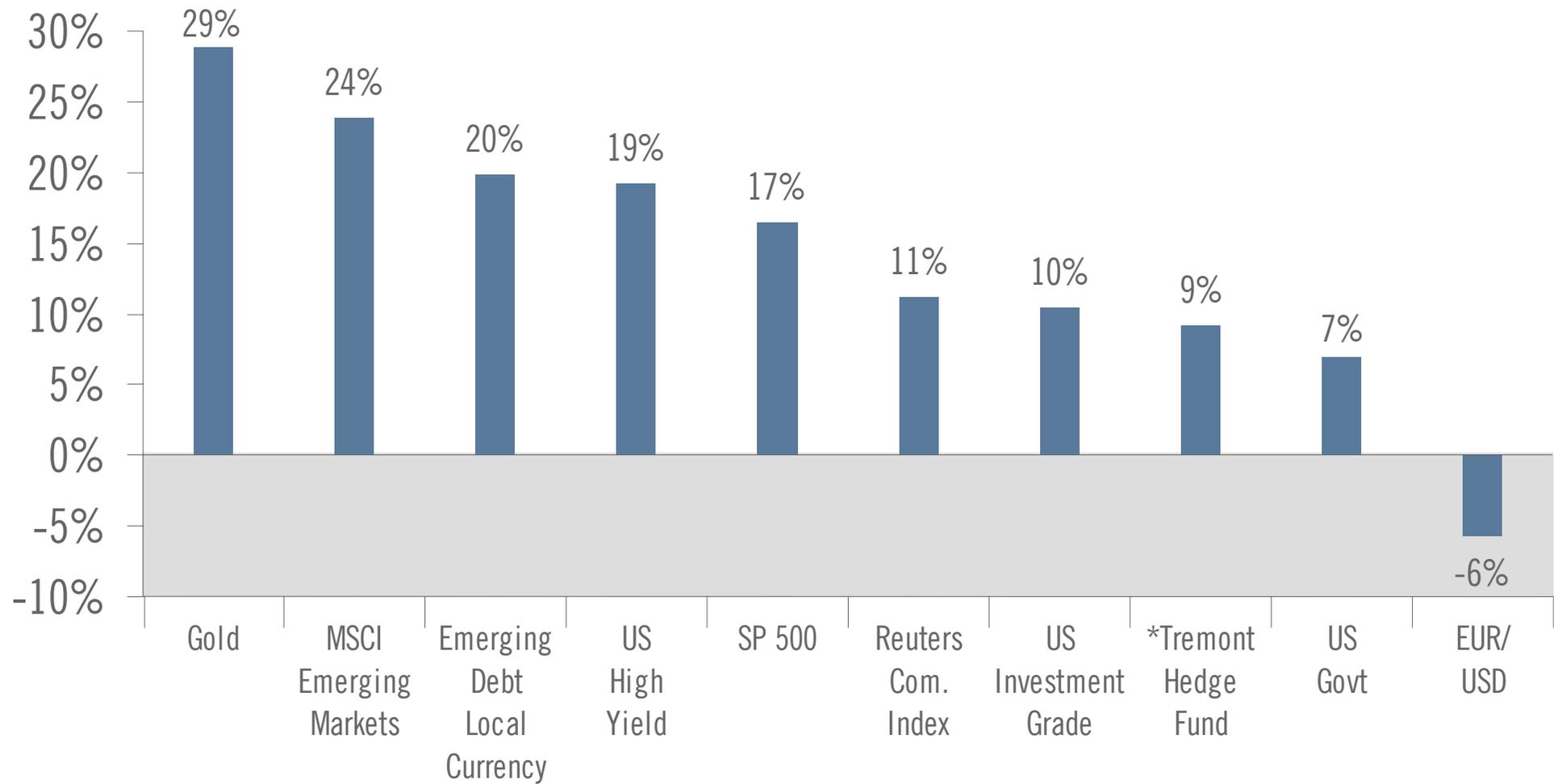

Tendances séculaires 2011

Yves BONZON
Genève | Décembre 2010



Rendements des actifs en dollars sur 12 mois au 31 octobre 2010



*Tremont Hedge Fund: au dernier jour du mois précédent

1

Qu'est-ce qui est pris en compte?

Si l'avenir reflète raisonnablement
le passé...

Quels sont les éléments intégrés dans les prix?



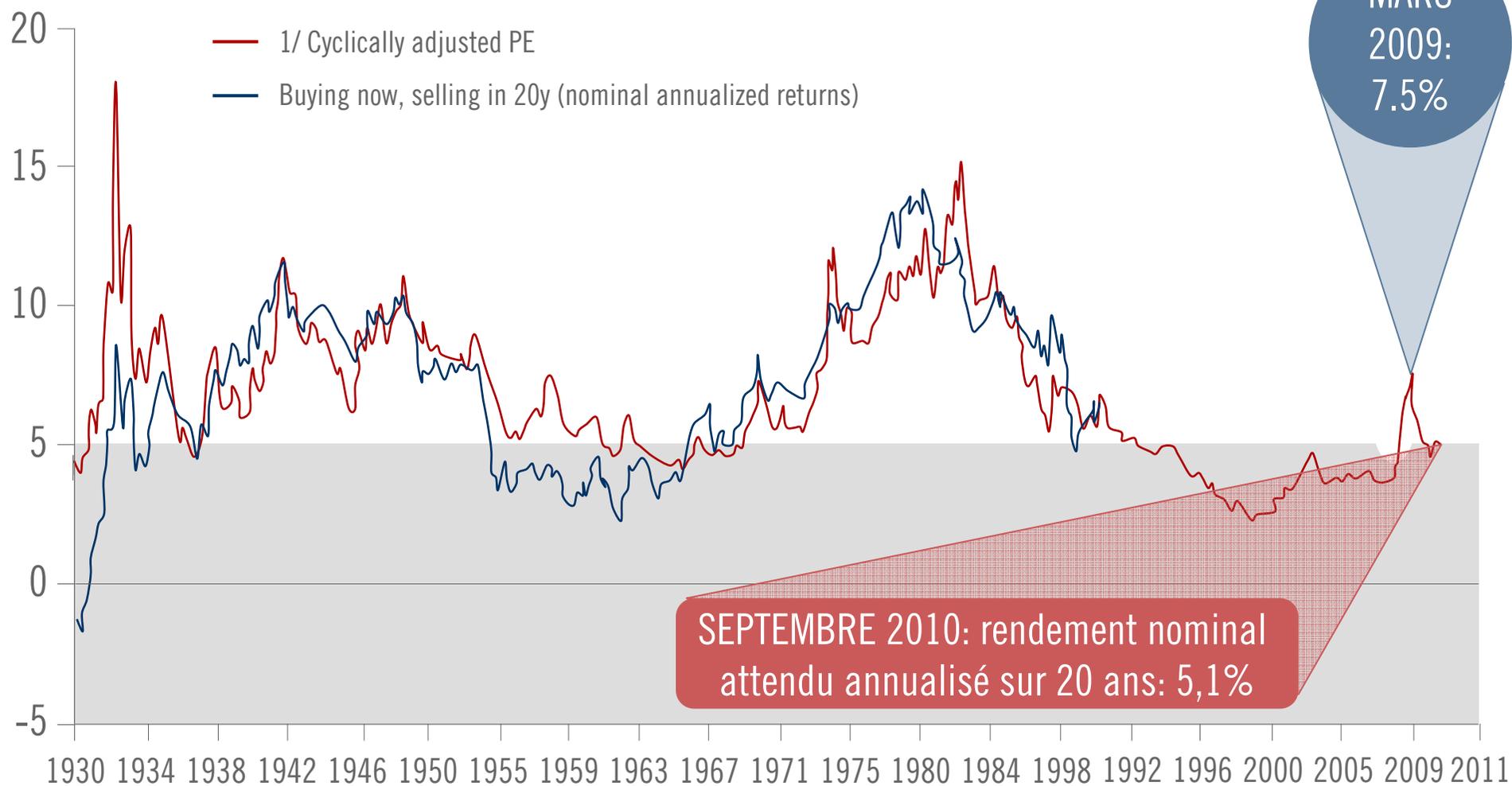
Si vous veniez d'une autre planète et que vous ne le saviez pas déjà...

- Toutes les classes d'actifs investissables paraissent raisonnablement proches de leur juste valeur, sous réserve que l'avenir soit semblable au passé.
- Les actions japonaises et le dollar américain paraissent bon marché pour des raisons structurelles évidentes. Les matières premières et certaines monnaies émergentes fluctuant librement sont chères. Certains marchés actions émergents sont valorisés à trois fois leur valeur comptable, voire au-dessus.
- Les obligations d'Etat des pays développés semblent chères, mais l'assouplissement quantitatif (QE) fausse l'équilibre entre offre et demande.
- L'immobilier résidentiel australien est clairement très surévalué.

Rendement des bénéfiques: un bon outil à un horizon de 20 ans



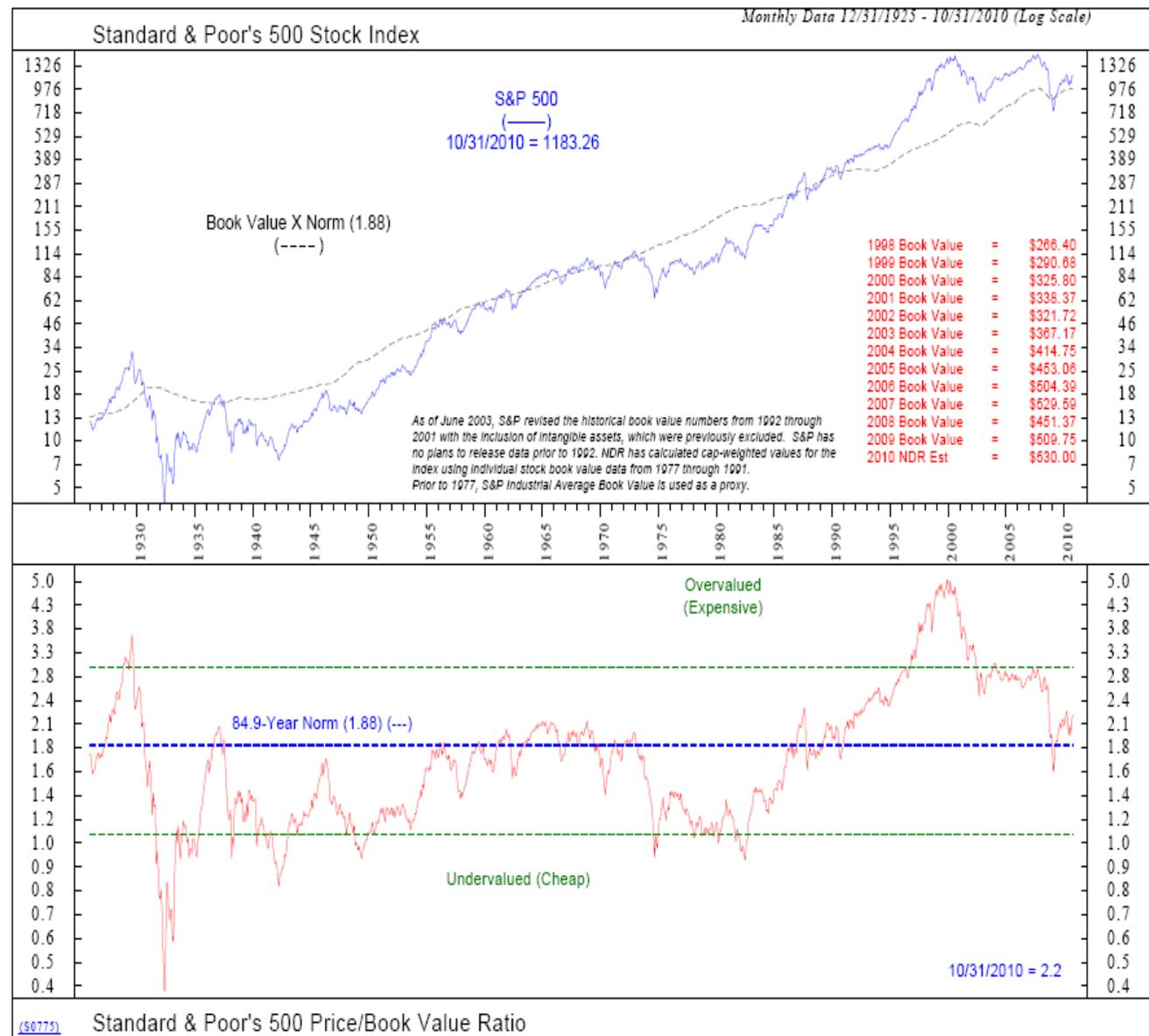
Rendement attendu du S&P500 à 20 ans sur la base de l'actuel rendement des bénéfiques = 5,1%
(rendement total nominal)



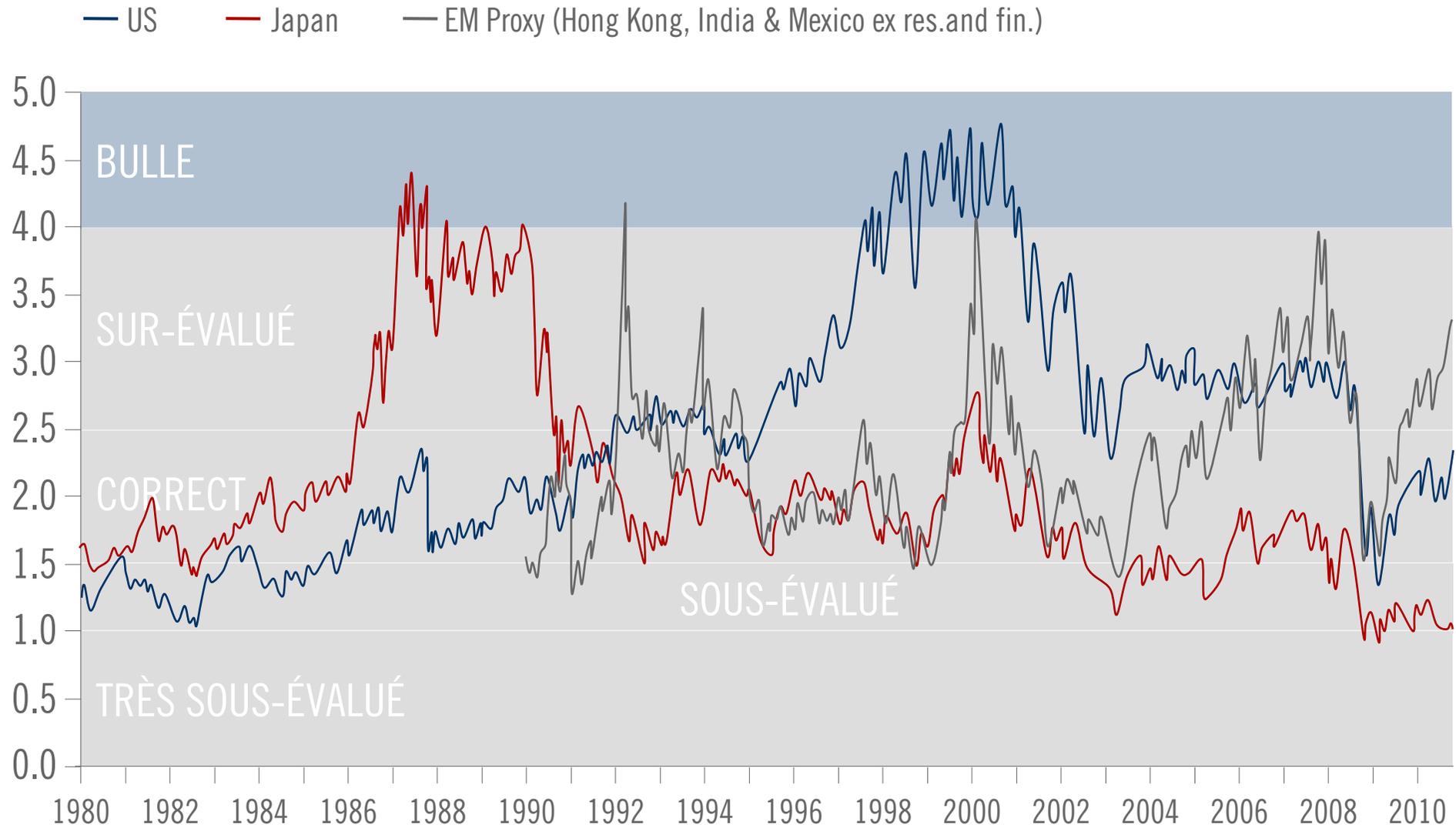
Quels sont les éléments intégrés dans les prix?



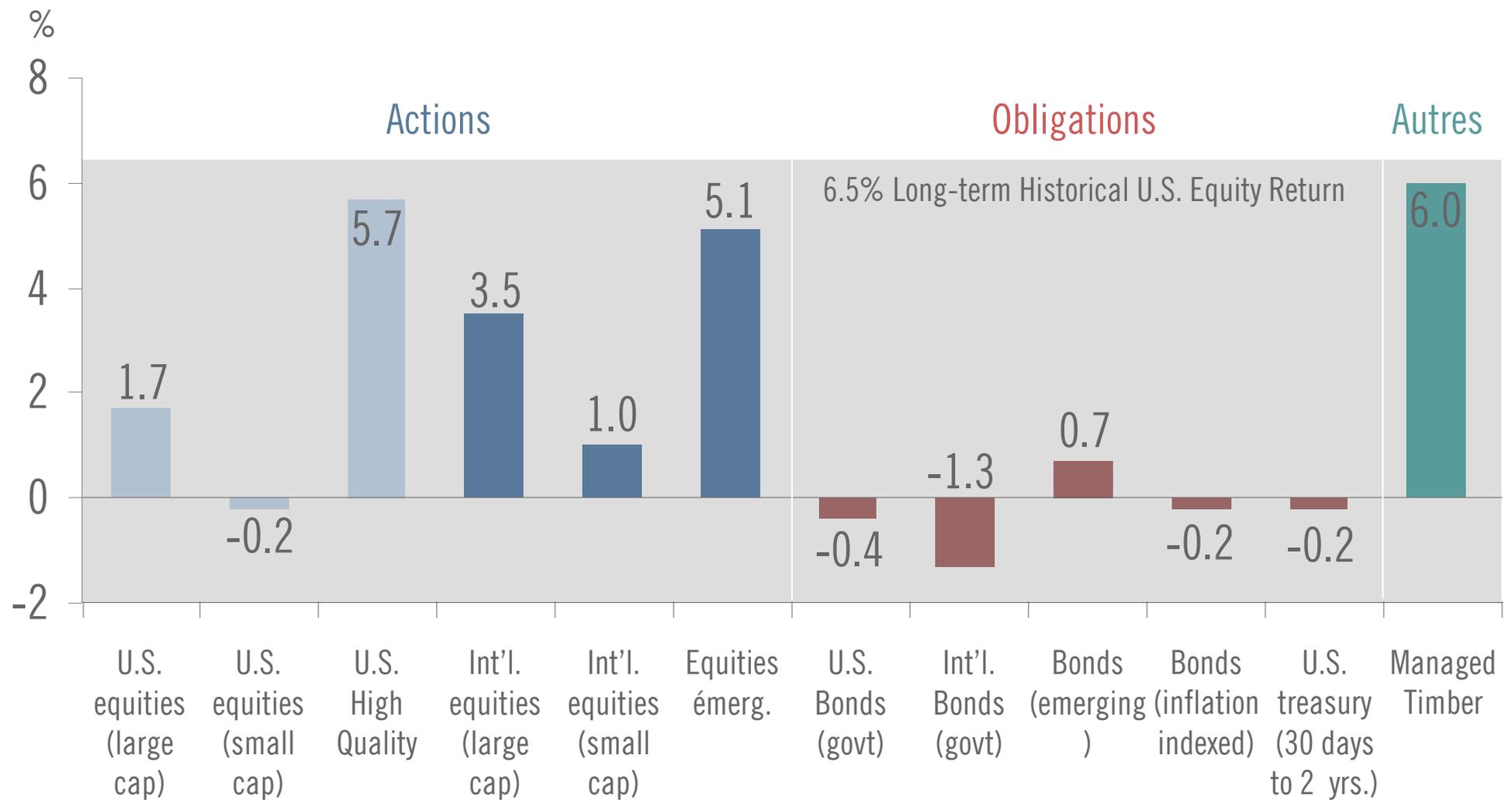
Seule une déflation
avérée de la dette ou
une inflation monétaire
pourrait justifier 1x la
valeur comptable,
comme en 1982 ou
pendant les années 30



Evolution des bulles



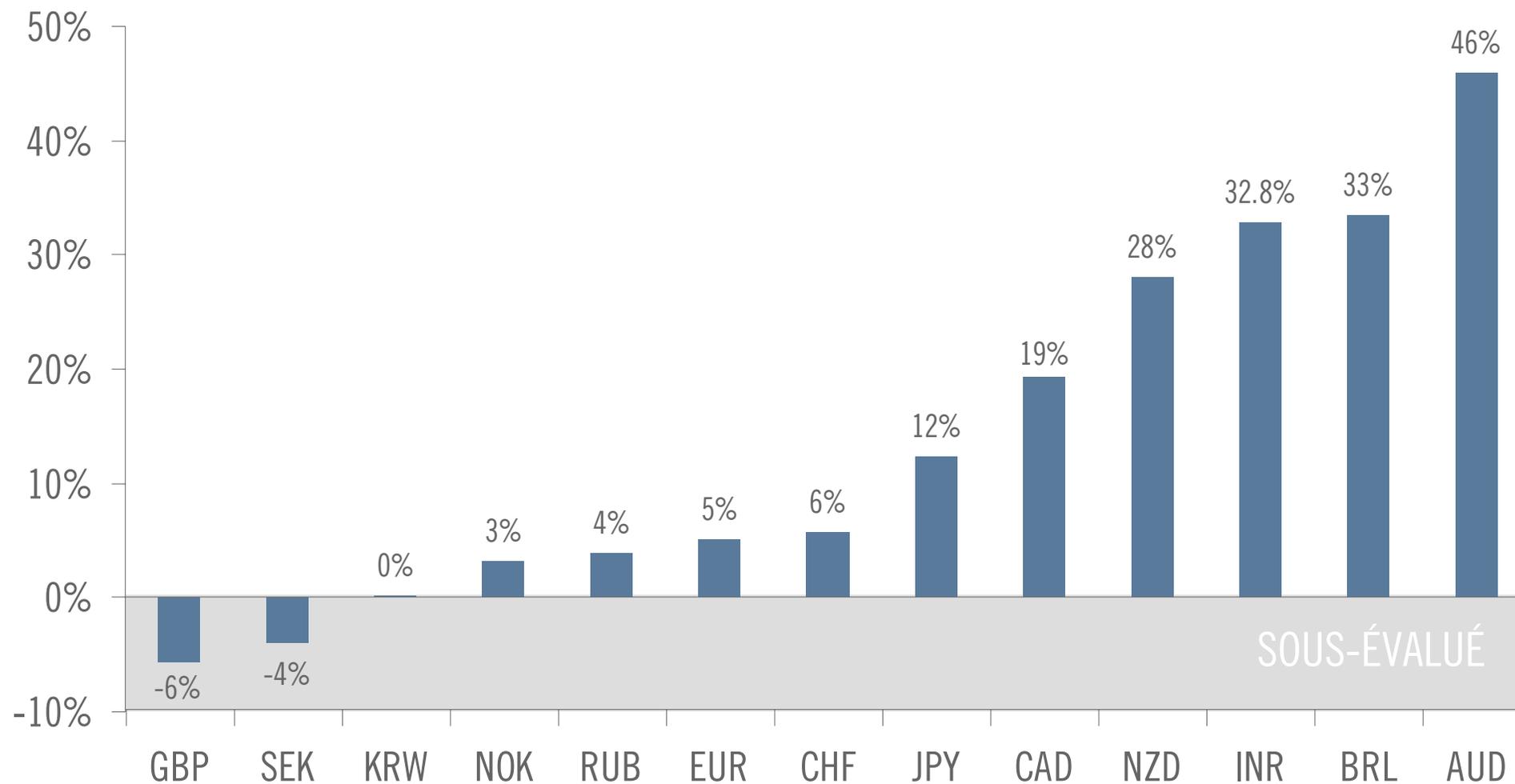
GMO: prévisions du rendement attendu à 7 ans en termes réels



Valorisation des monnaies par rapport au dollar américain



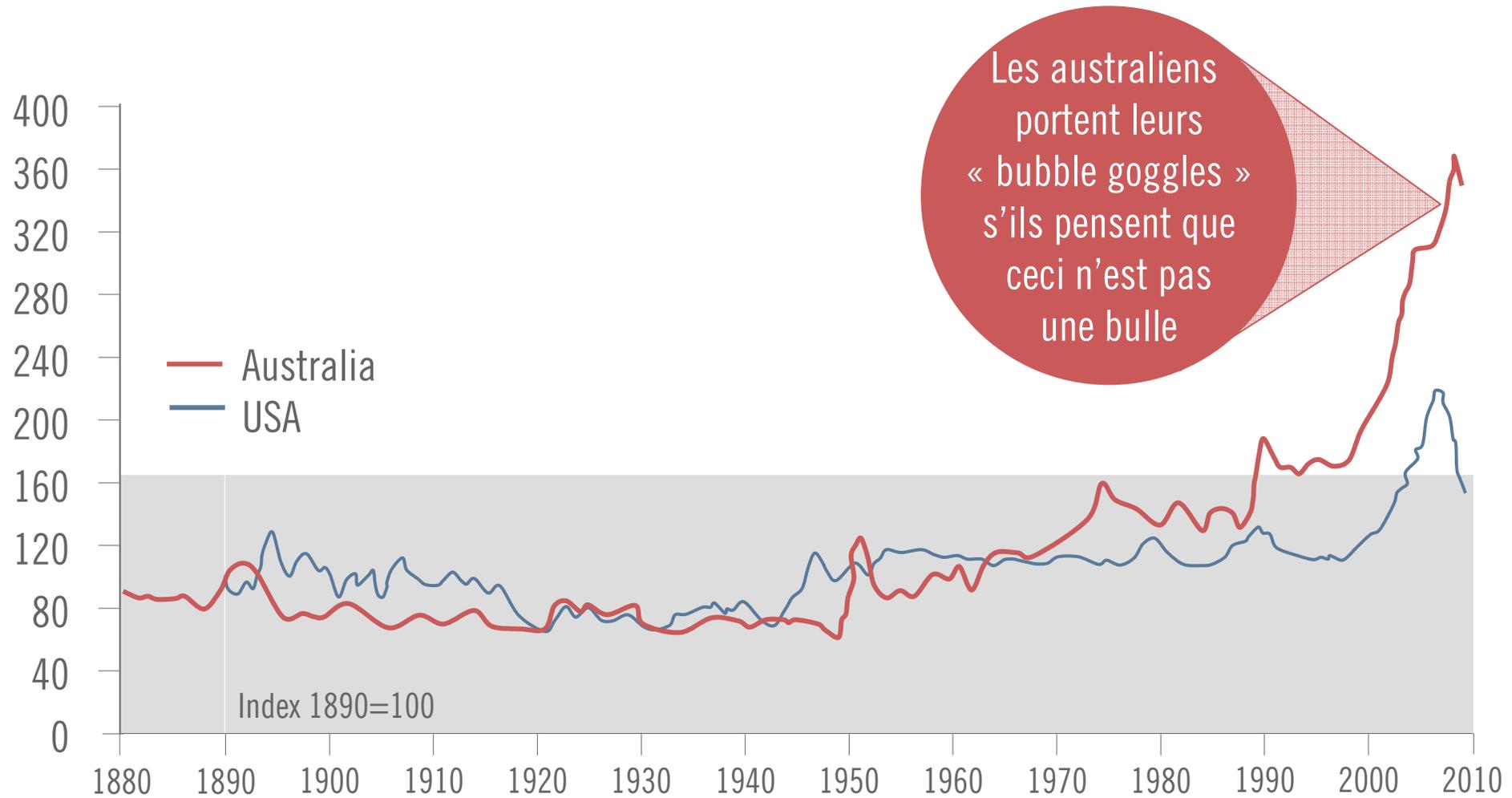
Déviations par rapport à la parité de pouvoir d'achat mesurée en dollars: les matières premières et certaines monnaies émergentes sont chères



Bulle australienne résidentielle



Indices des prix immobilier à long terme: lorsque les pandas éternuent, les kangourous s'enrhument



Source: Steven Keen's Debtwatch

2

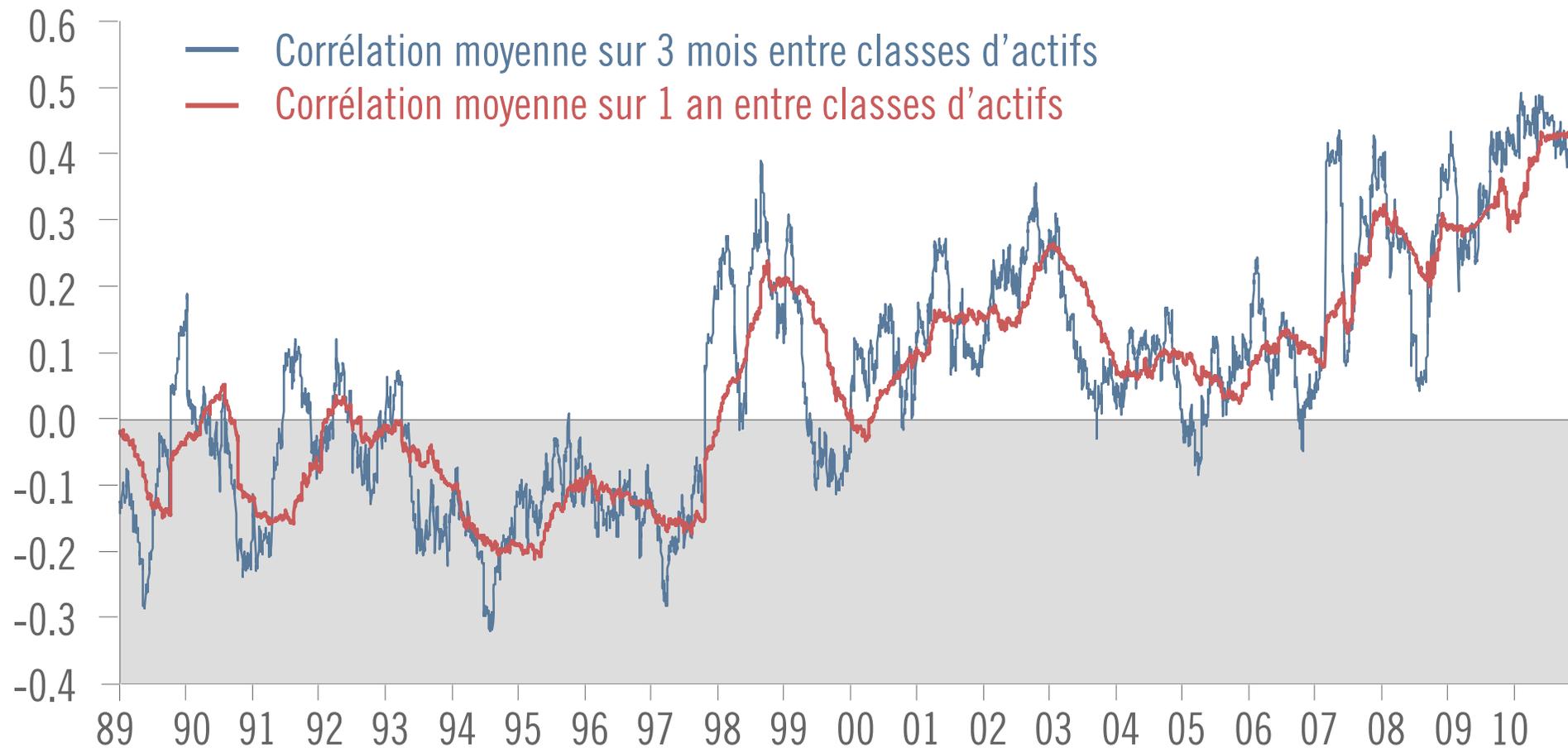
Quelles sont les principales forces en présence?

Questions structurelles

Corrélation moyenne des classes d'actifs avec le S&P 500



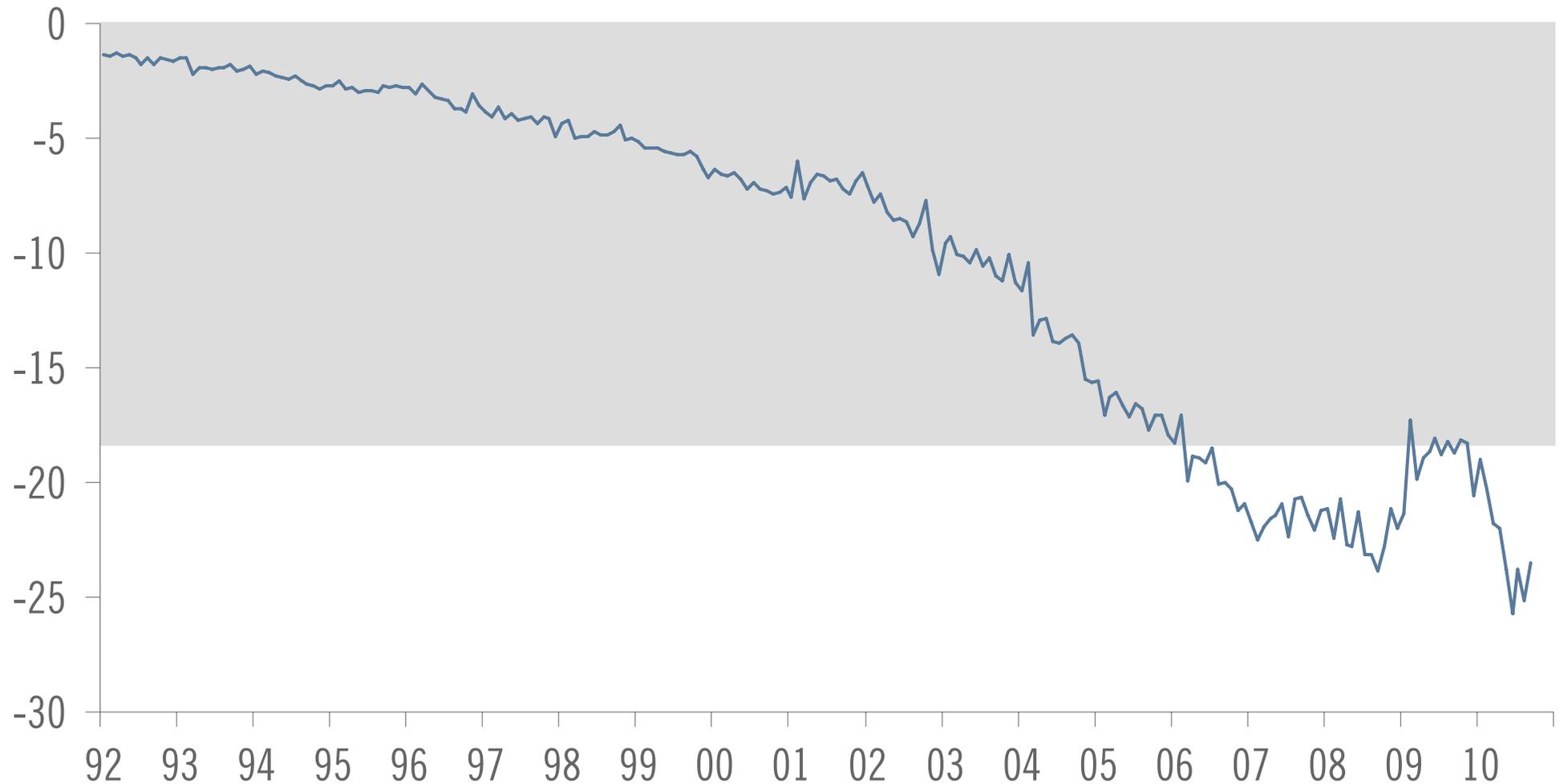
La corrélation entre classes d'actifs atteint actuellement des niveaux historiques élevés



Nouveau record pour le déficit commercial des Etats-Unis avec la Chine



Balance commerciale États-Unis – Chine: la mondialisation ne s'est pas inversée
(données mensuelles en milliards de dollars)

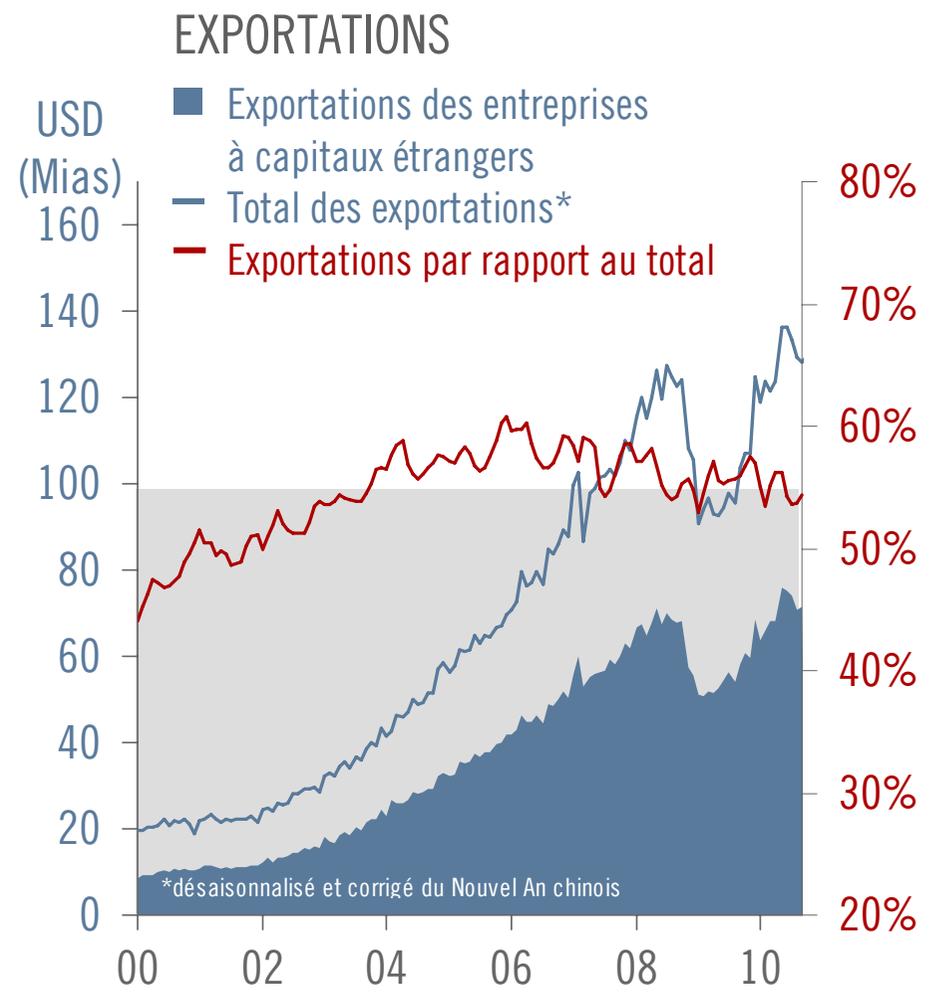
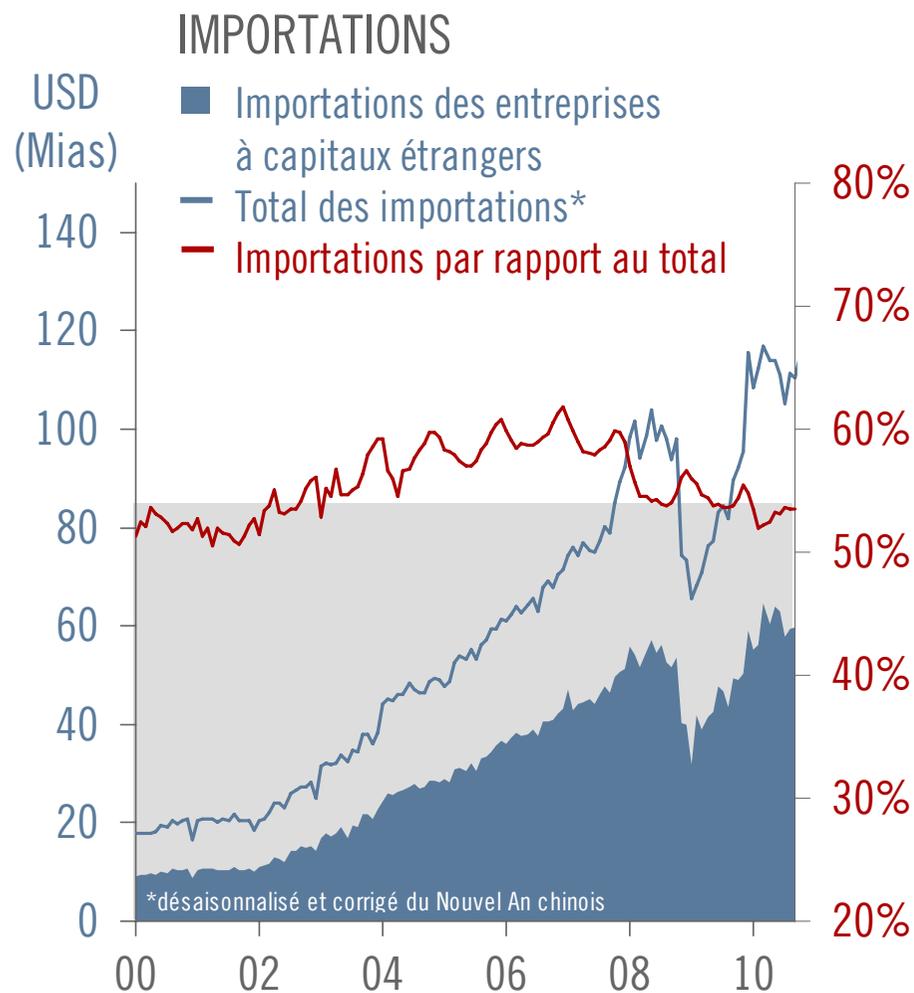


Désaisonnalisée par Pictet & Cie

Les entreprises étrangères restent essentielles dans le commerce chinois



Plus de la moitié des importations et des exportations sont réalisées par des entreprises étrangères

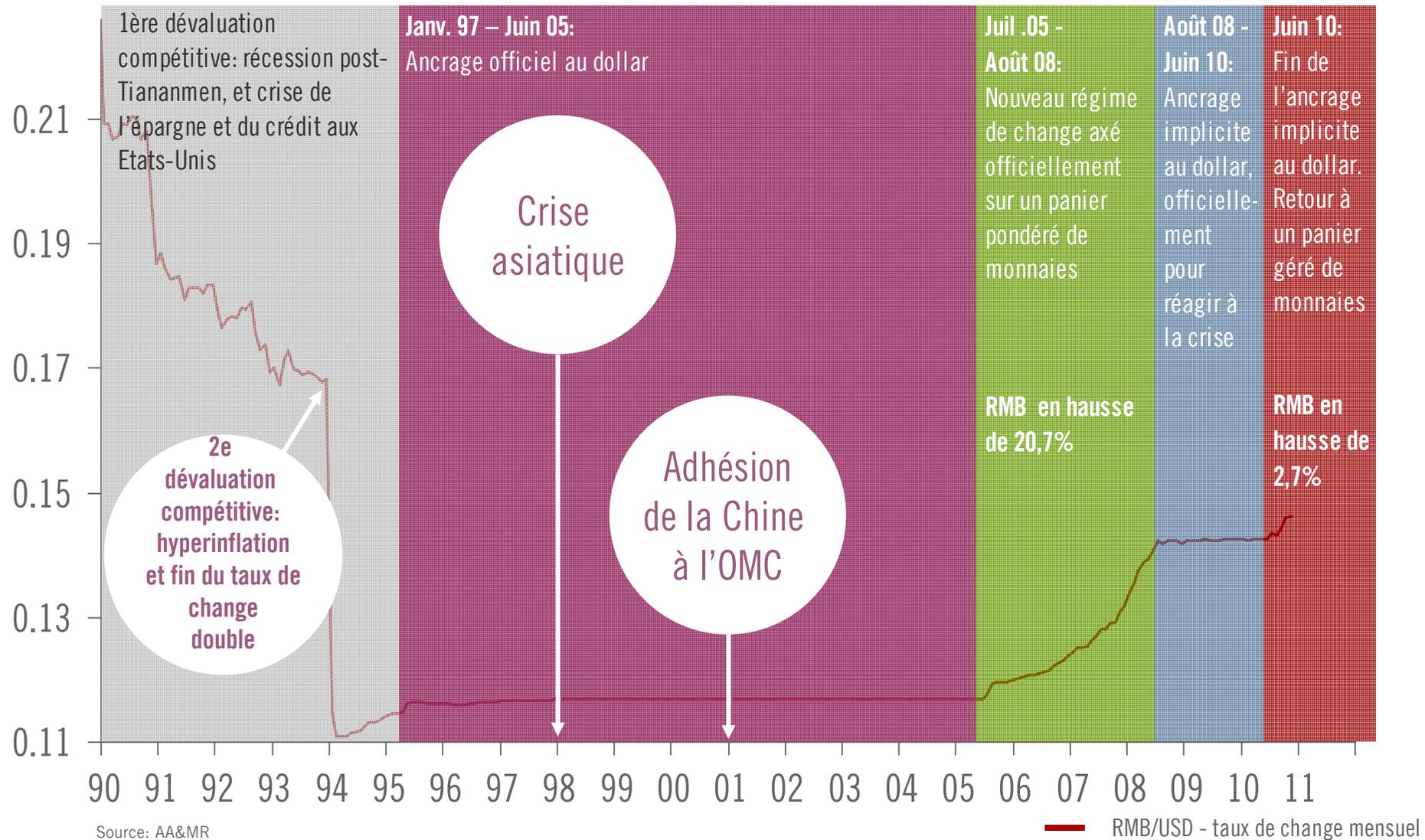


Source: AA&MR; CEIC

Chine – régimes des changes



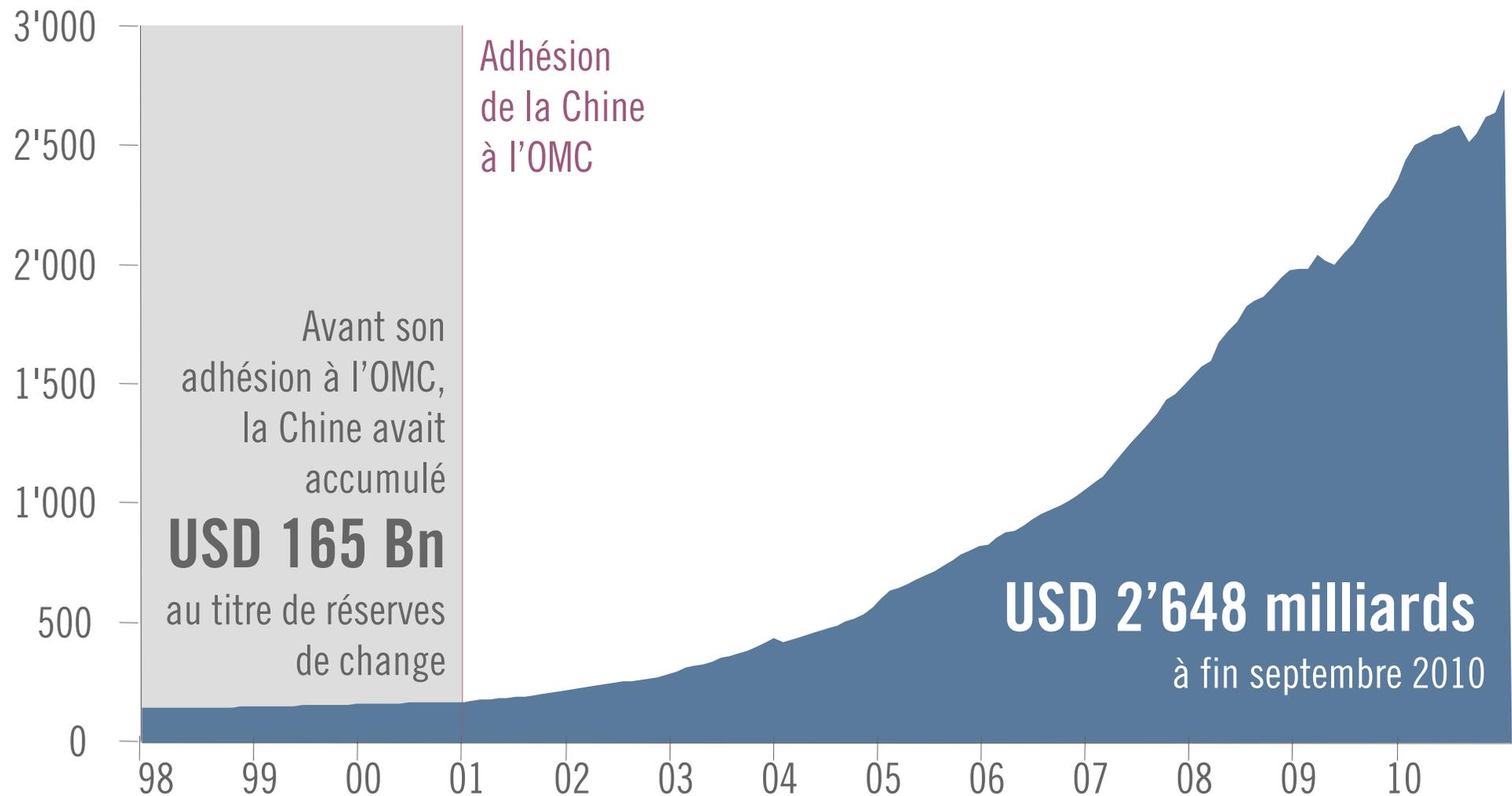
Le prix du Renminbi est faussé



Réserves de change cumulatives de la Chine



La Chine poursuit une stratégie de minimisation des pertes sur ce trésor de guerre

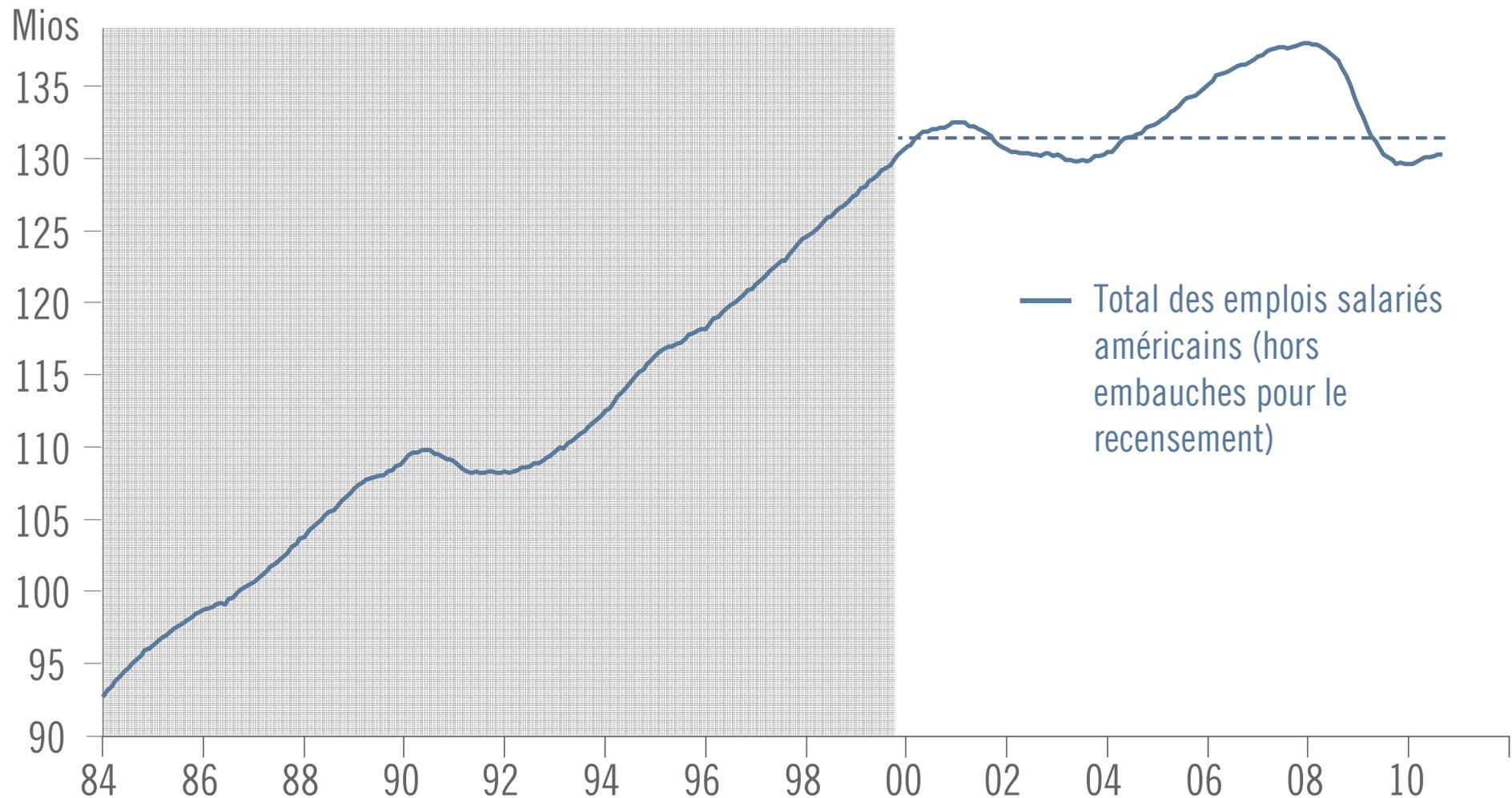


Source: AA&MR

Le marché américain de l'emploi connaît une modeste reprise...



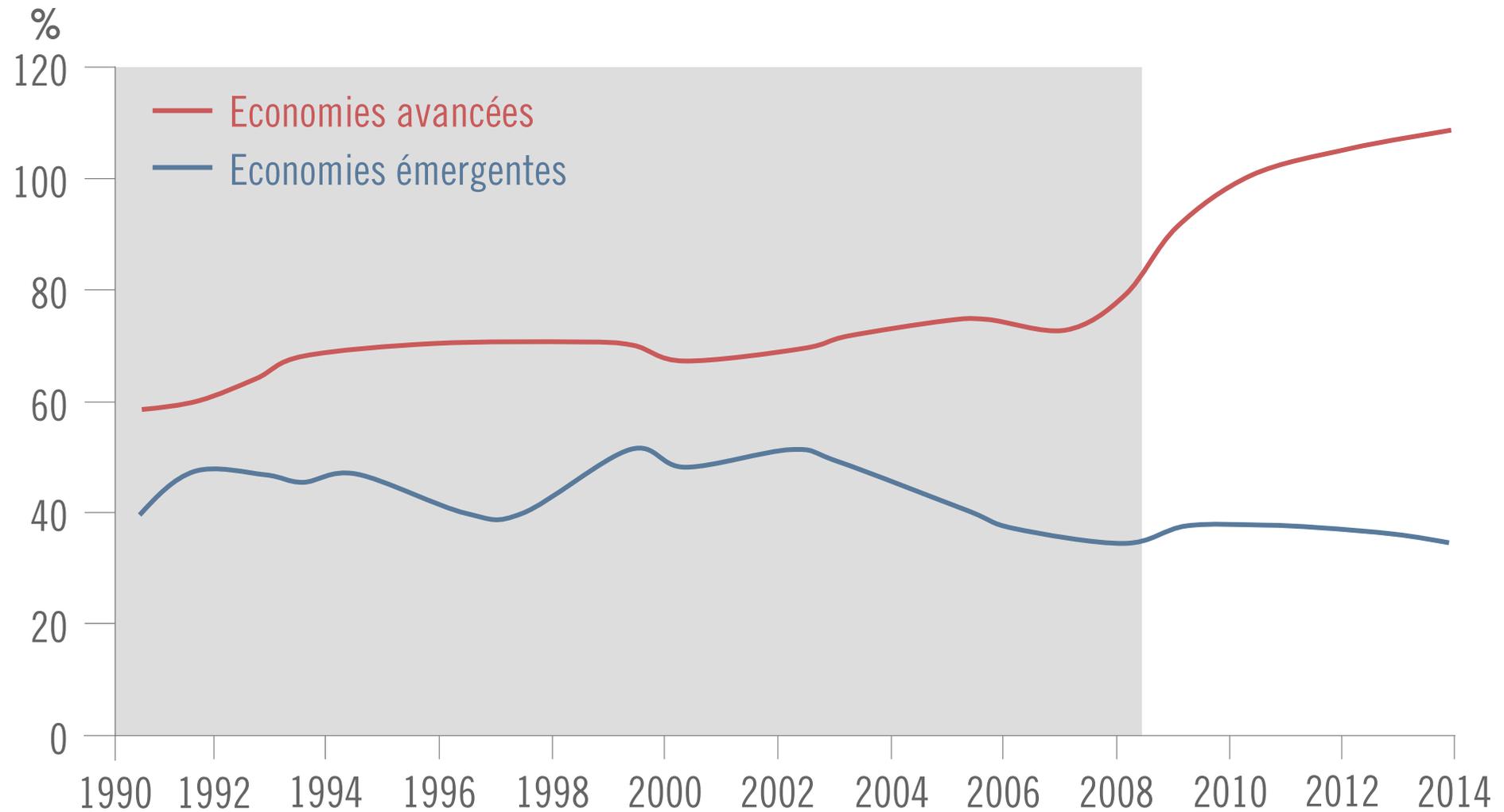
... mais son niveau absolu nous ramène 11 ans en arrière!



Le poids de la dette est plus élevé dans les pays avancés



Dette publique en pourcentage du PIB



Une conjoncture
fondamentalement
déflationniste au sein
du monde développé

- L'important déséquilibre structurel entre l'Occident et le monde émergent n'est pas pris en compte.
- Le prix des monnaies émergentes est faussé. Ces monnaies devraient être réévaluées en termes réels par rapport à celles du G7. De ce fait, les efforts de reflation dans les pays occidentaux sont fortement contraints par les politiques de change des pays émergents.
- Aux Etats-Unis, des progrès significatifs ont été réalisés en allégeant le risque déflationniste structurel. La composante budgétaire du «policy mix» est incertaine, toutefois la Fed est en train de prendre des décisions difficiles mais appropriées.
- Le soutien chinois à la zone euro est un cadeau empoisonné et les risques de déflation ont augmenté en Europe.

Une conjoncture
fondamentalement
déflationniste au sein
du monde développé

- Le monde peut être divisé en deux camps: les pays disposant d'un système de crédit sain et ceux dont le système de crédit est cassé en raison de la dépréciation des bilans.
- Dans les pays souffrant d'une récession de bilan du secteur privé, la bonne politique consiste à cibler le PIB nominal et le prix des actifs.
- Pour les pays en bonne santé, la résistance aux pressions monétaires est lourde de risques.
- La démographie ne fait qu'aggraver la situation, compte tenu de la propension plus faible des personnes âgées à emprunter.

Carte des bilans privés



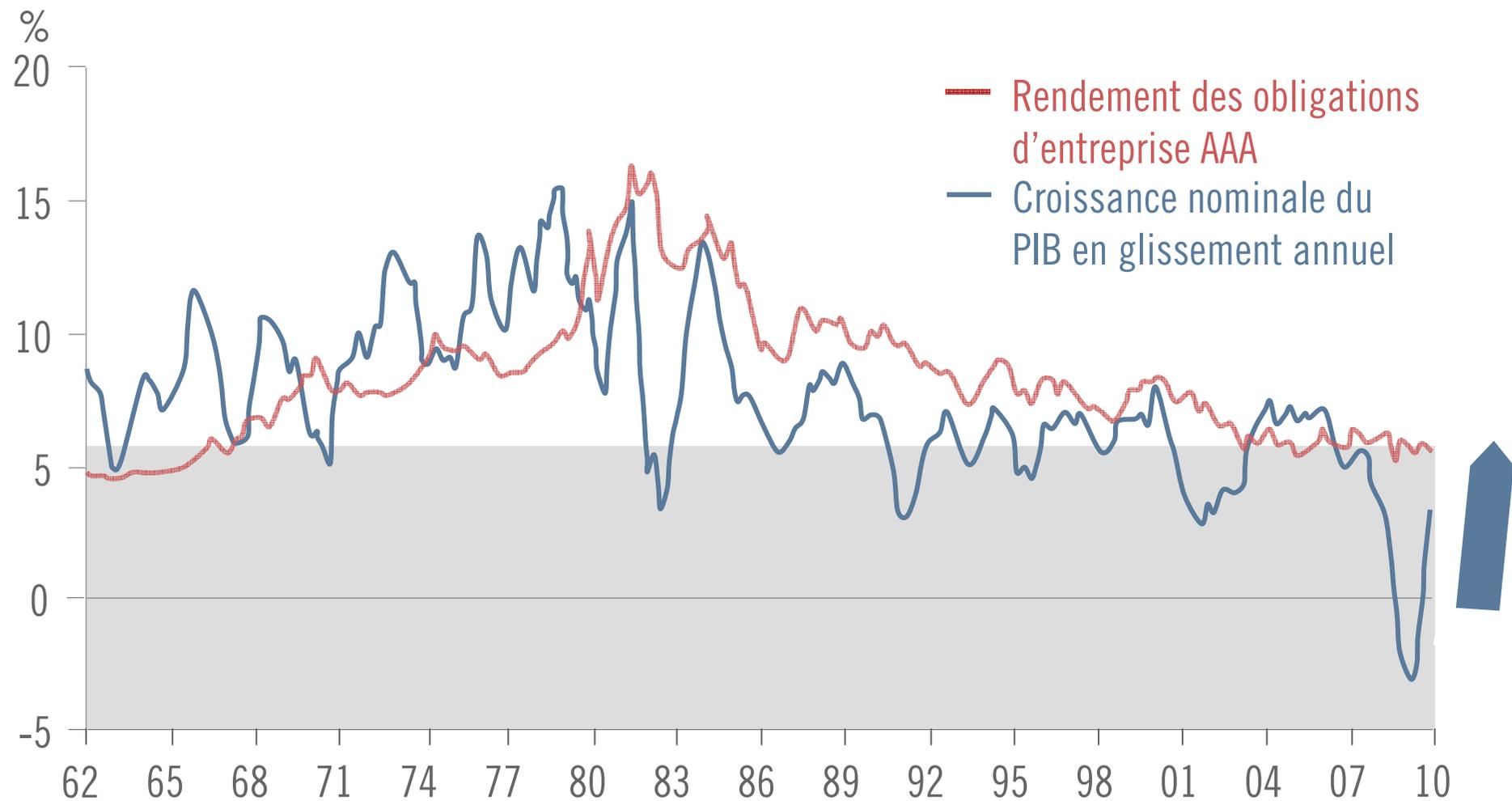
Liste des pays et évaluation des mécanismes de crédit (entre parenthèses: source du problème de bilan)

	Mécanisme de crédit intact	Mécanisme de crédit cassé
Zone euro	Allemagne	Grèce (Etat)
	France	Espagne (ménages, Entreprises, Etat)
	Italie	Irlande (ménages, Etat)
	...	Portugal (Etat)
Reste du monde	Canada	Etats-Unis (ménages, Etat)
	Australie	Royaume-Uni (ménages, Etat)
	Norvège	Japon (Etat, initialement entreprises)
	Suède	Islande (ménages, entreprises, Etat)
	Suisse	Hongrie (ménages, Etat)
	BRIC	...
	La plupart des pays émergents	
	...	

Croissance et taux d'intérêts



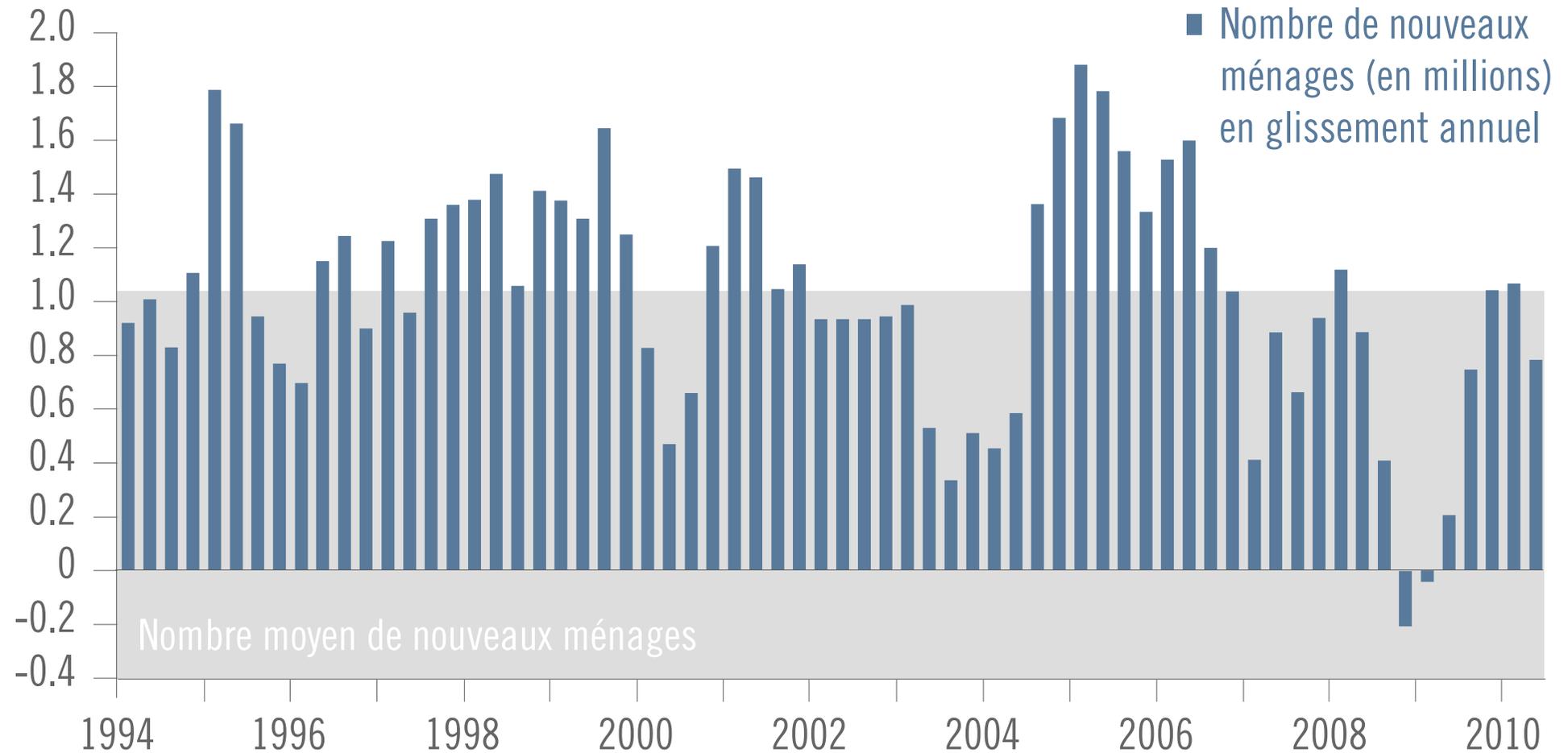
La croissance doit rester supérieure aux taux d'intérêts



Nombre de nouveaux ménages américains: 1 million par an



La démographie américaine n'est pas propice à la déflation

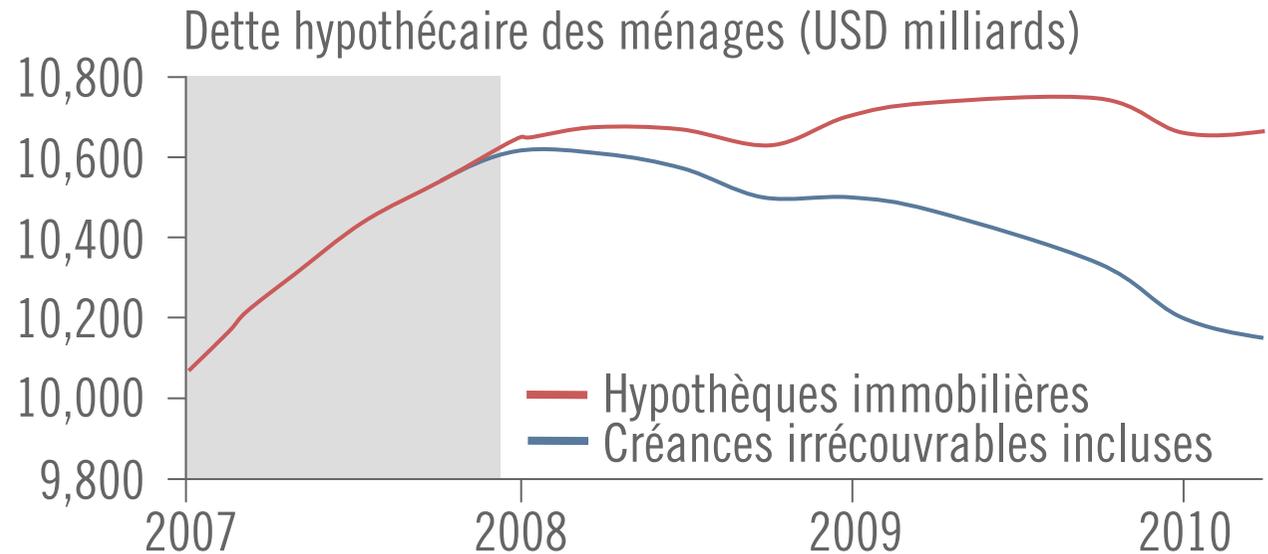


Source: U.S. Census Bureau et Raymond James & Associates, Inc.

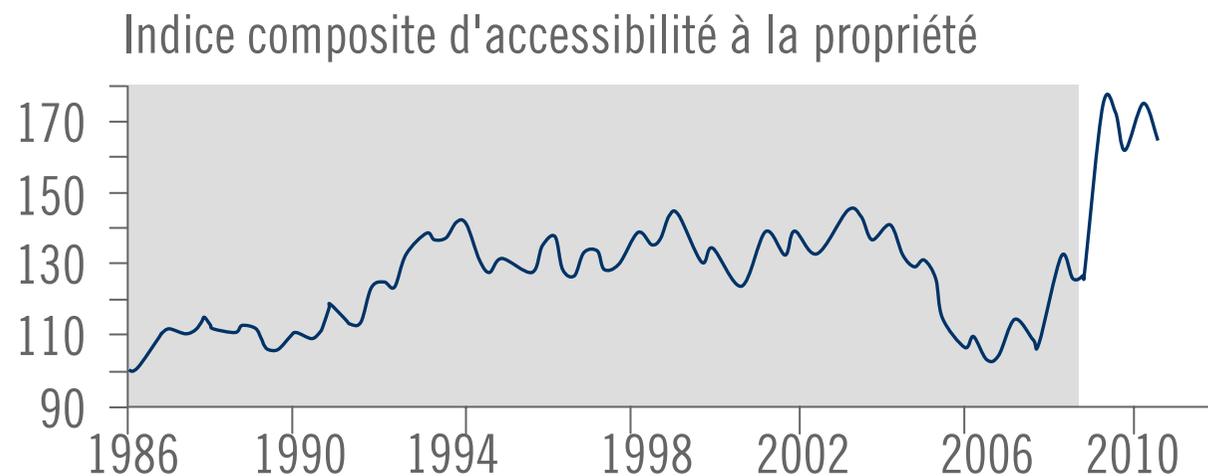
Processus américain de désendettement



- La baisse des soldes d'emprunts des ménages américains est pour l'instant intégralement attribuable aux défaillances hypothécaires.
- Les prix des logements se situent à leur juste valeur, mais la résorption de l'offre excédentaire prendra du temps.
- La situation américaine n'est pas comparable à celle du Japon: secteur des entreprises plus sain et la démographie est positive



Source: Credit Suisse US Interest Rate Strategy

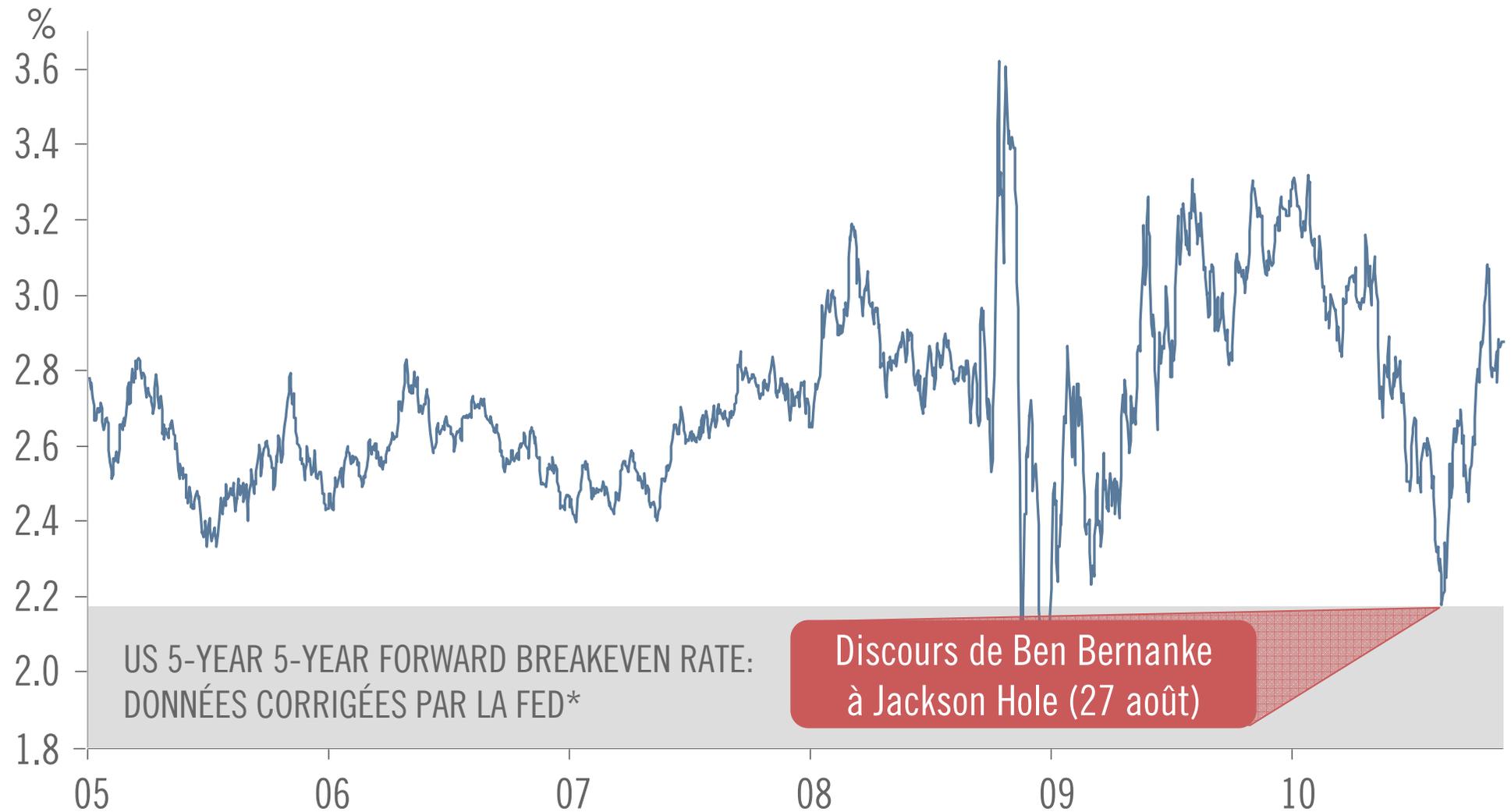


Source: Credit Suisse

Politique monétaire tendant vers le taux zéro: impact du QE2



L'action de la Fed va clairement dans la bonne direction

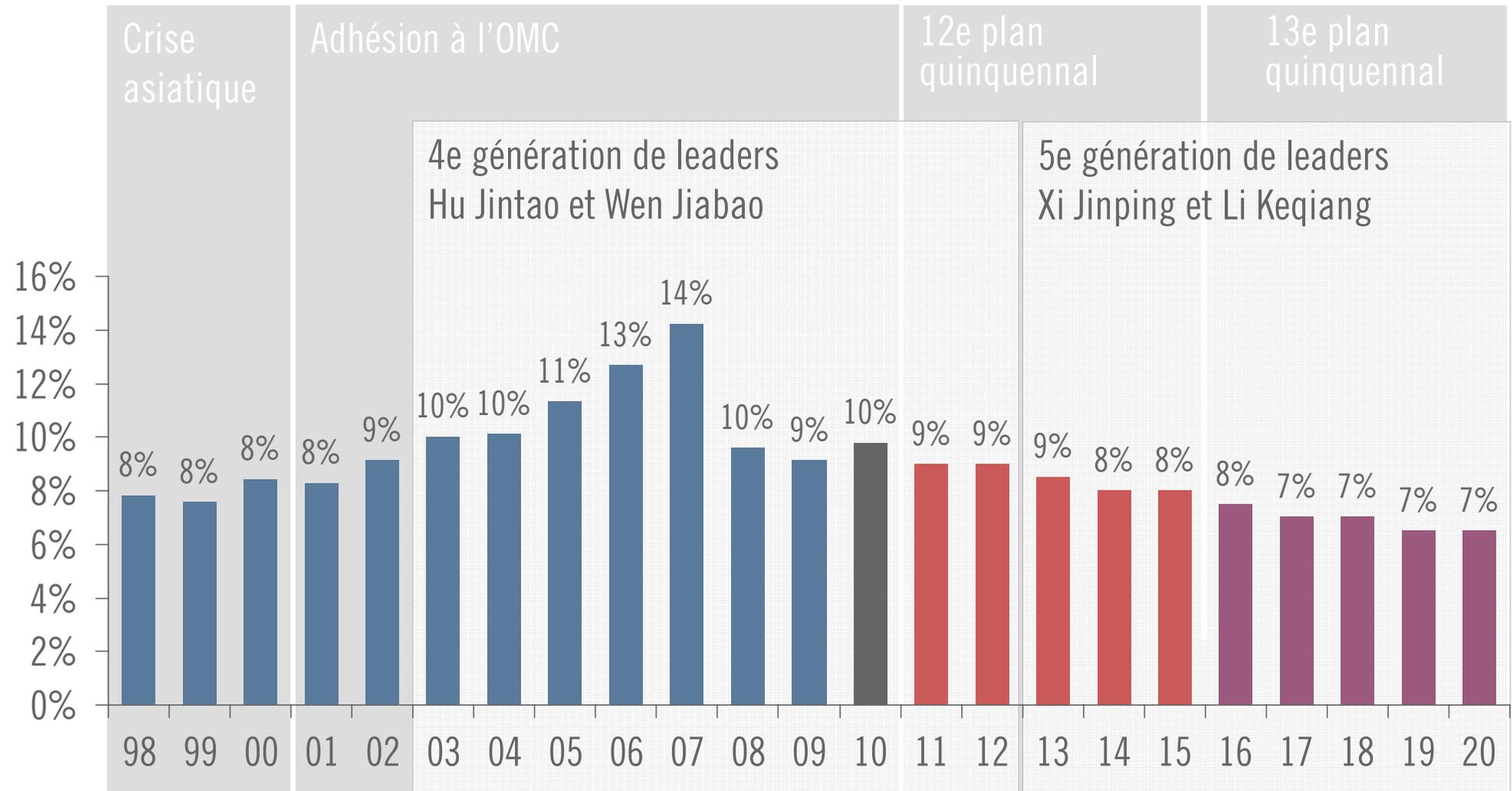


* Corrigé de la prime de risque de l'inflation et de l'illiquidité des TIPS

Modèle de croissance de la Chine



PIB de la Chine: réduction du potentiel futur de croissance



Source: AA&MR; CEIC

12e plan quinquennal de la Chine



La version complète du plan quinquennal sera publiée par la Commission nationale de développement et de réforme début 2011

- «Croissance stable et relativement rapide», tel est l'objectif principal mais non chiffré
- Demande intérieure et innovation visant à changer de modèle de croissance
- Amélioration du revenu des ménages en proportion du PIB
- Amélioration de l'efficacité énergétique et développement respectueux de l'environnement
- Réforme du système fiscal
- Sept nouveaux secteurs stratégiques:
 - Economies d'énergie et protection de l'environnement
 - Informatique
 - Biotechnologies
 - Equipements de pointe (machines industrielles complexes)
 - Nouveaux matériaux de haute technologie (terres rares)
 - Transports économisant l'énergie (voitures électriques, etc.)
 - Nouvelles énergies (solaire, éolien, biocarburants, nucléaire, etc.)

3

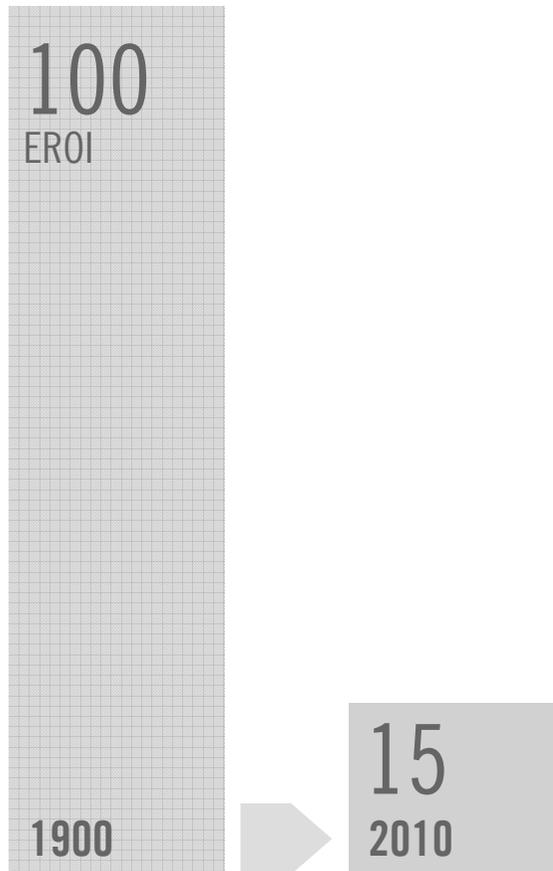
Ruptures structurelles

Changements d'approche potentiels

Rupture structurelle de l'offre énergétique



EROI: chute de la rentabilité des investissements dans l'énergie



- Le rattrapage des pays BRIC par rapport aux normes européennes constitue un énorme défi en termes d'offre énergétique.
- Une telle rupture structurelle offre des opportunités d'investissement très intéressantes si l'on fait appel à l'analyse et au bon sens.
- Les portefeuilles devraient avoir une exposition stratégique au thème des contraintes de l'offre énergétique.

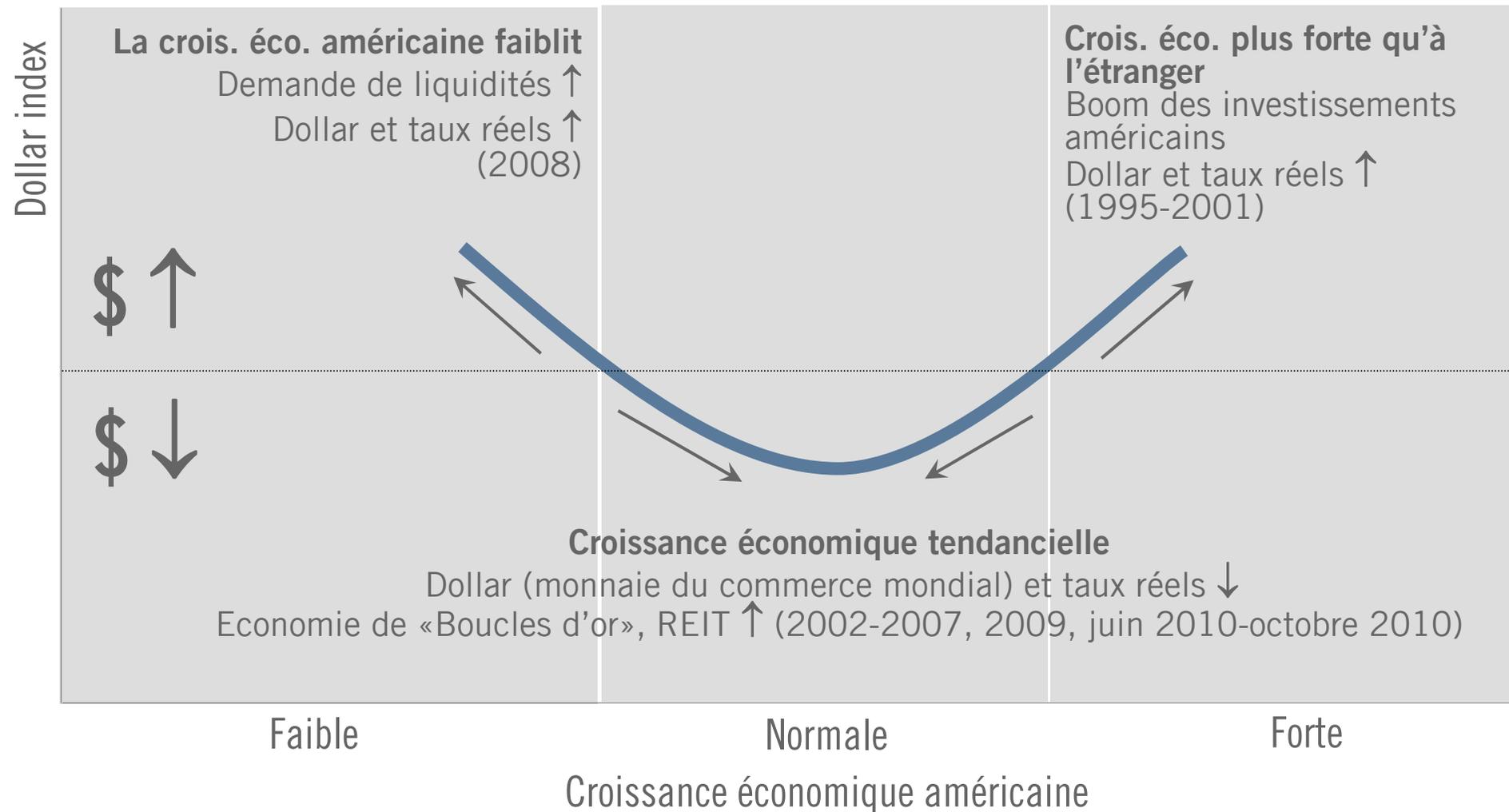
Les banques centrales vont-elles s'attaquer aux prix des actifs?

- Suite à la douloureuse expérience inflationniste des années 80, les Banques centrales ont toutes adopté l'idéologie de la lutte contre l'inflation (mesurée par l'IPC). Ce faisant, elles ont implicitement ignoré le prix des actifs et les questions liées aux bilans. D'une certaine manière, c'était du *Miller-Modigliani* appliqué à la macroéconomie. Cette idéologie, dont la figure emblématique fut Alan Greenspan, a montré ses limites en 2007 lors de l'éclatement de la bulle du crédit en Occident.
- La mondialisation, qui offre la possibilité de pratiquer le *carry trade* (portage), a sévèrement limité la capacité des banques centrales à maîtriser les prix des actifs.
- L'analyse académique commence tout juste à étudier le rôle des variations des prix des actifs sur l'activité réelle.
- Ben Bernanke a raison de vouloir éviter une déflation du prix des actifs dans le cadre d'une récession des bilans.

Bretton Woods 2: la 6e flotte est toujours américaine



Le dollar est profondément incompris: sa tendance habituelle est baissière, il monte lors des récessions et des booms.



4

Tendances séculaires

Principales conclusions

Rendements nominaux attendus en dollars (horizon à 10 ans)



Classe d'actifs	E (R)	E (alpha)	H alpha	E (TR)
Liquidités	1.5%	0.0%	0.0%	1.5%
Obligations d'Etat	2.0%	0.0%	0.0%	2.0%
Obligations d'entreprise	3.5%	1.0%	1.4%	4.5%
Oblig. à haut rendement	7.0%	1.0%	0.4%	8.0%
Dette émerg. en mon. forte	Eviter			
Dette émerg, en mon. locale	7.0%	1.0%	0.5%	8.0%
Actions mondiales pays dével.	6.0%	2.0%	2.9%	8.0%
Actions émergentes	7.0%	1.5%	1.1%	8.5%
Actions mond. petites capitali.	6.0%	2.0%	4.6%	8.0%
Immobilier	Hétérogène			Hétérogène
Private equity	min. 10.0%			min. 10.0%

E (R) = rendement attendu par PWM

E (alpha) = surperformance nette attendue par PWM

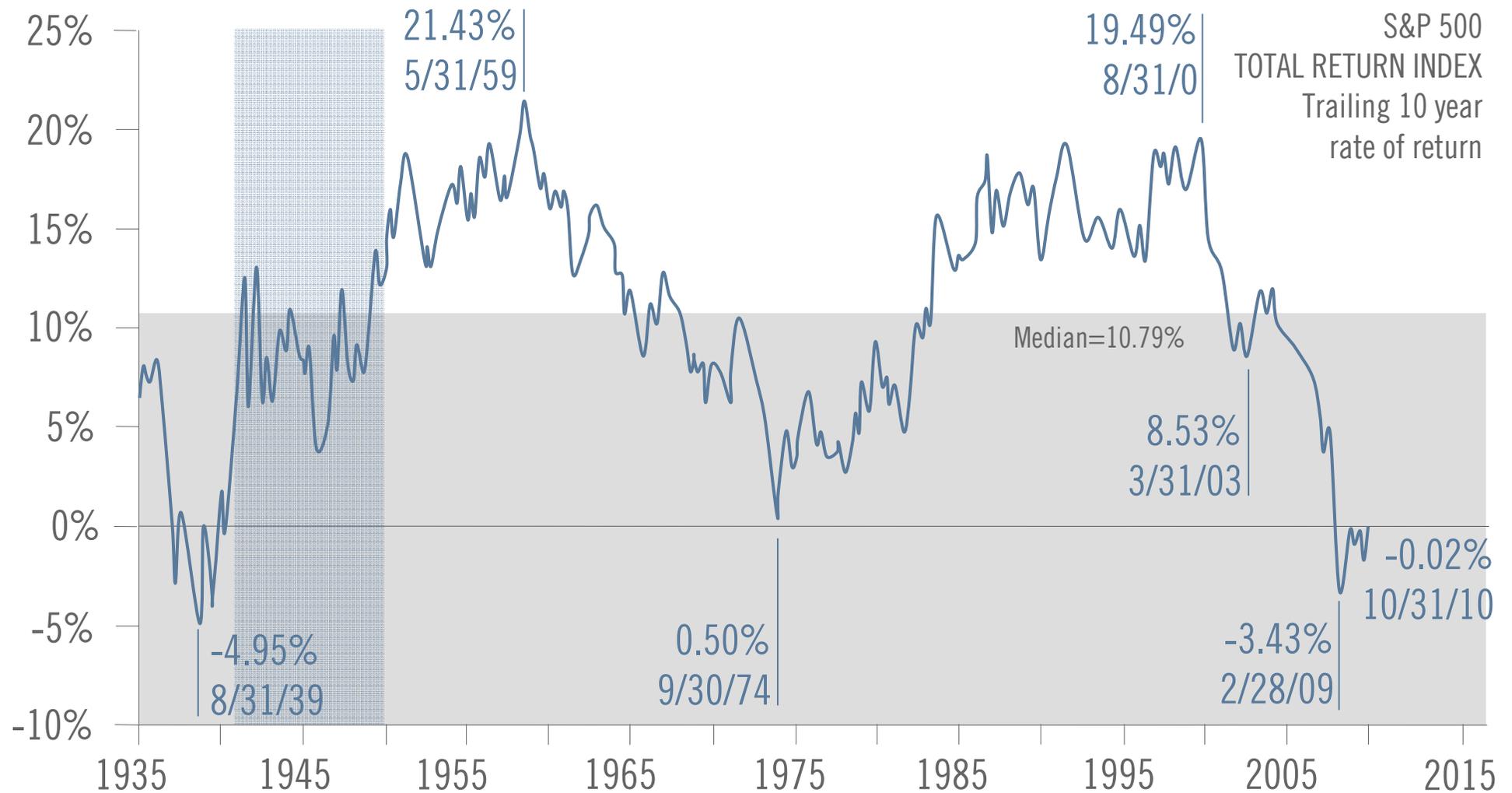
H alpha = surperformance historique nette du gérant médian du premier décile dans la base de données Lipper sur 5 ans

E (TR) = Rendement total attendu (prime de risque et alpha) par PWM

Feuille de route séculaire pour les actions du G7



Les années 40 peuvent donner une idée de ce que nous devrions attendre de la prochaine décennie.



Grandes capitalisations de qualité des pays développés: assez bon marché



Ces sociétés ont été privées de flux d'investissement depuis 10 ans

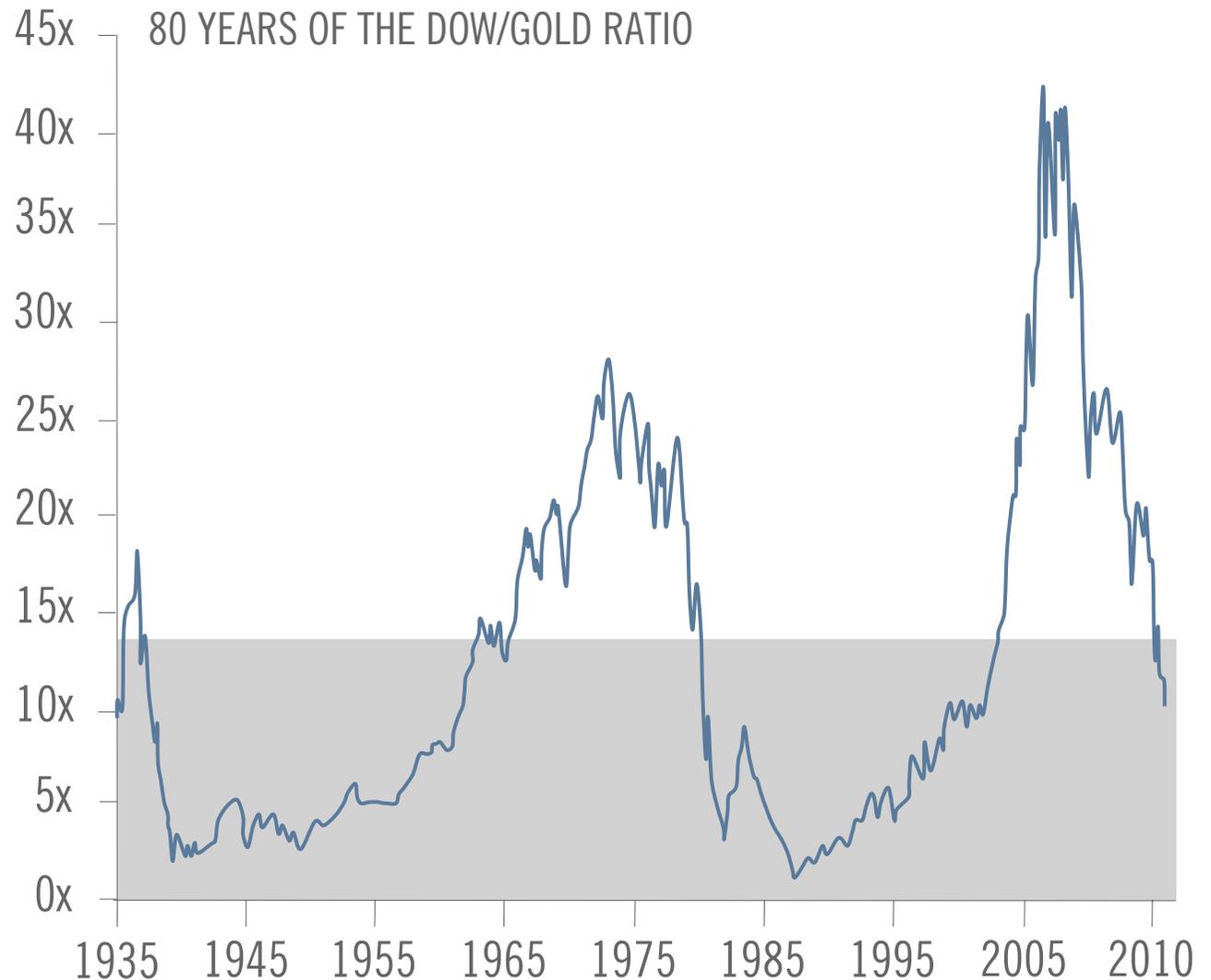
		Quintile Ranks (1=Best;5=Worst)															
		Super Factors															
		Management Behavior															
		Earnings															
Symbol	Company	Recent Price	Capital Deployment	Quality and Trend	Market Reaction	Valuation	Growth Model Rank	Forward P/E-Ratio	Rate of Earnings Reinvestment	Implied Growth Rate	Implied Growth/Reinvestment Rate	Free Cash Flow Yield	Market Capitalization (\$ Billion)				
AAPL	APPLE INC	\$283.23	5	5	2	3	4	16.0 x	35.5 %	12.3 %	35 %	5.5 %	\$258.7				
MSFT	MICROSOFT CORP	25.43	2	2	5	1	2	10.6	33.1	3.5	10	10.0	220.4				
JNJ	JOHNSON & JOHNSON	62.09	1	1	4	1	1	12.7	16.1	5.6	35	9.2	171.0				
IBM	INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES CORP	131.79	2	4	3	1	3	11.1	60.4	3.9	6	9.9	166.2				
ORCL	ORACLE CORP	27.49	2	3	1	3	3	13.9	18.5	7.4	40	6.1	138.2				
WFC	WELLS FARGO & CO	26.56	5	na	5	1	4	10.9	8.7	4.4	51	na	138.9				
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	55.95	2	2	1	2	1	14.0	50.9	4.9	10	7.8	102.7				
HPQ	HEWLETT-PACKARD CO	39.39	3	3	5	1	2	8.1	18.7	(2.4)	NM	9.7	90.4				
ABT	ABBOTT LABORATORIES	52.26	2	4	2	1	2	11.9	14.0	3.9	28	9.5	80.7				
MCD	MCDONALD'S CORP	75.11	4	3	1	3	3	15.9	18.8	6.7	36	5.0	79.9				
GS	GOLDMAN SACHS GROUP INC	151.90	4	na	4	1	1	9.4	16.7	2.6	15	na	78.3				
AZN	ASTRAZENECA PLC	52.29	1	2	2	1	1	8.1	25.5	(4.5)	NM	13.8	75.8				
MMM	3M CO	87.41	3	2	3	3	2	14.4	20.0	6.6	33	6.8	62.3				
AMGN	AMGEN INC	55.94	1	5	5	1	1	10.6	21.0	6.3	30	10.7	53.6				
AXP	AMERICAN EXPRESS CO	43.12	4	na	2	5	5	12.2	17.1	5.0	29	na	51.8				
CL	COLGATE-PALMOLIVE CO	78.25	2	1	3	3	1	15.6	43.9	6.1	14	7.4	38.0				
ACN	ACCENTURE PLC	41.55	1	3	3	2	2	14.0	25.3	5.2	21	8.4	31.9				
CLW	CORNING INC	17.61	2	1	5	1	2	8.3	18.2	2.1	12	7.5	27.4				
ESRX	EXPRESS SCRIPTS INC	47.67	5	2	4	3	4	16.8	29.3	12.3	42	9.7	25.9				
RCI	ROGERS COMMUNICATIONS -CL B	37.80	2	1	2	1	1	11.5	20.9	1.9	9	9.9	21.7				
STT	STATE STREET CORP	39.52	4	na	5	1	3	10.9	12.3	5.5	45	na	19.8				
RIG	TRANSOCEAN LTD	60.22	2	3	5	1	1	8.2	14.2	2.7	NM	15.3	19.2				
SYK	STRYKER CORP	48.74	1	2	4	2	2	14.1	15.9	8.1	51	7.6	19.3				
COF	CAPITAL ONE FINANCIAL CORP	39.33	3	na	2	1	1	8.5	9.0	2.6	28	na	18.0				
NTAP	NETAPP INC	49.67	3	1	2	4	1	24.4	20.4	18.0	88	5.4	17.7				
TJX	TJX COMPANIES INC	43.14	2	2	2	2	1	12.4	40.2	6.5	16	9.5	17.3				
MCK	MCKESSON CORP	62.99	2	3	4	1	2	12.8	17.4	7.4	42	10.5	16.4				
COH	COACH INC	41.73	1	3	4	2	2	15.7	40.0	8.1	20	7.3	12.4				
MICC	MILLICOM INTL CELLULAR SA	100.24	1	2	1	2	1	13.5	22.5	6.4	29	6.8	10.9				
MHP	MCGRAW-HILL COMPANIES	31.35	2	1	5	1	1	11.4	31.5	2.5	8	13.7	9.7				
NE	NOBLE CORP	35.37	1	1	5	1	1	8.2	21.0	(2.4)	NM	9.0	9.0				
ADI	ANALOG DEVICES	30.02	1	1	3	2	1	11.9	12.7	4.3	34	8.8	8.9				
ALTR	ALTERA CORP	28.80	2	1	1	3	1	12.1	34.8	6.5	19	7.4	8.8				
DISH	DISH NETWORK CORP	18.92	1	2	5	1	1	9.1	46.4	1.7	4	11.3	8.5				
JWN	NORDSTROM INC	36.37	1	4	5	2	3	13.3	23.3	6.1	26	8.6	8.0				
CHKP	CHECK POINT SOFTWARE TECHNOLOGIES INC	35.41	2	2	2	2	1	14.4	17.4	9.9	57	8.4	7.4				
NIHD	NII HOLDINGS INC	42.03	1	5	3	2	3	19.9	11.5	13.8	121	4.8	7.1				
JOYG	JOY GLOBAL INC	68.99	4	3	2	3	4	14.6	36.6	8.1	22	7.5	7.1				
XLNX	XILINX INC	26.18	1	4	3	2	2	10.6	16.3	3.0	18	7.0	6.8				
ESV	ENSCO PLC -ADR	46.64	2	4	2	1	2	11.5	9.9	5.5	56	3.8	6.7				
WAT	WATERS CORP	69.88	1	1	4	3	1	16.5	44.1	12.3	28	6.3	6.4				
CEG	CONSTELLATION ENERGY GROUP INC	31.23	1	na	5	3	1	9.2	72.2	2.6	4	1.2	6.3				
DLTR	DOLLAR TREE INC	48.46	3	2	1	3	1	15.3	25.6	9.9	39	6.7	6.2				
WDC	WESTERN DIGITAL CORP	27.38	2	3	5	1	2	7.4	35.0	(1.6)	NM	19.1	6.3				
GRMN	GARMIN LTD	30.88	1	3	5	1	1	10.2	8.5	1.5	18	14.5	6.1				
MHS	MEDCO HEALTH SOLUTIONS INC	47.57	3	3	5	2	4	13.3	25.6	8.3	32	9.5	21.0				
MCO	MOODY'S CORP	25.99	1	1	5	1	1	12.9	54.1	6.4	12	8.7	6.1				
TDC	TERADATA CORP	34.08	3	4	4	4	4	19.6	30.9	12.4	40	6.2	5.7				
MDR	MCDERMOTT INTL INC	13.98	3	3	3	1	2	11.8	19.9	7.5	37	3.9	3.3				
FWLT	FOSTER WHEELER AG	24.62	1	3	5	2	2	11.2	37.4	6.3	17	7.0	3.1				
Average								11.7 x	26.4 %	5.7 %	21 %	8.5 %					
All Other Large-Cap Stocks								12.9 x	9.1 %	5.9 %	65 %	6.3 %					

- Source: Empirical Research Partners Analysis.

Or: l'ultime réserve de valeur



- La ruée vers l'or au détriment des actifs papier est bien avancée... mais pas terminée.
- La poursuite de l'appréciation de l'or par rapport aux actions pourrait dépendre d'un environnement monétaire déflationniste ou fortement inflationniste (même logique que pour la baisse à 1 du ratio prix-valeur comptable du S&P500).



Source: BullionVault.com

Tendances clés des années 2010



Chaque décennie se caractérise par un environnement économique et d'investissement différent

	1960	1970	1980	1990	2000	2010
	Bretton Woods	Taux de change flottants Choc pétrolier Inflation	Désinflation Plaza Arbitrage	Chute du Mur de Berlin Mondialisation Internet E-trading	UEM Fort déséquilibre mondial Emergence de la Chine Crédits structurés	Désendettement contrôlé des économies développées Découplage des marchés émergents Smart grid Ciblage du prix des actifs Fin du standard dollar ? ...
	Valeurs américaines «Nifty Fifty»	Petites capitalisations Valeurs pétrolières Or, CHF et JPY	Obligations d'Etat Nikkei Hang Seng	Indices Nasdaq SMI USD	Hedge funds Actions émergentes Matières premières EUR	AAT Or Dette émerg. en monnaies locales Services pétroliers Blue chips dével. de qualité

