obligataire japonais est très cher ce qui n'est pas une nouvelle. Mais les mesures annoncées récemment par le nouveau gouvernement japonais sont une raison absolument claire pour rester à l'écart des actifs obligataires. La seule lumière au bout du tunnel serait la possibilité qu'une partie des investisseurs en titres souverains japonais rachètent dès que les rendements des obligations d'Etat japonaises s'élèvent à nouveau. Pourquoi cela se produirait-il ? A cause d'une bonne surprise inattendue sur la croissance américaine, qui déclencherait un mouvement vers les actifs risqués dans le monde. Cela ne représente cependant pas de réel potentiel de performance.

Nous réitérons que la seule manière de trouver des profits est probablement de surveiller les émissions qui attirent une attention spécifique du marché ou qui sont impactées par d'autres facteurs mondiaux négatifs. Il faut aussi garder à l'œil les banques étrangères (américaines ou australiennes) dans la mesure où elles sont régulièrement émettrices d'obligations en Yen. Surveiller les entreprises qui pourraient bénéficier des dépenses de reconstruction dans les régions affectées par le tremblement de terre, les entreprises orientées vers les infrastructures et la consommation.

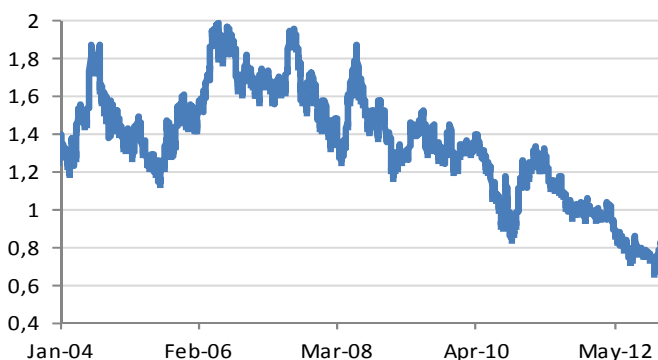
Rester sur des durations courtes. Préférer le crédit.

Allocation sectorielle au Japon



Source : MSCI, Société Générale Private Banking

Rendement des obligations d'Etat japonaises à 10 ans (%)



Source : Bloomberg, Société Générale Private Banking

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

MARCHÉS ASIATIQUES

La reprise cyclique dans la région soutient la performance des actions que nous surpondérons par rapport aux autres marchés émergents. Dans le monde de l'obligataire, l'Asie est déjà chère et devrait uniquement être envisagée comme un pur portage.

DE FAIBLES MULTIPLES SOUTIENNENT LES ACTIONS ASIATIQUES

Durant les trois derniers mois, les marchés asiatiques ont connu une performance particulièrement bonne par rapport aux autres marchés émergents. De bonnes nouvelles en provenance de la région ont, en effet, soutenu les valeurs locales et ce, en dépit de l'appréciation des devises asiatiques contre le Yen japonais. La réalité est que les flux de capitaux importent et qu'encore une fois les actions chinoises retrouvent l'engouement des investisseurs après avoir perdu leurs faveurs durant deux longues années. Les faibles valorisations et entrées de capitaux devraient donc maintenir la surperformance des actions chinoises (P/E 2013e 10,0x) et coréennes (P/E 2013e 8,7x) par rapport aux autres marchés émergents. En dépit de multiples plus élevés, nous continuons à aimer Taïwan (P/E 2013e 14,4x) pour son exposition aux sociétés technologiques (55% de la capitalisation boursière) et nous passons de Sous-pondéré à Neutre sur l'Inde qui pourrait bénéficier d'une libéralisation progressive du prix du diesel. En termes de secteurs nous continuons à privilégier les financières, l'informatique et les biens de consommation durables.

! L'Asie reste parmi les marchés émergents notre région préférée pour investir en actions. Nous aimons particulièrement la Corée du Sud, Taïwan et la Chine grâce à leurs faibles valorisations et à la reprise des flux d'entrée de capitaux.

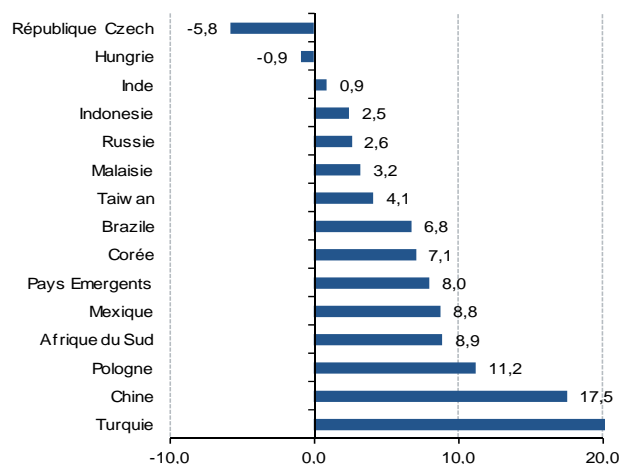
L'ASIE : UN SYMBOLE DE LA FORTE VALORISATION ACTUELLE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES

L'Asie est un cas intéressant pour les investisseurs globaux ! Comme nous l'évoquons au dessus, les économies asiatiques sont en train de rebondir et les banques centrales sont globalement accommodantes, alors que la consommation réaccélère. Nous anticipons des entrées continues et massives dans les marchés obligataires libellés en devises fortes en 2013, dans la mesure où les investisseurs locaux devraient y rechercher des rendements. Nous trouvons toutefois trop chères les obligations d'Etat libellées en USD. A titre d'exemple, les obligations Corée du Sud 04/2019 en USD s'échangent à 2,05%. Les titres de Malaisie 07/2021 en USD s'échangent à 2,53%. Étant donné sa stabilité, ce marché devrait être considéré comme un investissement défensif.

Alors que l'Asie est de toute évidence le marché de crédit émergent le plus cher, nous recommandons néanmoins d'y être exposé. Nous anticipons, en effet, une demande soutenue pour cette classe d'actifs en 2013, non seulement du fait des investisseurs étrangers mais également du fait de fonds de pension locaux. La demande – qui devrait être à des niveaux semblables à ceux de 2012, et principalement du fait de la Chine et de l'Inde – devrait être facilement satisfaite. Les taux de défaut devraient rester faibles (environ 2%). A surveiller : les crédits douteux des banques chinoises. Si l'on doit choisir entre les obligations à haut rendement et les 'investment grade', la forte valorisation de 'l'investment grade' comparée aux marchés internationaux est un point négatif. Simultanément, les clauses de remboursement anticipé sur le marché du haut rendement pèsent également beaucoup.

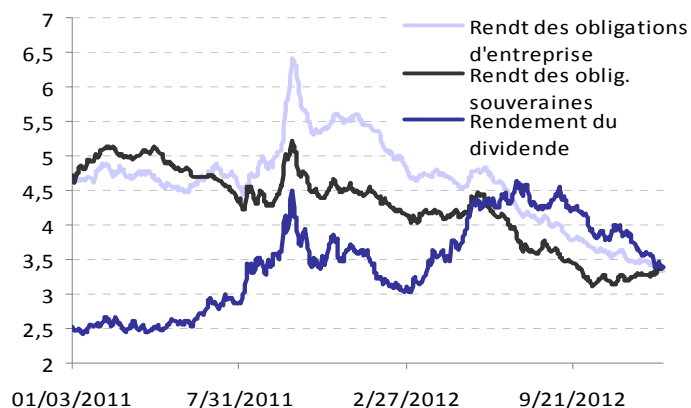
! Préférer le marché du crédit et le considérer comme un pur portage, pas plus !

Performance sur 3 mois des marchés actions (% en USD)



Source: MSCI, Société Générale Private Banking

Asie : rendement des obligations et des actions (%)



Source: Datastream, Société Générale Private Banking

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

AMÉRIQUE LATINE

Le ton du débat économique au Brésil demeure assez négatif comparé aux autres pays émergents (surtout l'Asie), nous recommandons donc de conserver une faible exposition aux actifs risqués de la région.

PAS ASSEZ BON MARCHÉ POUR DÉCLENCHER DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

La croissance économique brésilienne reste en-dessous de la tendance générale. En plus d'un environnement économique difficile, nous pensons que la volonté de l'administration actuelle de limiter la rentabilité du secteur privé est susceptible d'engendrer de nouveaux retards dans les investissements d'infrastructure et de ralentir encore la croissance du PIB en 2013. Il faudrait un pas dans la direction opposée ou une reprise significative de la croissance pour reconsidérer les actions brésiliennes. En effet, moins d'intervention gouvernementale en 2013, en ligne avec les remarques du Ministre des Finances Mantega, pourrait suffire pour déclencher une performance des actions. En termes de secteurs nous conservons toujours un profil défensif en maintenant une position sous-pondérée sur les matériaux de base. Nous remontons cependant maintenant le secteur de l'énergie à Neutre, lequel pourrait bénéficier d'une amélioration des bénéfices du fait de la reprise économique en Asie et aux Etats-Unis.

Etant donné la relative cherté de la région et le manque de croissance des bénéfices, nous suggérerons de prendre plus d'exposition sur les autres marchés émergents et notamment l'Asie.

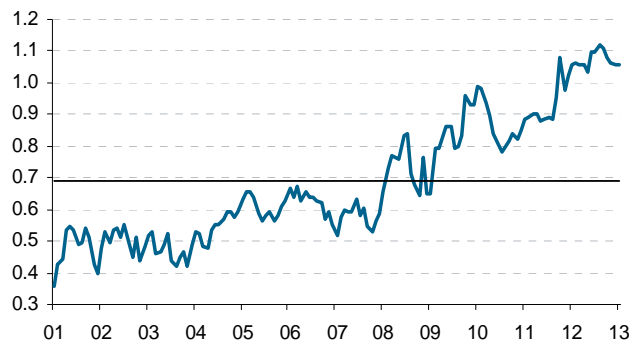
MARCHE OBLIGATAIRE : UN MARCHÉ NÉGLIGÉ !

Nous pensons que les meilleures perspectives de croissance au Brésil – moins fortes toutefois que précédemment anticipées - avec les dynamiques attractives offertes par le Mexique, le Chili, la Colombie et le Pérou (croissance réelle, politiques budgétaires équilibrées, démographie favorable et inflation contenue) constituent une base stable pour les marchés obligataires. Toutefois, les obligations libellées en USD sont (à nouveau) chères. Brésil 01/2021 à 2,08%, Chili 10/2022 à 2,38%. Le marché des dettes souveraines a connu une performance étonnante en 2012. Nous pensons donc que le potentiel de plus-values réside plus dans les marchés de crédit pour l'instant.

Non seulement, les marchés de crédit de l'Amérique latine ont sous-performé les obligations gouvernementales de la région en 2012 (+15.7% vs. +17.1%), mais ils ont également sous-performé les autres marchés de crédit émergents. Les spreads Latam (OAS) demeurent les plus importants (duration plus longue). Les facteurs explicatifs sont ponctuels et dépendent principalement du Brésil (marché le plus important) : ralentissement de la croissance ; crise bancaire (défaut de la Banco Cruzeiroiro) ; forte baisse du minerai de fer qui affecte le leader mondial Vale ; importants besoins d'émission (Petrobras). Cela doit être oublié en 2013. En dépit de l'Argentine et du Venezuela que nous percevons comme faibles, nous anticipons une baisse des taux de défaut, des émissions en baisse (très faible risque de refinancement), et globalement des entrées massives de capitaux.

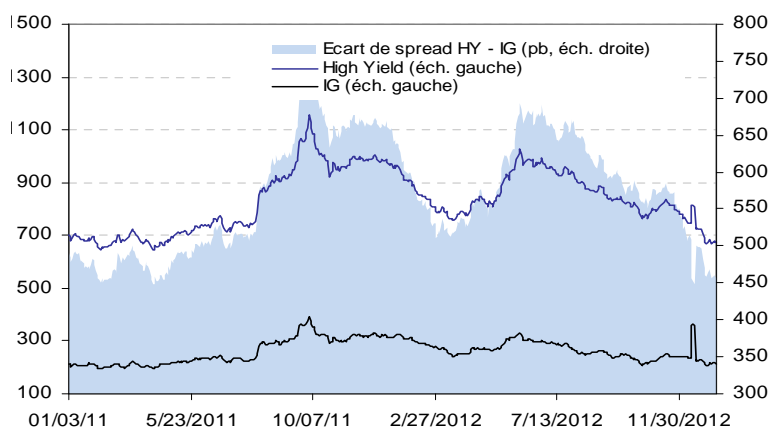
Nous réitérons notre Surpondération sur la région Latam. Rester principalement sur 'l'investment grade' jusqu'à confirmation de la reprise américaine US. Se préparer au transfert vers le haut rendement.

Le Brésil est plus cher que la Chine



Comparaison des ratios cours/bénéfices anticipés à 12 mois
Source: MSCI, Société Générale Private Banking

Spreads high yield et investment grade sur les marchés du crédit d'Amérique latine (pb)



Source: Société Générale Private Banking, Bloomberg

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT PAR REGION

MARCHÉS CEEMEA

Certains pays d'Europe Centrale sont pénalisés par la faiblesse de la demande interne et externe, nous préférons demeurer peu exposés sur cette région.

LA RUSSIE RESTE SELON NOUS LA MEILLEURE OPTION AU SEIN DE LA RÉGION

La forte contraction de l'économie de la zone euro est répliquée en Europe Centrale. La Hongrie et la République Tchèque sont en récession, ce qui est cohérent avec la part importante dans leur production globale des secteurs orientés vers l'exportation, comme l'automobile et l'électronique. Ailleurs dans la région CEEMEA (Turquie) l'activité industrielle se porte beaucoup mieux mais les multiples de valorisation sont moins attrayants (2013e P/E à 10,7x vs marchés émergents 10,6x et PBV à 1,7x vs 1,5x pour les marchés émergents) et pourraient être négativement impactés par les craintes inflationnistes. Au sein de la CEEMEA nous préférons toujours la Russie du fait de valorisations extrêmement bon marché et de son exposition au secteur de l'Energie. Cela dit nous restons neutres sur CEEMEA avec une Surpondération sur la Russie.

En termes de secteurs, nous privilégions le marché de l'Energie en Russie (P/E 2013e 4,1x) et le couple risque / rendement offert par les banques russes (P/E 2013e 6,0x) à court terme par les banques de l'UE (Surpondérer).

De faibles perspectives de croissance des bénéfices pourraient empêcher la région de surperformer. Des multiples extrêmement bon marché nous font surpondérer la Russie.

LA RUSSIE RESTE ATTRACTIVE

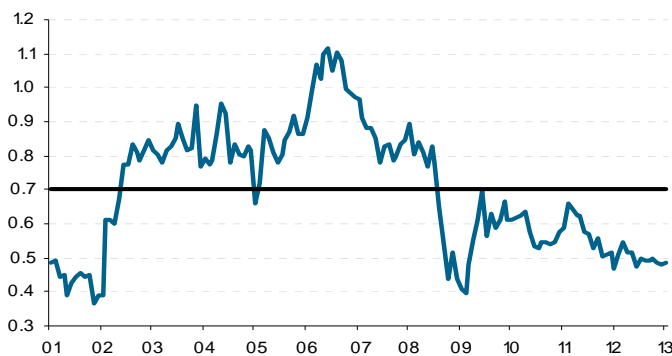
Il est difficile d'aborder la région dans une optique macro-économique, dans la mesure où les dynamiques russes et turques sont favorables (pour différentes raisons) alors que l'Europe Centrale souffre de ses liens étroits avec la zone euro, que le Moyen Orient est très dépendant de risques géopolitiques et que l'Afrique est un marché « frontière » naissant. Néanmoins, nous anticipons globalement que les exportateurs de matières premières (Russie, Ghana, Nigeria) connaîtront une bonne performance et anticipons des révisions à la hausse de notations de souverains (Turquie). Dans ce contexte, nous sommes sélectivement positifs sur les obligations souveraines en dépit de leur surperformance vis à vis d'autres marchés émergents durant les 12 derniers mois (cela s'applique également aux marchés de crédit, voir ci-dessous).

Pour les marchés de crédit nous pensons que la sélection de titres est à nouveau cruciale. Nous préférons de beaucoup l'Europe de l'Est par rapport à l'Afrique (pour des raisons de liquidité) et au Moyen Orient (moins de rendement mais également moins volatil).

Ce marché très diversifié requiert une approche micro-économique. Cela dit, nous restons positifs sur tous les sous-compartiments de ce marché pour des raisons diverses.

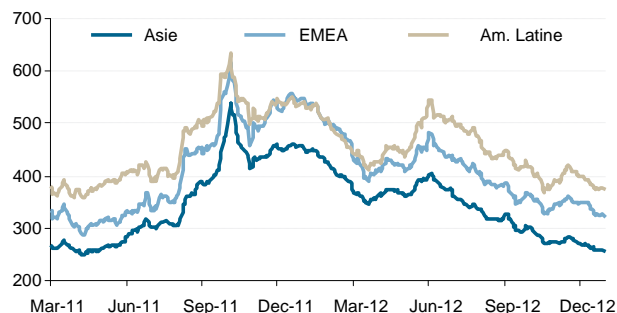
EMEA: Moyen-Orient, Afrique, Europe de l'Est

Le marché russe a une valorisation de moitié inférieure aux marchés émergents



Comparaison des ratios cours/bénéfices anticipés à 12 mois
Source: MSCI, Société Générale Private Banking

Spreads sur les marchés de crédit émergents (pb)



Source: Bloomberg, Société Générale Private Banking

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT

MARCHÉS DES CHANGES

EUR/USD: DANS UNE FOURCHETTE ÉTROITE DANS LES MOIS À VENIR AVANT UNE RECHUTE

Avec un retour à un sentiment plus positif, la plupart des positions vendeuses sur l'euro ont été dénouées, soutenant la hausse de l'euro depuis le milieu de l'été. Le QE3 non-stérilisé lancé par la Fed affaiblit l'USD alors que la politique monétaire de la BCE demeure inchangée. La demande de sauvetage par l'Espagne aurait un impact positif à court terme. Si nous restons positifs sur l'euro à court terme, nous pensons toujours que la monnaie unique pourrait s'affaiblir plus tard dans l'année dans la mesure où la crise de la dette périphérique a été jugulée mais pas réglée.

! L'EUR devrait rester dans la fourchette de 1,30-1,35 sur un horizon de trois mois

USD/JPY: LE CHANGEMENT POLITIQUE FERA ENCORE BAISSER LE YEN

La victoire du LDP en décembre change radicalement la donne. Le nouveau gouvernement a déjà pris des initiatives visant à un relâchement maximum des politiques pour faire baisser fortement le Yen et relancer la demande intérieure à l'aide de mesures budgétaires. Le marché avait déjà anticipé ces mesures et le taux de change effectif du yen avait déjà perdu 10% depuis le début novembre. Même si les marchés des changes ont tendance à sur-réagir à court terme, il y a encore du chemin à faire en 2013, à condition que la Banque du Japon prenne les initiatives qui lui permettent d'atteindre son objectif d'inflation de 2%. L'appétit pour le risque que nous voyons se développer est également un facteur susceptible d'affaiblir le yen. Une consolidation pourrait intervenir mais la tendance pour le Yen est à la baisse.

! La vitesse de dépréciation pourrait ralentir dans les semaines à venir (90/USD à 3 mois), mais la glissade devrait continuer sur toute l'année 2013.

EUR/GBP: LA LIVRE DEVRAIT SE REDRESSER

Le Royaume Uni pourrait connaître en 2013 de meilleures conditions économiques que la zone euro (croissance modeste contre légère contraction) et la Banque d'Angleterre pourrait différer de nouvelles mesures de QE grâce à une politique budgétaire plus accommodante, ceci devrait avoir un effet positif sur la performance de la livre. Même une baisse de la notation souveraine n'est pas susceptible d'empêcher un mouvement à la hausse.

! Nous nous attendons à ce que la GBP se stabilise (0,82/EUR à trois mois) avant de repartir à la hausse.

EUR/CHF: UNE BAISSÉ LIMITÉE POUR LE CHF

La dissipation des tensions financières ajoutée à une moindre probabilité de baisse des taux par la BCE ont déclenché une baisse du CHF. L'EUR pourrait continuer à monter un peu vis à vis du CHF alimenté par un appétit plus marqué pour le risque. Mais ce mouvement risque d'être pour l'essentiel de courte durée car nous voyons les difficultés structurelles de la zone euro constituer un facteur de baisse de la monnaie unique plus tard en 2013.

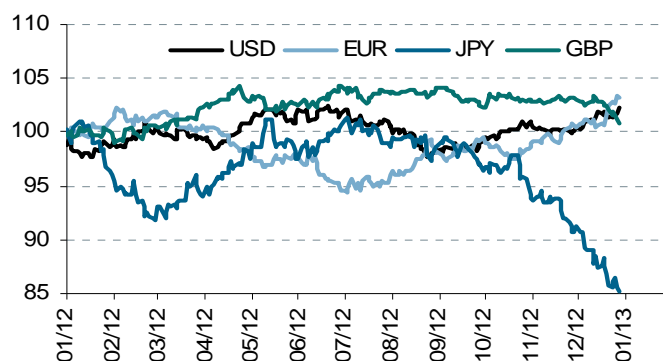
! Nous révisons à la hausse nos prévisions à 1,25/EUR à 3 mois

Prévisions de taux de change

Devises et matières premières	Comptant	Prévisions à 3 mois	Prévisions à 12 mois
25/01/2013			
EUR/USD	1,33	1,32	1,25
EUR/GBP	0,84	0,82	0,78
EUR/CHF	1,24	1,25	1,20
USD/JPY	90	90	95
Pétrole (Brent) - USD	112,63	105	115
Or (USD)	1689,95	1650	1800

Source : Datastream, Société Générale Private Banking

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



Source : Datastream, Société Générale Private Banking

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE: LES PRIX DEVRAIENT MONTER, MAIS PAS AVANT FIN 2013

Le prix du Brent est resté assez stable depuis le début novembre s'échangeant autour de USD 110 le baril avec une volatilité en baisse. Avec la reprise de la croissance de l'économie mondiale, une pression à la hausse pourrait se matérialiser, mais probablement pas avant le 2ème semestre lorsque la demande aura significativement monté. Dans les mois à venir, deux facteurs compensateurs pourraient empêcher une montée des prix. D'abord les prix actuels incluent encore une prime de risque géopolitique élevée (environ 15\$/b selon la plupart des analystes) et son rétrécissement pourrait faire baisser les prix. Ensuite, l'embargo sur les exportation de pétrole iranien a déjà été intégré et les coûts marginaux de production sont d'environ USD 90/b. Les anticipations à la baisse du marché sont visibles dans les prix des futures de pétrole en déport (prix futures plus faibles que les prix courants). Avec la croissance touchant le fond dans les marchés émergents et la croissance américaine s'accroissant au 2ème semestre, la demande devrait progressivement augmenter, poussant les prix à la hausse, quoique de manière modérée.

Dans ce contexte, nous pensons que le prix du baril devrait s'échanger dans une fourchette de USD 100-110/b avant de repartir à la hausse au delà de USD 110/b sous l'effet de meilleures conditions économiques dans les pays émergents et développés.

OR: FAIBLESSE À COURT TERME MAIS POTENTIEL DE HAUSSE PLUS TARD

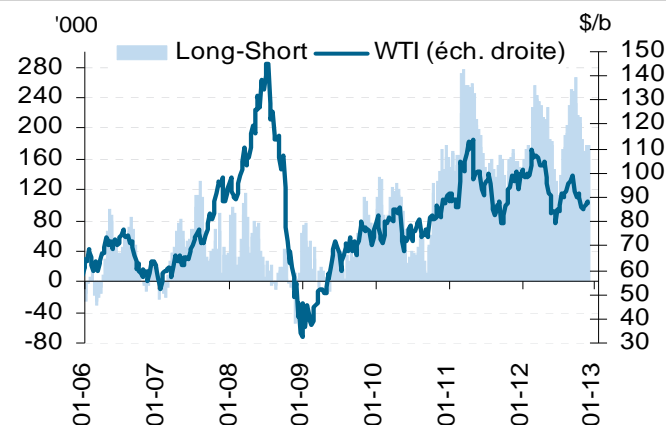
Le prix de l'or a subi une consolidation significative au T4 2012 du fait de pressions à la baisse créées par le relâchement des tensions financières et des ventes des ETF. La baisse des risques systémiques dans la zone euro a également fait baisser le métal jaune.

Ceci n'est pas tout à fait cohérent avec les politiques monétaires accommodantes dans le monde entier, particulièrement dans les pays développés. Le QE3 aux Etats-Unis et la révision à la hausse des achats d'actifs par la Banque du Japon feront croître encore les liquidités globales, un déterminant structurel pour l'appréciation de l'or. Les politiques monétaires dans le monde entier devraient rester très accommodantes avec les risques de reprise de l'inflation encore lointains.

La peur de la dévalorisation d'une devise qui se traduit par la recherche d'une couverture contre l'inflation continuera à soutenir l'appétit pour l'or, probablement plus durant le 2ème semestre que dans les mois à venir. La demande d'or au détail en provenance de la Chine et de l'Inde est la plus grande source de demande d'or physique. Même s'il y a encore une augmentation de la demande à prévoir en 2013, l'augmentation devrait être plus modeste que durant les années antérieures, reflétant un plus grand appétit pour les actifs risqués et la faible valeur de la rupee.

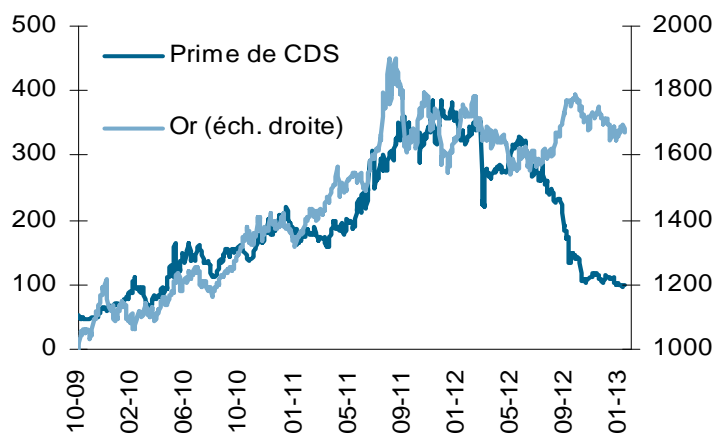
A court terme, nous ne voyons pas de potentiel de hausse significatif et anticipons même une certaine faiblesse de l'or dans les 3 mois à venir. Nous considérons néanmoins que les prix actuels sont un bon point d'entrée.

Les positions nettes sur le marché des futures pétroliers sont encore acheteuses



Source : Bloomberg, Société Générale Private Banking

Le prix de l'or et CDS sur les souverains européens se sont décorrélés



Source : Bloomberg, 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

www.privatebanking.societegenerale.com

S.A. au capital de
975 399 185 EUR
552 120 222 RCS Paris

DEVELOPPONS ENSEMBLE L'ESPRIT D'EQUIPE

