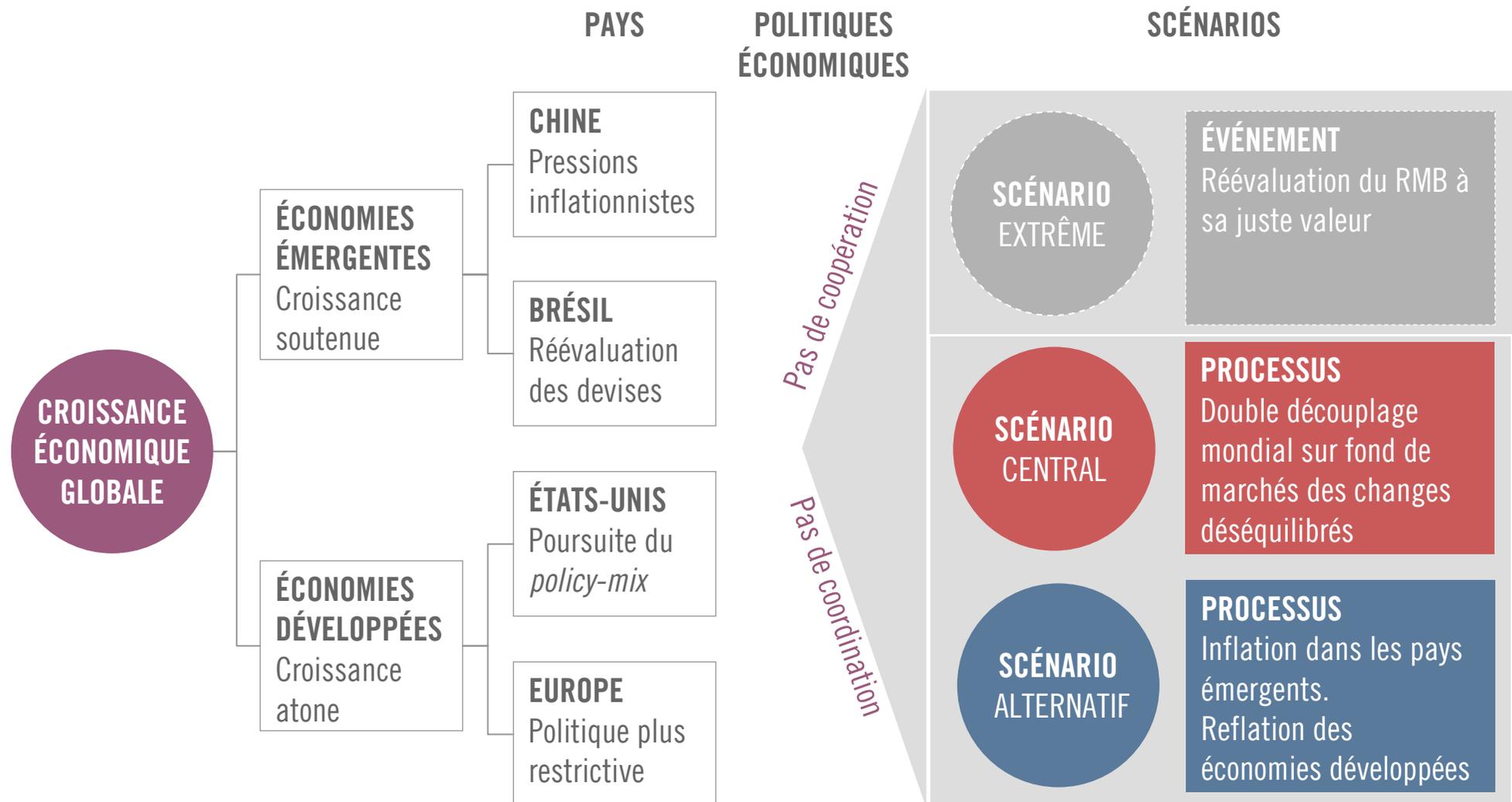

2011, entre inflation et tension monétaire

Christophe Donay
Genève | Décembre 2010



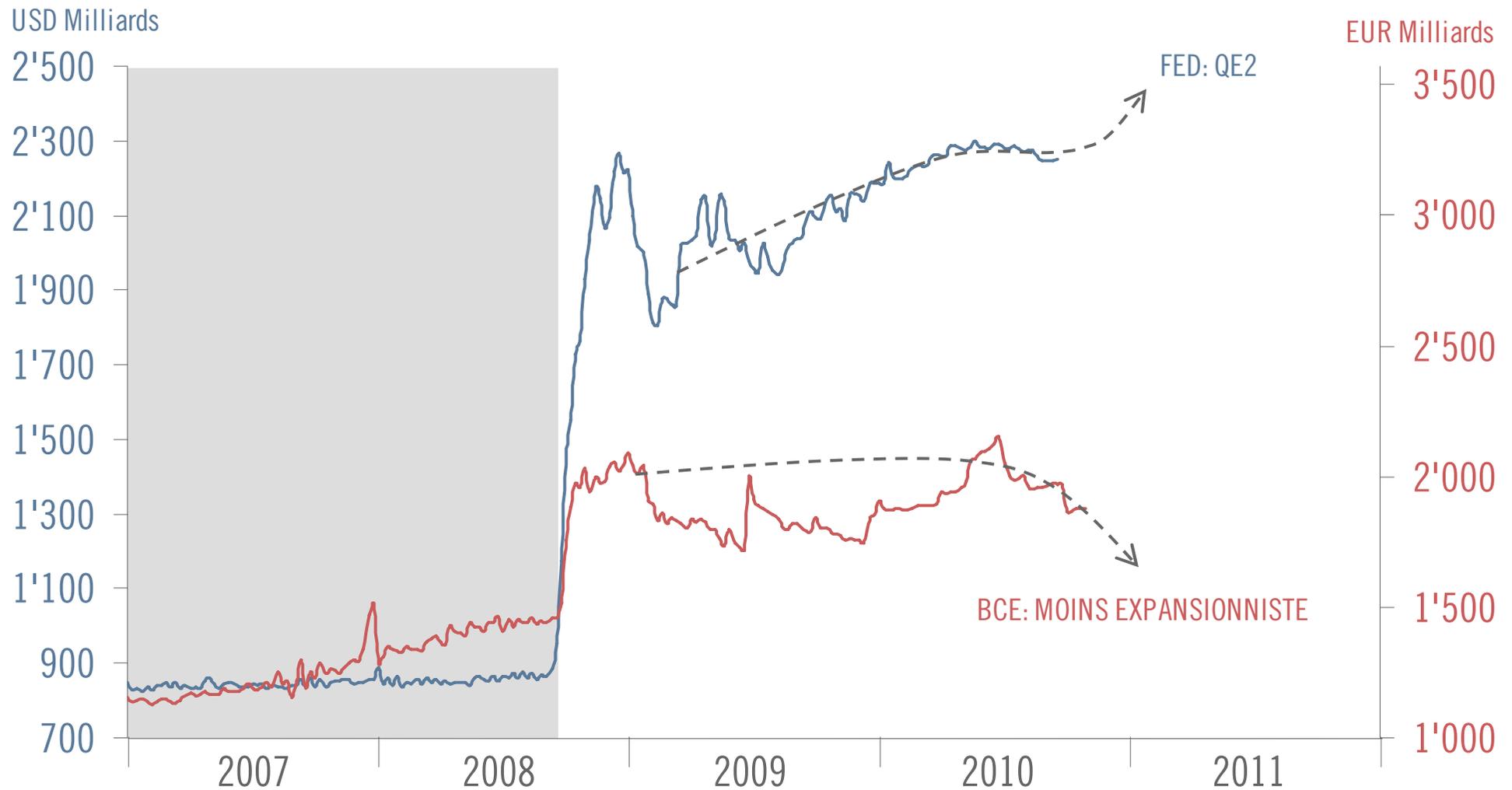
3 scénarios potentiels sous le régime post-Bretton Woods



Bilan des Banques centrales



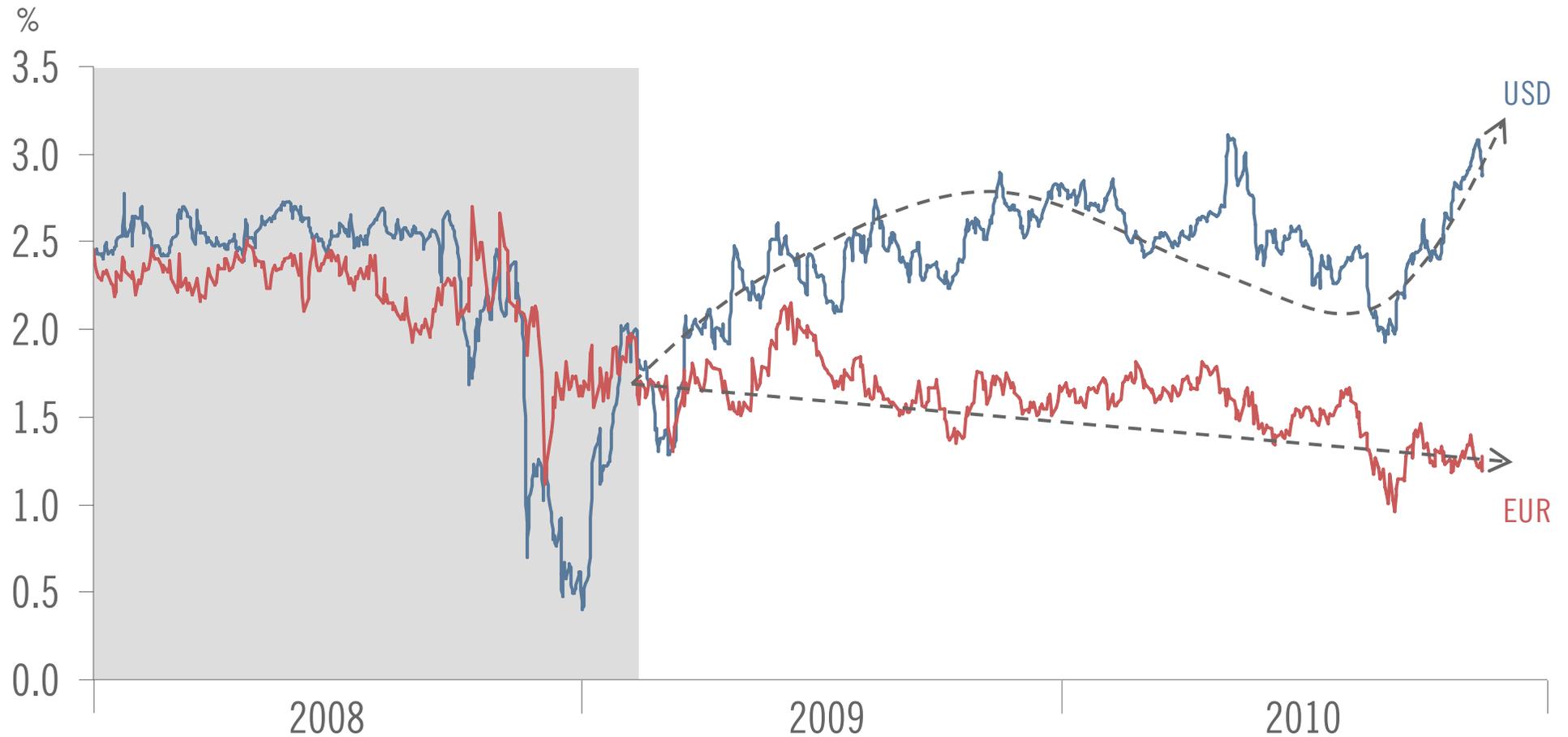
FED et BCE: deux politiques monétaires opposées



Zone euro: les anticipations d'inflation remontent aux États-Unis



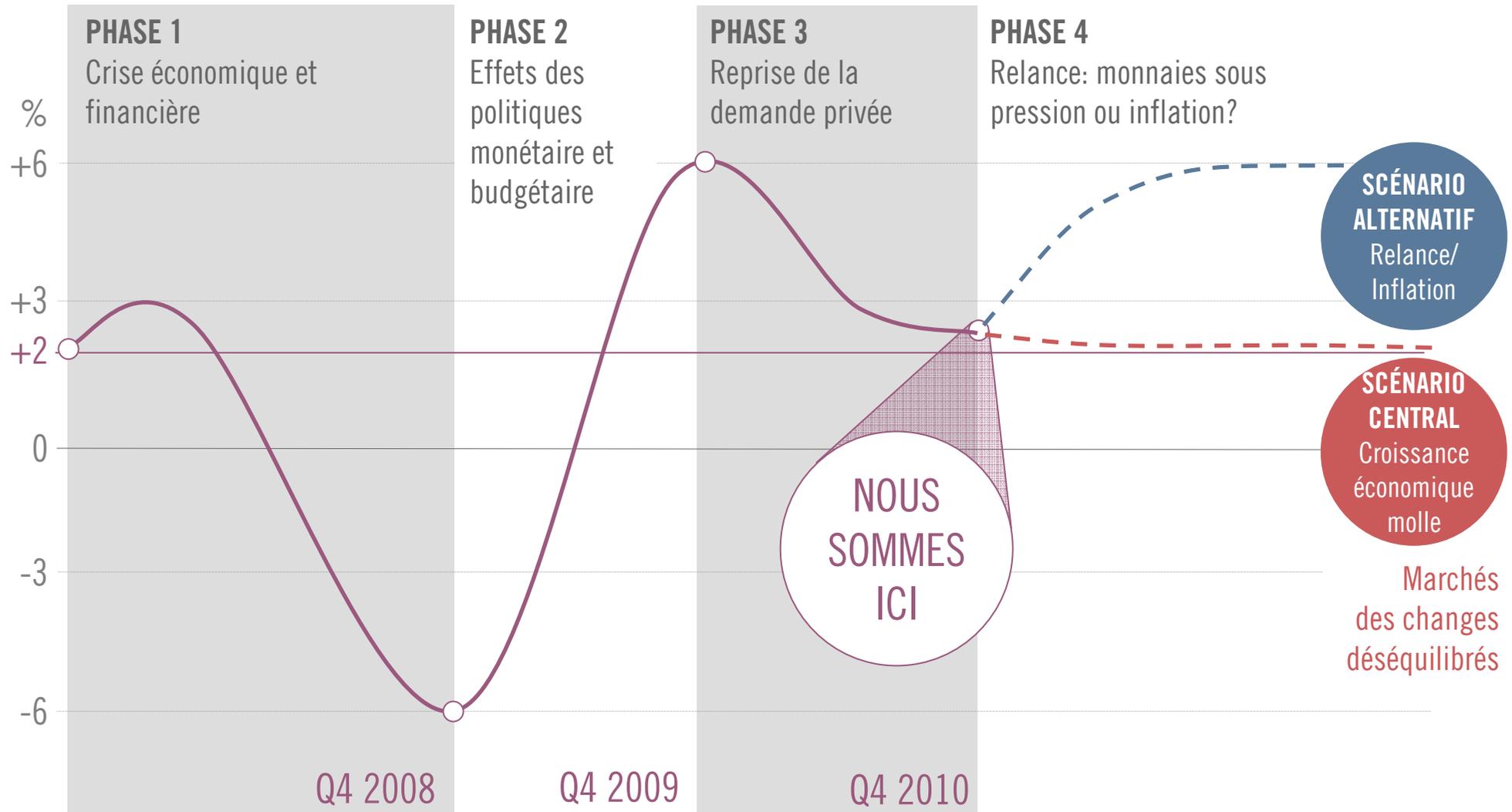
TIPS: Anticipation d'inflation à 5 ans



Scénarios macroéconomiques potentiels



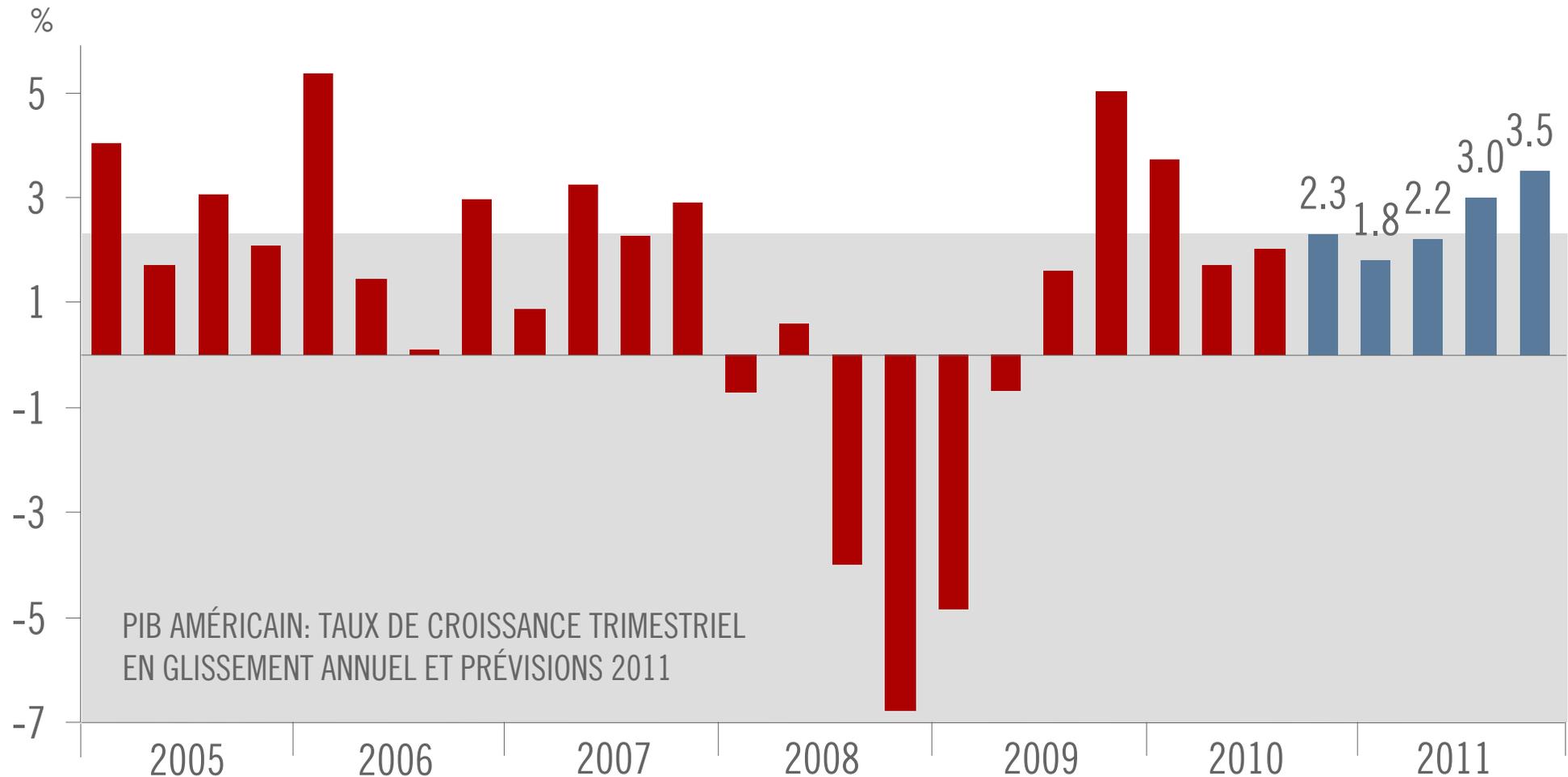
Taux de croissance économique (annualisé)



Croissance aux Etats-Unis



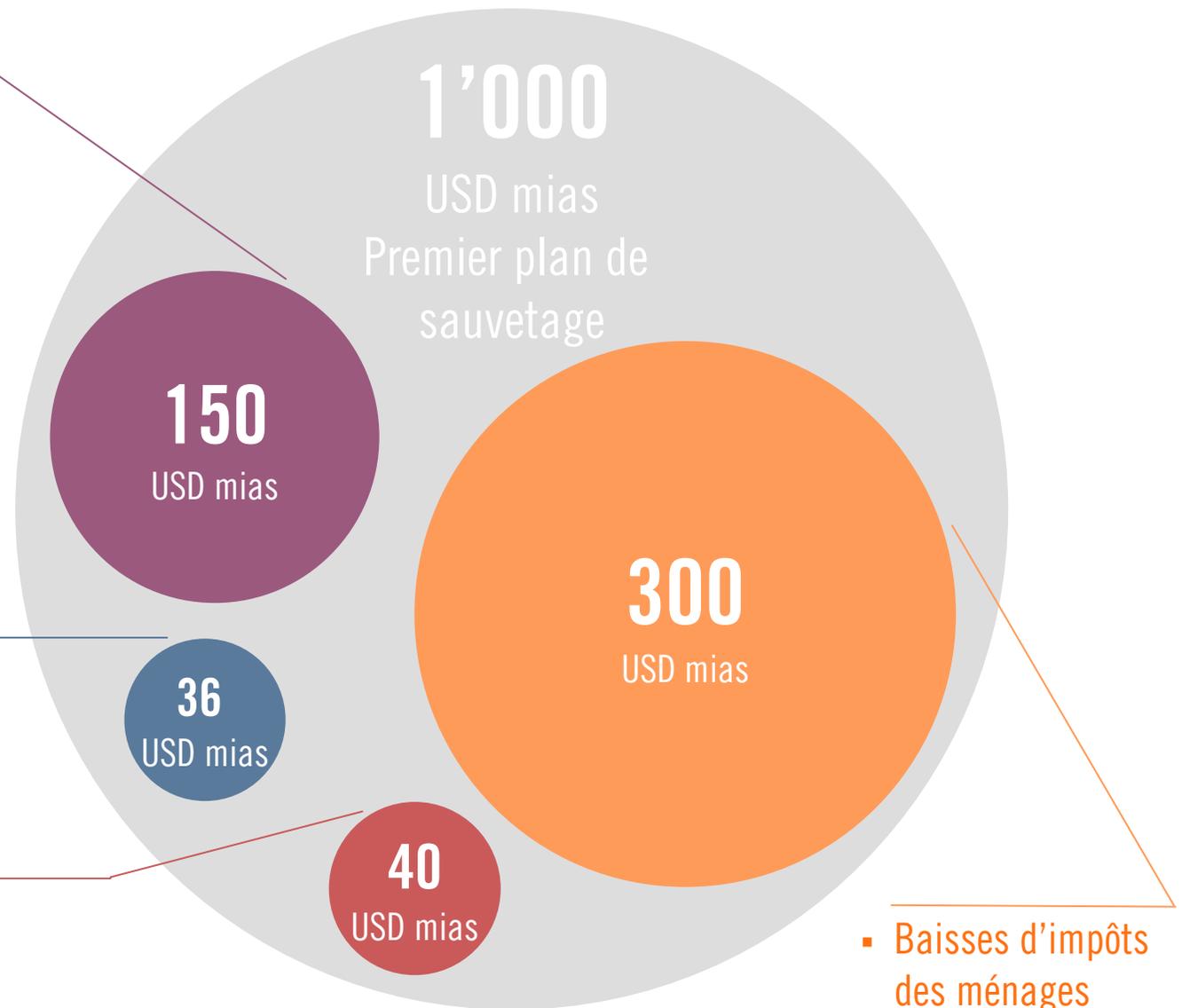
La croissance du PIB devrait rester faible au quatrième trimestre 2010, ainsi qu'au premier trimestre 2011. Elle devrait toutefois ré-accélérer progressivement au 2e semestre 2011.



- Amortissement en 1 an des investissements productifs
- Extension permanente du crédit d'impôt de R&D
- Augmentation des dépenses liées aux transports

- Medicaid et subventions scolaires

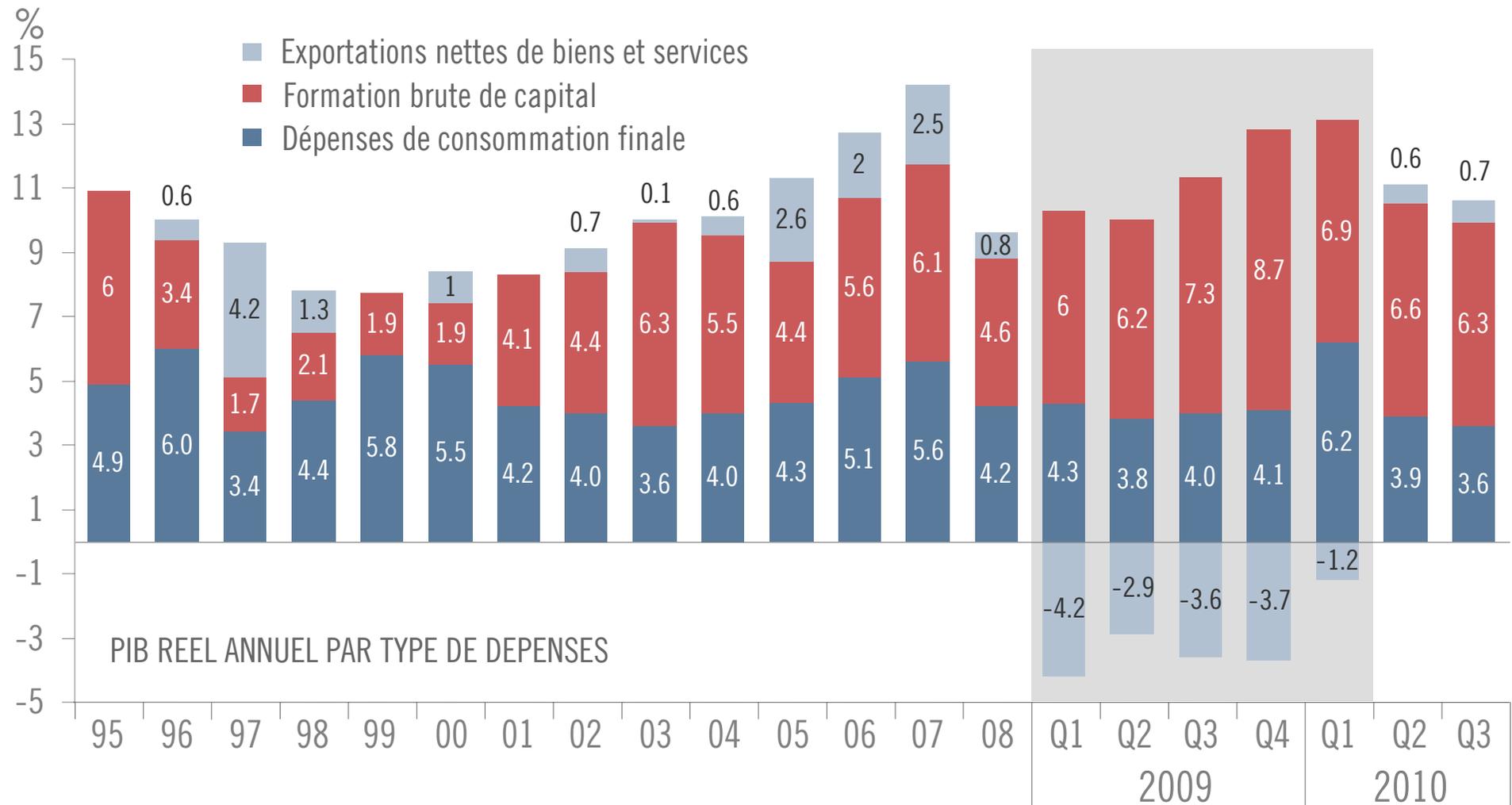
- Arrangements fiscaux et prêts aux petites sociétés



Chine: la croissance est de retour



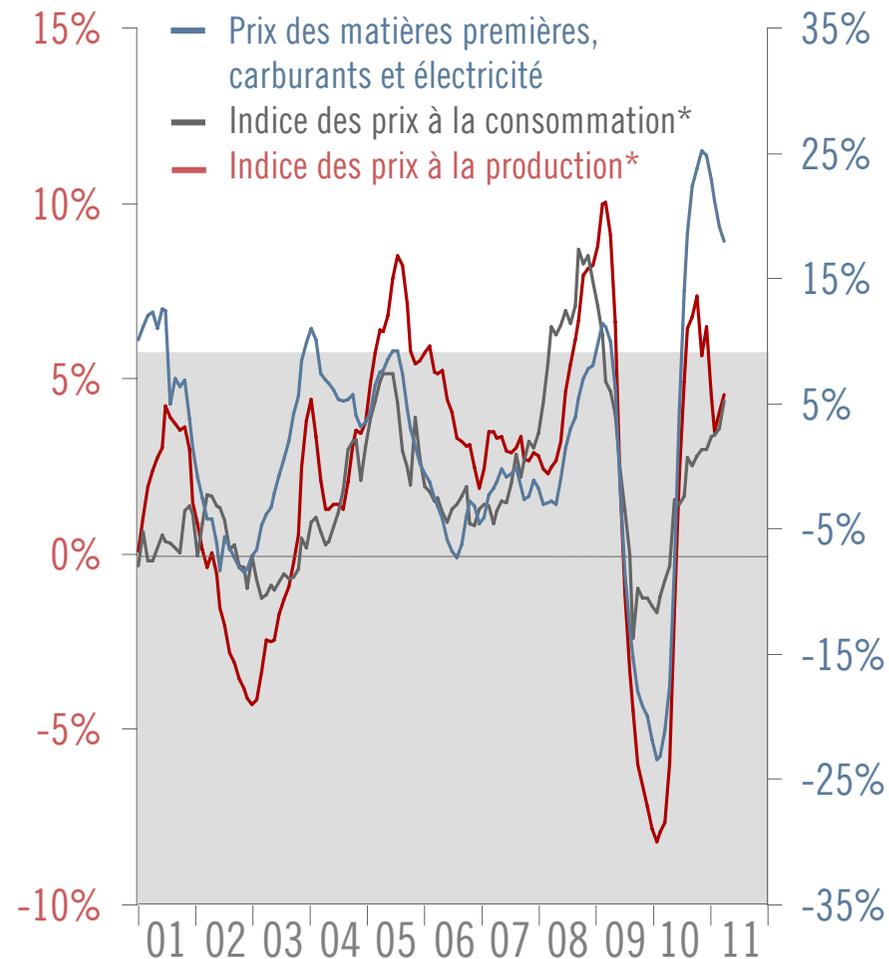
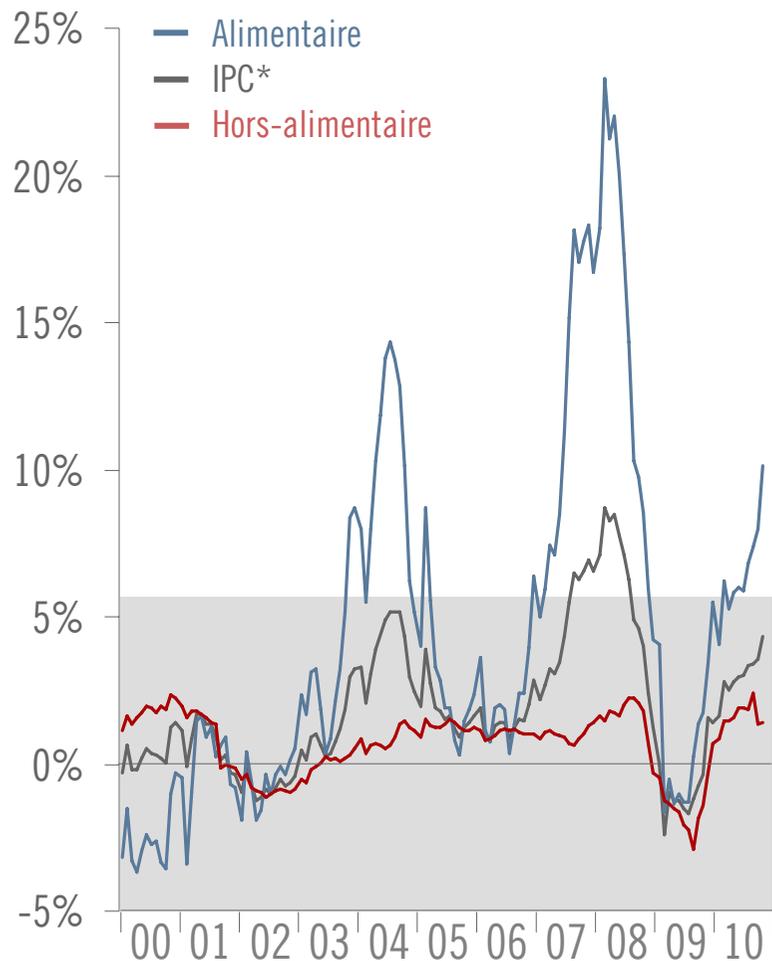
Les exportations sont en nette reprise mais restent en retrait par rapport aux niveaux d'avant crise.



Chine: les pressions inflationnistes augmentent



En même temps que le prix des produits alimentaires pour les consommateurs et ceux des matières premières pour les producteurs.



* Désaisonnalisée, en glissement annuel

Les taux de changes sont sensibles à quatre facteurs

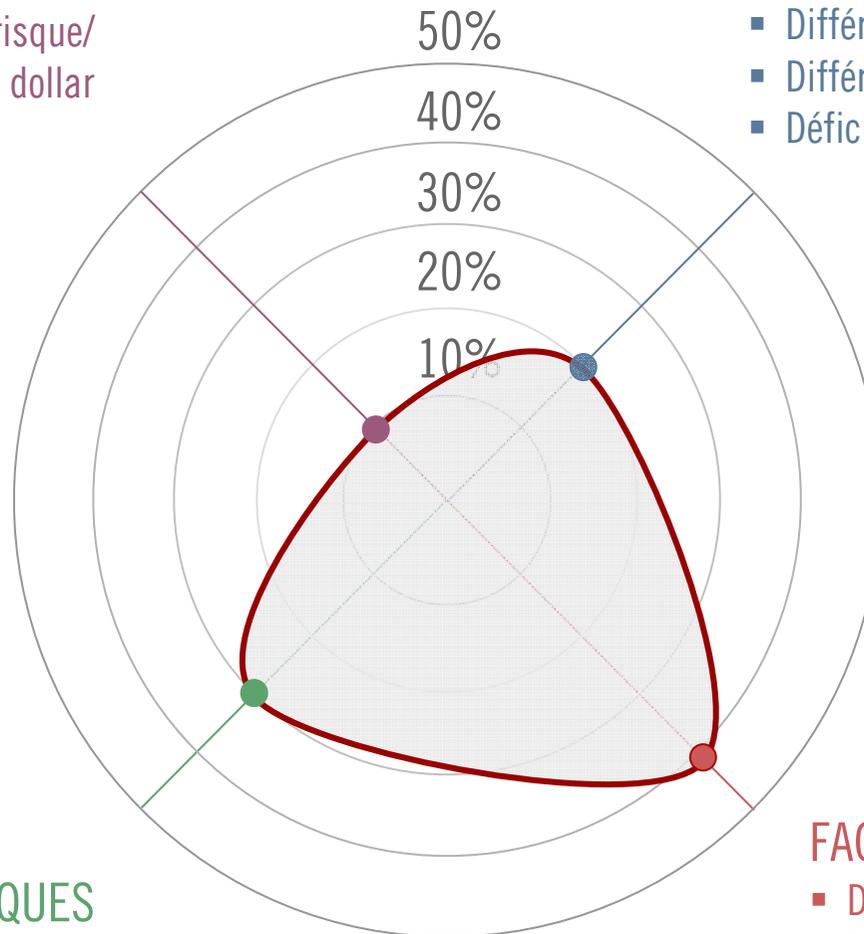


FACTEURS DE MARCHÉS

Aversion au risque/
carry trade sur le dollar

FACTEURS ÉCONOMIQUES

- Différence de taux d'intérêt à court terme
- Différence de taux de croissance du PIB
- Déficits des comptes courants



FACTEURS POLITIQUES

Taux de change comme outil
de politique et de géopolitique
dans les relations internationales

FACTEURS STRUCTURELS

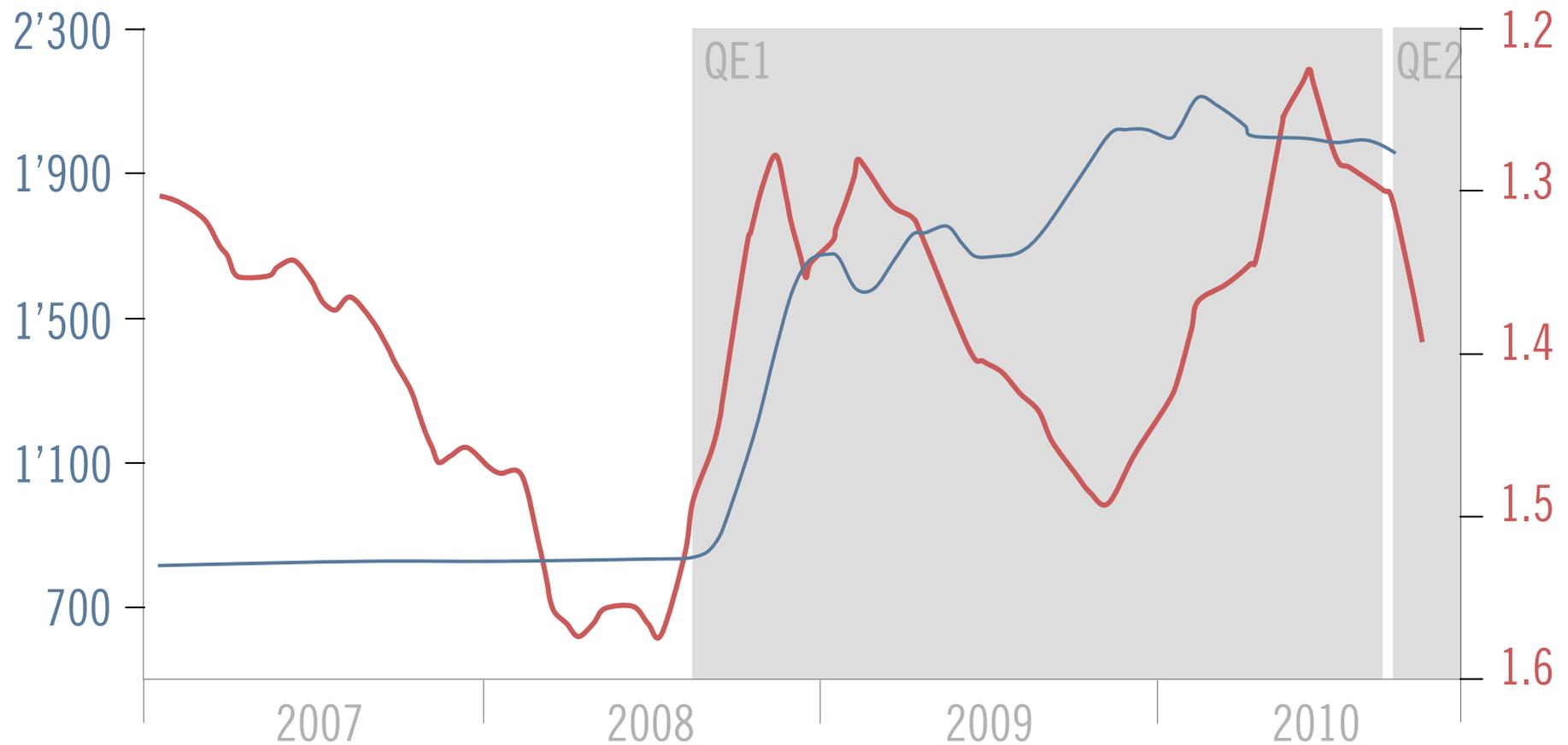
- Déficits/déséquilibres mondiaux
- Masse monétaire
- Confiance dans le dollar comme
monnaie de réserve internationale

En raison de la forte demande de liquidités, le QE1 a profité au dollar



Toutefois, ce n'est pas le cas du QE2, car l'indice VIX est resté bas.

Base monétaire
(USD Milliards)



Quel potentiel de hausse en 2011 pour les marchés actions?



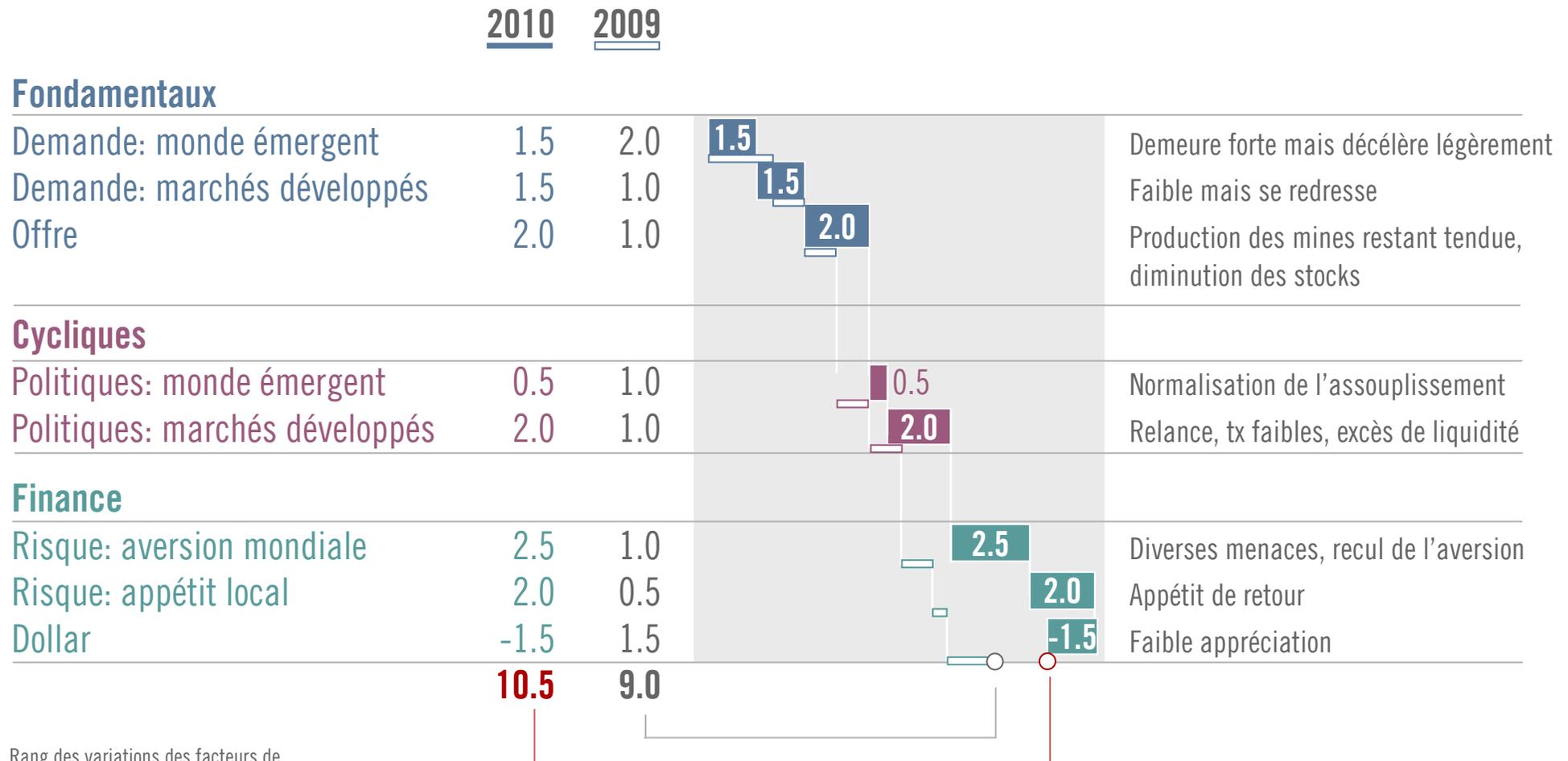
Taux de croissance des
bénéfices

	S&P 500			STOXX 600		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Index	41%	14%	13%	44%	17%	13%
Index sans finance	28%	11%	12%	36%	15%	11%
Consommation discr.	45%	13%	15%	21%	15%	13%
Informatique	49%	11%	11%	52%	19%	12%
Consommation de base	11%	8%	10%	103%	17%	14%
Finance	224%	26%	18%	79%	24%	18%
Services publics	3%	0%	-1%	-2%	1%	9%
Energie	49%	13%	20%	34%	19%	13%
Santé	9%	7%	5%	4%	8%	3%
Télécommunications	-2%	15%	15%	3%	4%	5%
Matériaux de base	66%	28%	15%	85%	30%	10%
Industrie	24%	16%	17%	65%	16%	16%
Moyennes Capitalisations	34%	21%	20%	110%	23%	17%
Petites Capitalisations	80%	28%	27%	38%	22%	18%

Scénario pour les matières premières en 2011



Pression haussière sur les prix: contribution des facteurs aux prix des matières premières.

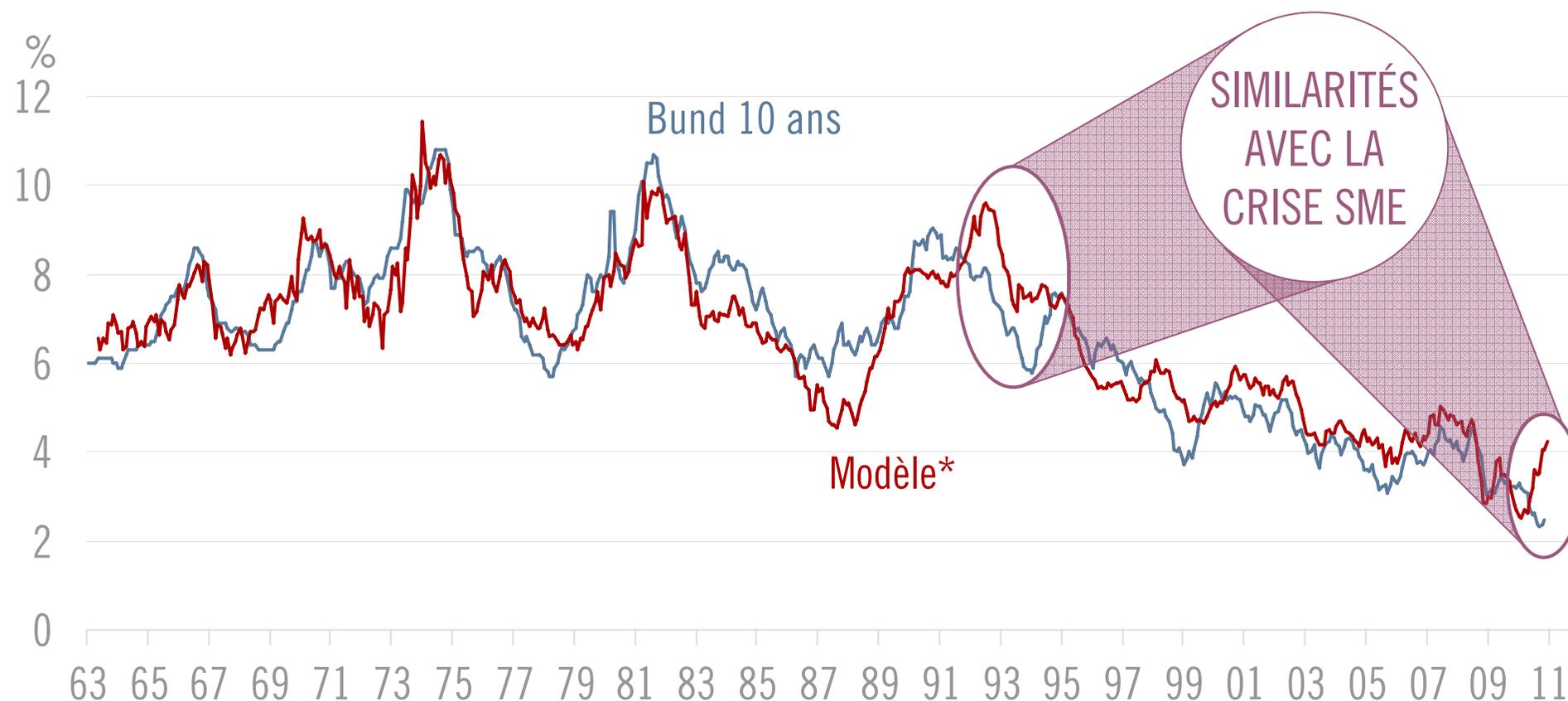


Rang des variations des facteurs de
3 (forte amélioration) à
-3 (forte détérioration)

Comme en 1992, le prix des Bunds ne reflètent pas les fondamentaux



Les fondamentaux économiques allemands impliquent un Bund 10 ans à 4%. Cependant, en raison des incertitudes sur l'avenir de l'Union monétaire européenne, le prix des Bunds est dicté par son statut de refuge.

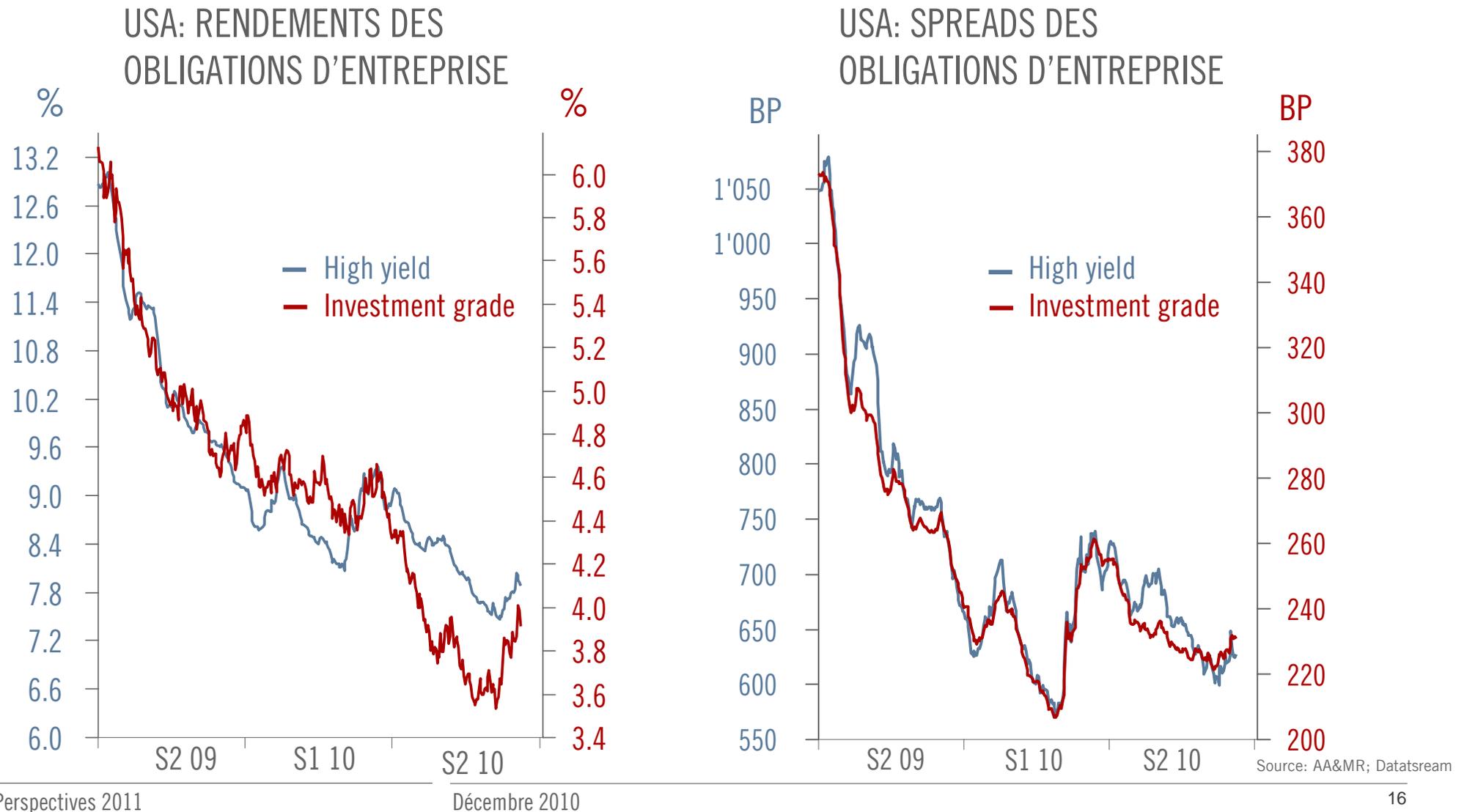


*Basé sur le taux d'intérêt à court terme, l'inflation, les chiffres de l'IFO, l'incertitude économique et le prix du pétrole

Les rendements de l'investment grade ont légèrement rebondi



Alors que les rendements du high yield ont récemment touché de nouveaux points bas pour ce cycle.



Les actifs risqués retrouvent de l'attrait

- Le couple rentabilité-risque des obligations des pays développés nous paraît peu attractif.
- L'inflation, les pressions sur les devises et les changements de politique monétaire dans les économies émergentes détériorent les perspectives de rentabilité sur les obligations souveraines de pays émergents.
- Dans notre allocation tactique, nous privilégions les actifs risqués: obligations d'entreprise et actions.
- Les obligations d'entreprise high yield bénéficient de spreads encore élevées et d'un coupon attractif.
- Les actions des pays développées bénéficient de valorisation basses et de croissance de profits solides grâce aux restructurations et aux exportations.
- Enfin, nous continuons de privilégier l'or dans nos portefeuilles.

