



Quelles perspectives pour les marchés de taux, crédit et devises ?



Janvier 2008

2007 a été marquée par une crise monétaire sans précédent et une aversion générale pour les marchés à risque. Risque-t-on une récession économique en 2008 ? Que nous réserve le marché immobilier américain ? Comment les Banques centrales vont-elles réagir et avec quel impact sur les taux ?

Du côté du crédit, après l'explosion de la prime de risque en 2007, les obligations Investment Grade pourraient-elles représenter une opportunité ?

Le dollar va-t-il poursuivre sa chute ? Les devises à carry élevé continueront-elles leur progression ?

Autant de questions sur lesquelles nos spécialistes Fixed Income vous donnent leur point de vue pour l'année à venir.

Le présent document a un caractère purement informatif, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations. Toutefois, des erreurs ou omissions dans ces sources ou dans ces processus ne peuvent pas être exclues à priori. La performance passée d'un produit ne constitue en aucune façon une garantie des résultats futurs et la valeur des investissements peut varier à la hausse comme à la baisse. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.

La présente recommandation est une communication publicitaire telle que définie à l'article 24, §2 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil. Elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements et elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.



Money does not perform. People do.

DEXIA
Asset Management

SOMMAIRE

1. Marchés de taux : 2008, une année sans consensus.....	2
Comment s'orienteront les taux en 2008 ?	3
Quels sont les principaux risques pour 2008 ?	4
Perspectives Obligataires	4
2. Crédit Investment Grade: les spreads actuels rémunèrent largement les risques	5
2007, une année marquante pour le crédit	5
Comment envisager le crédit Investment grade en 2008 avec l'héritage de 2007 ?	6
Faut-il craindre un Credit Crunch global poussant à la récession économique ?	7
Quel scénario macroéconomique est valorisé dans les spreads de crédit actuels ?	7
Crédit Investment Grade : une opportunité d'achat	7
Les thèmes d'investissement pour 2008	8
Perspectives du Crédit Investment Grade.....	8
3. Marché des devises : quelles perspectives pour 2008 ?.....	9
L'année 2007 fut celle de la baisse du dollar.	9
Comment évoluera-t-il en 2008 face aux devises européennes ?	9
... Et face aux devises asiatiques ?.....	9
Poursuite de la progression des devises à carry élevé ?	10
Notre stratégie de change	11
Perspectives des devises.....	11

1. Marchés de taux : 2008, une année sans consensus

Consensus sur la bonne tenue de la croissance mondiale, consensus sur la poursuite du resserrement monétaire, consensus enfin sur le resserrement général des taux longs, l'année dernière était caractérisée par plusieurs consensus quant aux perspectives économiques et obligataires.

Si le début de l'année a été conforme à ces prévisions, la crise immobilière aux Etats-Unis a remis en cause ce scénario. Les marchés sont entrés fin 2007 dans une phase de transition marquée par une crise monétaire sans précédent et une aversion générale pour les marchés à risque. C'est ainsi que fin 2007 la Réserve fédérale américaine avait baissé de 100 points de base son taux directeur (pour atteindre 4.25%), la Banque centrale européenne avait opéré des injections massives de liquidité (350 milliards d'euros pour les seules deux semaines de fin d'année) et une volatilité accrue était de mise sur tous les marchés. **Dans ce contexte, que l'on pourrait qualifier de crise latente des marchés financiers, on comprend pourquoi 2008 ne sera pas une année de consensus : plusieurs scénarios sont envisageables.**

Une récession économique est-elle possible ?

La question centrale pour 2008 est de savoir si les Etats-Unis risquent d'entrer en récession. La baisse des taux réels 10 ans au niveau de 1.50% et l'anticipation de baisses agressives du taux directeur de la Réserve fédérale suggèrent que le marché anticipe pour une partie un tel risque. **Chez Dexia Asset Management nous privilégions toutefois aujourd'hui un scénario de ralentissement marqué.**

La crise du marché immobilier n'est certes pas arrivée à son terme : la chute des ventes entraînera des destructions d'emplois, la baisse des prix continuera d'avoir des conséquences négatives sur la richesse et donc le moral des ménages et la crise générale du subprime pourrait altérer la bonne santé des établissements financiers. Nous nous attendons donc à un ralentissement de la croissance (que nous voyons significativement au-dessus des 2% en 2008) et à une possible remontée du taux de chômage autour des 5%.

Ce ralentissement de l'économie ne devrait pas aboutir à une récession. Pourquoi ?

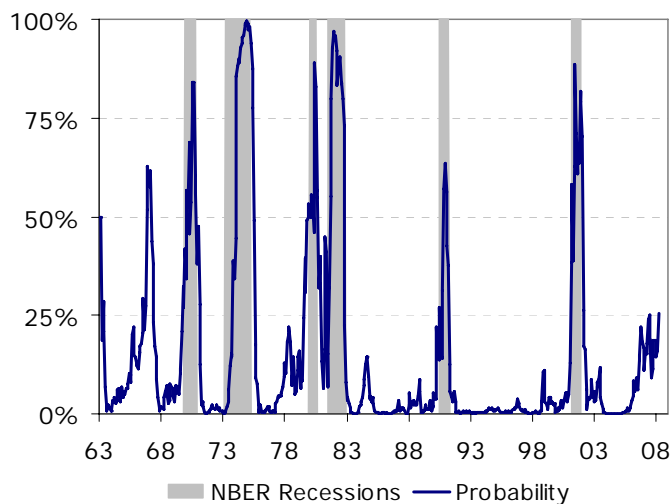
La baisse de 100 points de base du taux directeur américain et la chute du taux 10 ans au niveau des 4% sont des soutiens à l'endettement et donc à la croissance. La faiblesse du dollar est un moteur pour les exportations. Le gouvernement américain enfin a donné des signes d'aides aux ménages victimes des subprimes. De nombreuses actions ont donc été mises en place pour soutenir l'économie américaine. Notre modèle de prévision de récession à 3 mois n'anticipe qu'à 25% la possibilité d'une récession : les baisses de taux de la Réserve fédérale et la bonne tenue du marché de l'emploi contribuent à réduire cette probabilité.

Tableau de bord économique

	NFP	ISM	GDP	CPI
Actual	94.00	50.80	4.90	2.20
March 2001	-47.00	42.60	-0.50	2.70
July 1990	-47.00	46.60	1.00	5.00
July 1981	112.00	46.70	-3.10	11.10
January 1980	95.00	44.80	1.20	11.30
March 1973	269.00	69.60	10.60	3.00
December 1969	152.00	52.00	-1.90	6.20

Source : Dexia Asset Management, Bloomberg

Probabilité de récession



Source : Dexia Asset Management, Bloomberg

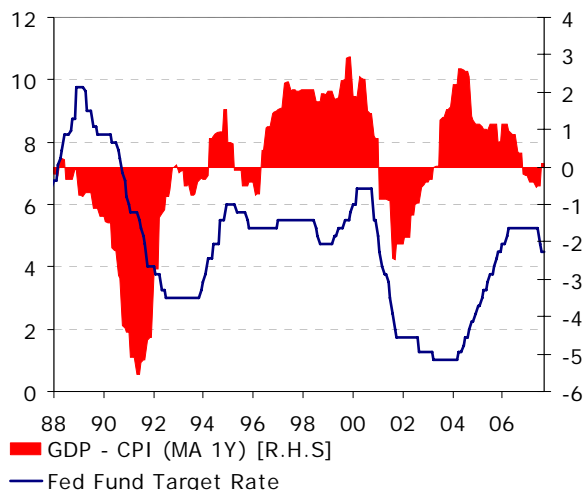
Ce ralentissement de l'économie américaine aura-t-il un impact sur le reste du monde ?

La crise du subprime a affecté l'ensemble des marchés mondiaux et la crise monétaire est présente dans de nombreuses zones économiques. En Europe, l'Euribor 3 mois a atteint 4.95% soit 95 points de base au-dessus du taux de base de 4%. Les indicateurs de confiance ont marqué le coup et le faible appétit pour le risque s'est tout autant manifesté en Europe. Pourtant nous pensons que **la croissance de la zone Euro devrait également ralentir sans entrer dans une phase de récession**. La santé européenne ne dépend pas que des Etats-Unis et la bonne tenue des marchés émergents est un soutien à la croissance mondiale. De plus l'Europe ne connaît pas à ce jour de crise majeure sur le marché immobilier.

Quelles actions pour les Banques centrales en 2008 ?

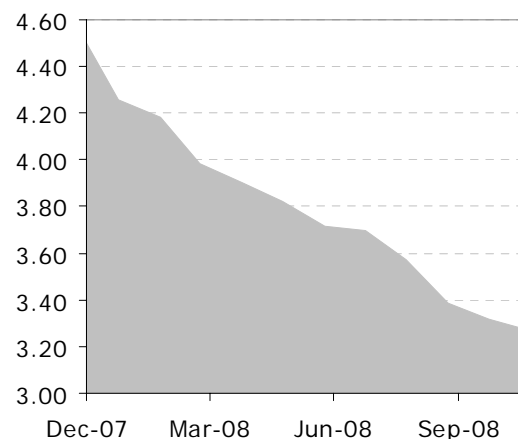
La Banque centrale américaine doit répondre à deux objectifs : contenir les anticipations d'inflation et favoriser la croissance économique. En induisant 100 points de base de baisse en 2007, elle a favorisé son objectif de croissance. Aujourd'hui pourtant, elle est confrontée à une remontée de l'inflation avec un indice des prix core CPI qui pourrait retourner aux alentours des 2.50%. Nous pensons ainsi que **la Réserve fédérale pourrait continuer de baisser ses taux mais à un rythme plus mesuré**, ne pouvant pas laisser courir les anticipations d'inflation. Notre scénario principal anticipe deux baisses de taux portant le taux directeur à 3.75%.

Deux Objectifs pour la Fed : croissance et d'inflation



Source : Dexia Asset Management, Bloomberg

Fed Fund Futures et anticipation du marché



Source : Dexia Asset Management, Bloomberg

De son côté, **la Banque centrale européenne conservera sans doute son statu quo le plus longtemps possible**. Avec une inflation en forte progression (au-dessus des 2%) mais avec une crise monétaire majeure elle n'a d'autre choix que de maintenir son taux directeur à 4%. Nous pensons à terme que la BCE pourrait opérer une baisse d'ici fin 2008, notamment si les indicateurs de confiance continuaient de se dégrader.

Comment s'orienteront les taux en 2008 ?

Compte tenu des baisses du taux directeur américain à venir, nous continuons de croire que le taux monétaire Libor devrait fortement baisser et que la prime de liquidité sur le taux 3 mois devrait à terme diminuer significativement. **La baisse des taux courts devrait favoriser la pentification de la courbe. Le taux 10 ans américain a déjà fortement corrigé pour atteindre un niveau inférieur à 4%, et pourrait remonter vers les 4.50%**. Ce sont notamment les taux réels qui ont baissé alors que la composante anticipation d'inflation est restée élevée. Nous pensons que celle-ci devrait rester au-dessus des 2.25% et que la composante taux réel devrait à terme remonter vers les 2%. Ainsi les baisses de la Fed ne feront pas baisser mécaniquement les taux longs.



Quelles perspectives pour les marchés de taux, crédit et devises ?

Janvier 2008

Du côté de la zone euro, le taux 3 mois devrait là encore fortement baisser en raison du dégonflement de la prime de liquidité. Les anticipations de baisse de taux de la BCE devraient entraîner une **pentification** du segment 2-10 ans de la courbe. **Le taux 10 ans pourrait atteindre les 4.50%**. La remontée de l'inflation va clairement dans ce sens.

Quels sont les principaux risques pour 2008 ?

Le risque principal de notre scénario serait un ralentissement trop marqué aux Etats-Unis et une Réserve fédérale qui tarderait à baisser ses taux. La persistance de la crise de liquidité et une baisse des marchés actions pourraient alors clairement entraîner la Fed à devoir réagir plus agressivement et conduire les autres Banques centrales à suivre le mouvement. Un tel scénario ne contredirait pas le thème de la pentification mais pourrait conduire l'ensemble des marchés obligataires à s'apprécier par corrélation négative avec les marchés actions. C'est le risque de récession que nous suivrons tout particulièrement en 2008.

Perspectives Obligataires

Taux intérêt Zone Euro	Actuel	Fin 2008
BCE Target	4.00	4.00
Taux 2 ans	3.95	4.00
Taux 10 ans	4.26	4.50
<i>Spread 2-10 Ans</i>	<i>0.31</i>	<i>0.50</i>
Stratégie Duration	Négatif	Négatif
Stratégie Courbe	Pentification	Pentification

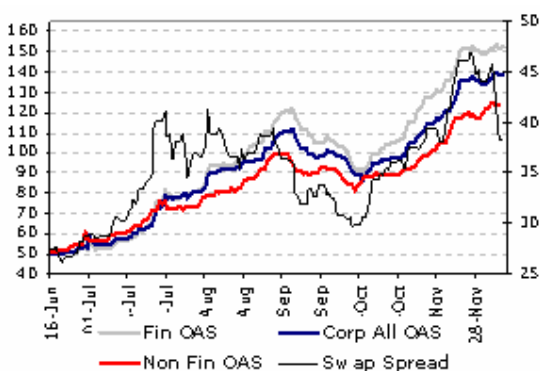
Taux intérêt Etats-Unis	Actuel	Fin 2008
Fed Fund Target	4.25	3.75
Taux 2 ans	3.07	3.25
Taux 10 ans	4.02	4.50
<i>Spread 2-10 Ans</i>	<i>0.95</i>	<i>1.25</i>
Stratégie Duration	Neutre	Négatif
Stratégie Courbe	-	Pentification

2. Crédit Investment Grade: les spreads actuels rémunèrent largement les risques

2007, une année marquante pour le crédit

2007 s'inscrit dans les années exceptionnelles en ce qui concerne le crédit Investment Grade. En effet, au cours des six derniers mois, l'implosion du système de crédits hypothécaires américains s'est propagée à grande vitesse sur de nombreux acteurs, grippant les rouages d'une mécanique trop bien huilée. **En six mois, depuis la mi-juin, la prime de risque moyenne du crédit Investment Grade par rapport aux obligations souveraines a presque triplé (passant de 0.5% à 1.4%) entraînant une sous-performance de près de 3%!**

Euro Credit Spreads



Source : iBoxx

Au-delà du risque spécifique des acteurs directement touchés par la détérioration du marché hypothécaire américain, les 'mortgage lenders' ou les sociétés de construction d'outre Atlantique, **de nombreux investisseurs et institutions ont été impactés par la détérioration des structures de titrisation de ces prêts**. En effet, sur les USD 10 400 milliards de prêts hypothécaires, près de 62 % sont titrisés avec transfert du risque du prêteur à l'investisseur. Dès le début de l'été, sur une toile de fond de perte de confiance dans le système interbancaire menant à une crise de liquidité, s'est mis en place un véritable jeu de domino faisant tomber les unes après les autres les institutions financières les plus exposées (Countrywide, CIT, IKB, LBSaschen,...). Le marché a d'abord sanctionné les brokers et les promoteurs de certains fonds d'investissement sévèrement touchés par les premiers abaissements de notation des structures titrisées, puis les institutions financières les plus fragiles en termes de refinancement ont subi la fermeture du marché de titrisation et la frilosité du wholesale market. Dès la fin de l'été, cette crise de liquidité a rattrapé le marché des ABCP¹ (conduits et SIV), rapidement sanctionné par leurs investisseurs principaux, les fonds d'investissement monétaires, qui préservent également au maximum leur liquidité. La dislocation de ces instruments par le non-refinancement des investisseurs a pesé lourdement sur les marchés et continuera d'impacter le marché du crédit en 2008. D'une part, pour faire face aux remboursements, des actifs et en grande partie des structures de titrisation ont été liquidés jetant de l'huile sur des valorisations déjà fortement dépréciées. D'autre part, les banques-sponsors de ces structures hors bilan ont progressivement dû envisager des solutions de consolidation ou de soutien de la liquidité lesquelles ont en commun d'accroître les risques. Finalement, **après un mois de répit à la suite de la baisse de taux de la Réserve fédérale mi-septembre, le retour à la réalité des chiffres publiés pour le troisième trimestre a témoigné de l'ampleur des dégâts pour l'ensemble des institutions financières avec d'importantes dépréciations d'actifs et des révisions de profits**. La chute du dernier domino concerne la mise sous-pression de la capitalisation des rehausseurs de crédit, qui pour la plupart se sont diversifiés ces dernières années vers le rehaussement de note de CDO²s..., qui faute de recapitalisation risquent de perdre leur note Aaa.

D'autre part, **les primes de risque des émetteurs non-financiers ont également augmenté suite à l'élargissement des swap spreads et à la contagion de la crise de confiance**.

¹ Asset Backed Commercial Papers

² Collateralized Debt Obligations

Comment envisager le crédit Investment grade en 2008 avec l'héritage de 2007 ?

Il est évident que le passage du 31 décembre ne va pas modifier sensiblement la situation héritée de 2007. En effet, **nous attendons une poursuite de la détérioration du marché immobilier américain au cours des 12 prochains mois** tant les déséquilibres existants sont importants. Le stock de logements continuera de peser sur l'évolution des prix des maisons qui chuteront encore entre 5% et 10% en 2008. En effet, l'équation entre l'offre et la demande sera biaisée par les ventes forcées suite aux saisies des logements des mauvais payeurs de plus en plus nombreux. Un des moteurs de cette accélération des défauts de paiement est l'important volume de prêts à taux variables émis en 2006 et 2007 qui commenceront à être révisés en 2008 et 2009 respectivement. La fragilité de ces prêts reflète l'absence totale d'« effet de richesse » puisque les prix ont ralenti leur ascension début 2006 pour reculer en 2007, ainsi qu'un laxisme important dans les critères d'octroi de prêt.

Pour palier à ce problème spécifique, le Trésor américain a décidé avec une coalition des prêteurs hypothécaires les plus importants d'instaurer dès janvier 2008 un gel du taux révisé pour les emprunteurs les plus fragiles. L'objectif de cette mesure est d'enrayer un tant soi peu la spirale négative des prix en permettant à de nombreux ménages américains de conserver leur logement.

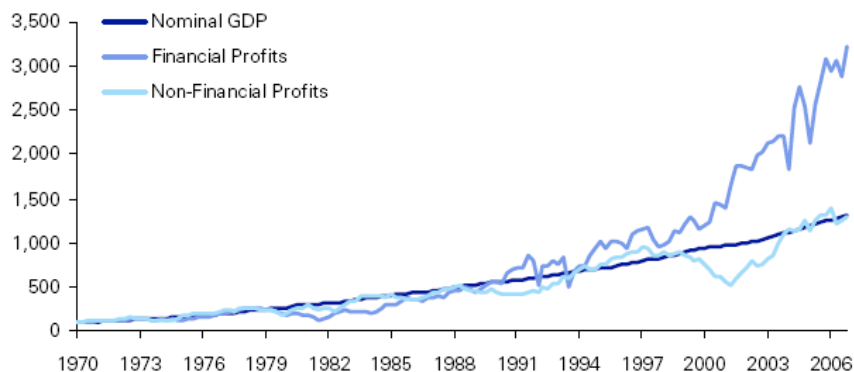
Néanmoins, **la hausse attendue des faillites et défauts en 2008 entraînera d'autres dégradations de la qualité de structures de titrisations.**

L'héritage 2007 pour les institutions financières n'est pas moins lourd et l'amélioration de la situation passe par une reprise de la confiance qui prendra également une bonne partie de l'année. Sans nul doute, la publication des résultats annuels et des objectifs pour 2008 éclairciront davantage les investisseurs sur l'état de santé du système bancaire dans son ensemble.

L'absorption et la digestion des risques pris (qualité des portefeuilles d'investissement et des prêts accordés) ou ajoutés (tels que les portefeuilles d'ABCP) par certaines institutions prendra du temps, pour les plus grandes et les plus diversifiées, et pourra encore être fatale pour les banques les plus risquées. Dans cette optique, nous continuerons d'éviter les business models les plus faibles avec une faible diversité des activités et une forte dépendance au financement wholesale.

Face à cette montée des risques, **les banques restreignent leurs conditions d'octroi de prêts pour l'ensemble des emprunteurs (particuliers ou entreprises). Elles renforcent également leur couverture de capital en émettant de la dette subordonnée (Tier 1), en réduisant le dividende ou en injectant, à l'instar de Citigroup..., des capitaux propres.** C'est également l'unique issue pour les rehausseurs de crédit menacés de perdre leur notation Aaa.

Evolution des profits Financiers et Non Financiers et du GDP nominal américain



Source: Bureau of Economic Analysis

Contrairement aux dernières années, où l'ingénierie financière avait dopé les résultats des institutions financières, en 2008, les prévisions de résultats n'afficheront pas une croissance à deux chiffres étant donné le coût des provisions et dépréciations d'actifs, le manque à gagner de pans entiers d'activités financières mis en veille et la hausse du coût de refinancement (bien que le niveau des taux d'intérêt reste globalement faible). La réouverture des marchés de titrisation (dans leur forme la plus sûre comme les Covered Bonds européens) constitue un facteur clé dans l'amélioration de la situation.



Faut-il craindre un Credit Crunch global poussant à la récession économique ?

Il est indéniable que les institutions financières prendront moins de risques dans l'octroi de prêts d'autant si le mécanisme de titrisation est largement remis en cause. Cette analyse concerne davantage les institutions de crédit américaines que l'ensemble du système bancaire mondial.

Néanmoins **nous n'adhérons pas à un scénario de propagation généralisée du Credit Crunch menant à une sévère récession économique.**

Notre scénario macroéconomique le plus probable pour les Etats-Unis reste un atterrissage en douceur de l'économie en 2008 avec affaiblissement de la consommation par rapport aux exercices précédents, lié notamment à la pression sur le revenu disponible des produits pétroliers et au coût de l'emprunt hypothécaire. Cependant, il est difficile d'estimer la part de la consommation qui pourrait être soustraite des statistiques suite au durcissement des standards de crédit. Une réduction des projections de la consommation a des répercussions sur les attentes de profits des sociétés ; revues depuis novembre, elles s'établissent maintenant entre 4% et 7% de croissance pour 2008. Néanmoins, il ne faut pas perdre de vue le rôle que constituent les économies émergentes par rapport aux Etats-Unis comme relais de croissance.

Historiquement, il existe une corrélation entre le resserrement des conditions de crédit et l'augmentation du taux de défaut. Néanmoins, nous constatons que les sociétés Investment Grade ont considérablement réduit leur risque de refinancement en profitant au cours des dernières années des conditions de prêts très avantageuses pour se préfinancer et pour allonger la durée moyenne de leurs emprunts. Par exemple, fin 2000 près de 50% des lignes de crédits étaient inférieures à 1 an contre moins de 20% actuellement avec une augmentation sensible des échéances 3 et 5 ans. Cette tendance s'observe sur tous les marchés (Euro et USD) et pour tous types d'emprunts (lignes de crédit bancaires ou emprunts obligataires). **Dans le scénario de ralentissement macroéconomique et de resserrement des standards de prêts, les sociétés qui alimenteront progressivement les statistiques de défaut de paiement, se limitent essentiellement aux ratings non investment grade les plus faibles.**

Quel scénario macroéconomique est valorisé dans les spreads de crédit actuels ?

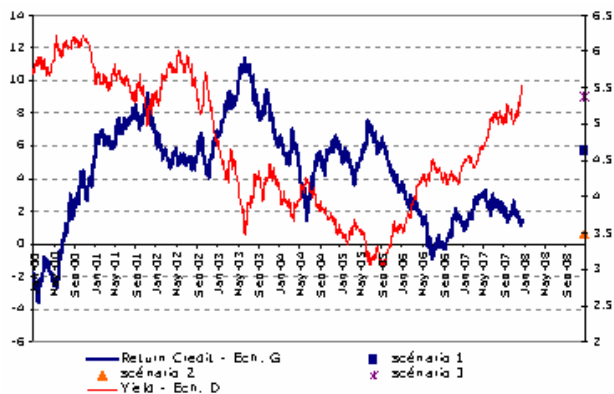
Les niveaux actuels des spreads de crédit rémunèrent largement pour les risques encourus. En effet, dans une optique de Buy & Hold, le risque principal est celui de défaillance de l'émetteur qui, par définition pour les émetteurs les mieux notés, est faible.

En comparant les spreads de marché actuels et les spreads déduits de la projection de taux de défaut à un an (soit 4% contre 0.8% actuellement), il en ressort une exagération des spreads de 0.3% pour l'ensemble du credit Investment grade. Cette exagération s'accroît pour les meilleurs ratings avec 0.4% pour AA et 0.5% pour A. En fait, les niveaux actuels des spreads rémunèrent jusqu'à une hausse sensible du taux de défaut à 12% !

A long terme, le scénario de récession est plus que rémunéré pour le crédit Investment grade. De plus, à mesure que la situation financière des banques s'éclaircira, le retour de la confiance dans le système permettra une détente du taux swap, principalement dans les maturités les plus courtes.

Crédit Investment Grade : une opportunité d'achat

Notre vue à long terme sur le crédit est positive. La rémunération actuelle incorpore déjà bon nombre de mauvaises nouvelles concernant l'évolution de l'économie mondiale et du système financier en particulier par rapport à notre scénario de marché principal, ce qui constitue une **opportunité très intéressante d'acquérir du crédit Investment Grade de bonne qualité.**



Relativement aux niveaux historiques, le yield actuel du crédit est très élevé (5.51%), constituant un coussin de protection important pour le rendement futur. Dans le graphe ci-dessus, la courbe bleue illustre le rendement obtenu en investissant dans le crédit il y a un an, il est fonction du taux obtenu et des mouvements de taux sur la période et s'élève actuellement à 1.1%. L'histoire nous montre que lorsque le yield atteint des niveaux élevés (comme entre 2000-2003) le crédit Investment grade enregistre, au cours des périodes

Source : Dexia Asset Management, iBoxx

qui suivent, des rendements élevés de l'ordre de 6%. Les projections de rendement à un horizon d'un an dépendent des scénarios choisis : notre scénario principal (1) table sur un ralentissement économique avec une solution progressive pour la crise du crédit, et dans ce cas le rendement attendu fin 2008 atteint 5.6% (échelle de gauche). D'autres scénarios extrêmes (soit d'inflation avec détérioration du crédit, soit de récession) affichent des rendements attendus positifs (0.6% et 9%) tant le carry actuel est élevé!

A court terme, le marché restera exposé à la poursuite de la détérioration du marché immobilier américain et des multiples répercussions qu'il entraîne. De plus, la probable ouverture du marché primaire en début d'année pourrait peser sur les spreads du marché secondaire. Néanmoins, ce risque de volatilité pourrait être entrecoupé de périodes de rally où les investisseurs couvrent leur sous-pondération. A ce titre, nous considérons toujours les émissions primaires comme des opportunités intéressantes pour ajouter de la valeur dans des noms de qualité étant donné la prime d'émission importante réclamée par les investisseurs.

Les thèmes d'investissement pour 2008

- Eviter les business models bancaires les plus fragiles
- Surpondérer les obligations bancaires senior et subordonnés de qualité
- Surpondérer les obligations liées au swap spread
- Surpondérer les secteurs générateurs de cash flows (telecoms) par rapport aux secteurs plus cycliques ou trop liés à la consommation
- Tirer profit des primes des émissions primaires et de la base positive

Perspectives du Crédit Investment Grade

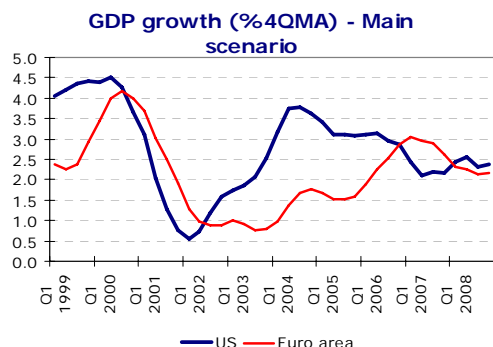
	Actuel	Fin 2008
Spread de Crédit	1.38	1.10
Swap Spread	0.40	0.35
Stratégie Exposition Crédit	Surpondération	Surpondération
Secteur Non-Financier	Surpondération	Surpondération
Secteur Financier	Surpondération	Surpondération
Secteur Swap Related	Surpondération	Surpondération

3. Marché des devises : quelles perspectives pour 2008 ?

L'année 2007 fut celle de la baisse du dollar.

L'année 2007 fut celle de la baisse du dollar. L'assouplissement monétaire américain, la crise du marché immobilier, la diversification des réserves de change et la hausse du prix des matières premières ont été les principaux facteurs expliquant la faiblesse du dollar face à l'euro et au sterling mais aussi face aux dollars canadien, australien et néo-zélandais. Au total, l'indice de change pondéré du dollar est passé de 92.9 début 2007 à 83.9 fin de l'année.

Comment évoluera-t-il en 2008 face aux devises européennes ?



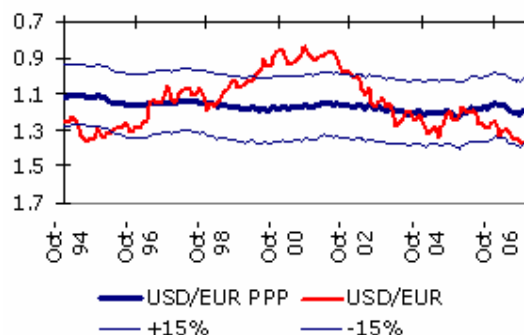
L'année 2008 devrait être marquée par une poursuite du ralentissement de la croissance américaine, suivie dans le second semestre par la croissance européenne. Cette fois, **le mouvement de dépréciation du dollar ne devrait donc plus être aussi marqué face aux devises européennes.**

Source : Dexia Asset Management

Au contraire, **fin 2008- début 2009, nous voyons le dollar reconverger progressivement vers sa valeur d'équilibre de long terme : à savoir 1.3 contre euro et moins de 2 dollars contre sterling.** La dépréciation survenue en 2007 était certes prévisible mais relativement excessive quand on considère les valorisations de long terme du dollar. Par rapport à la parité des pouvoirs d'achat par exemple, le dollar affiche maintenant une déviation de plus de 20%, seuil à partir duquel le marché tend généralement à réinverser la tendance. En outre, le ralentissement économique américain commence déjà à jouer de manière bénéfique sur le déficit extérieur, et la balance, certes toujours largement négative, devrait évoluer dans le sens d'une amélioration durant l'année 2008.

Source : Thomson

Parité du Pouvoir d'Achat USD/EUR

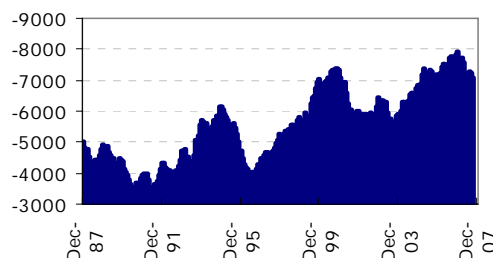


... Et face aux devises asiatiques ?

L'important déséquilibre extérieur ne trouve d'ailleurs pas l'essentiel de sa contrepartie en Europe, mais bien dans les marchés asiatiques. Et cela nous amène à un point important, à savoir que, **si la faiblesse du dollar perdure en 2008, elle devrait logiquement se réaliser en faveur des devises asiatiques : le yen, le yuan et tout le reste de la zone asiatique.** On sait les autorités chinoises réticentes à laisser le yuan s'apprécier, mais l'avantage commercial de la Chine est tel que les pressions politiques risquent de devenir de plus en plus fortes pour un

Source : Thomson

US Trade Balance with Japan (6M MAV)



assouplissement de la politique de change chinoise. Un renforcement du yuan entraînerait alors les autres devises asiatiques, dont notamment le yen resté globalement faible durant l'année 2007.

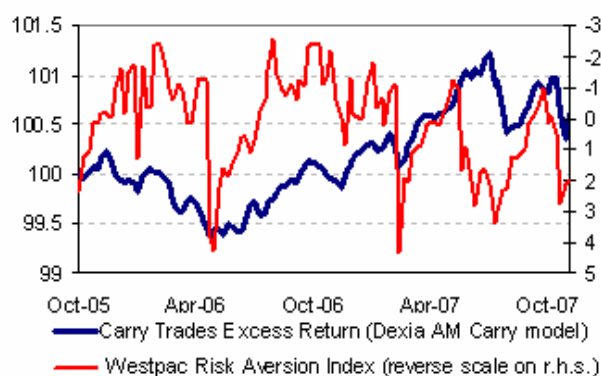
Le yen japonais dispose toujours d'un bon potentiel d'appréciation : sa valeur d'équilibre de long terme est aux alentours de 100 contre dollar, son important surplus extérieur devrait jouer en faveur d'une appréciation et son différentiel de taux négatif vis-à-vis des Etats-Unis devrait se réduire dans le courant de l'année 2008. Notre vision est donc plutôt positive pour le yen en 2008, avec cependant quelques bémols :

- le marché aura-t-il confiance dans un scénario de reprise économique japonaise ?
- quelle sera la politique de change de la Chine ? Si le yuan reste faible, le yen peut difficilement se permettre de se renforcer de manière marquée.
- Et, à partir de quand le marché va-t-il arrêter de jouer le yen exclusivement sur base de son faible carry ?

Poursuite de la progression des devises à carry élevé ?

Cette troisième question nous amène à une question intéressante pour 2008. **2007 a été marquée par des phases de très forte progression des devises à carry élevés. Ce temps est-il révolu ?**

Stratégies de carry et aversion au risque



Source : Dexia Asset Management, Thomson

On remarque que les périodes où les stratégies de carry rapportent le plus sont généralement celles où le climat d'aversion pour le risque est faible et où la croissance mondiale est élevée.

C'est pour cette raison que nous pensons que le contexte de 2008 sera cette fois moins favorable aux stratégies de carry:

- la confiance a été sérieusement érodée par la crise immobilière américaine et des mauvais chiffres sont encore à venir à ce sujet. Nous pensons que l'aversion pour le risque sera globalement plus élevée en 2008 qu'en 2007.
- En outre, même si les économies émergentes resteront en phase de croissance, le ralentissement américain va peu à peu entraîner un ralentissement de la croissance mondiale.
- Et enfin, les prix des matières premières devraient progressivement plafonner

Au regard de ces 3 considérations, nous pensons donc que les dollars périphériques, soutenus en 2007 par leur différentiel de taux et/ou par les prix des matières premières, devraient connaître un mouvement de dépréciation en 2008. Par rapport aux valorisations théoriques de long terme (parité des pouvoirs d'achat notamment), les 3 dollars périphériques apparaissent d'ailleurs aujourd'hui clairement surévalués (de plus de 20%).

Notre stratégie de change

Notre stratégie de change pour 2008 table donc sur :

- un retour du dollar contre les devises européennes (fin 2008)
- une appréciation des devises asiatiques
- une baisse des dollars périphériques
- et un retour des devises à faible carry (comme le yen ou le franc suisse)

Perspectives des devises

	Actuel	Fin 2008
EUR/USD	1.45	1.3
JYP/USD	113	95
GBP/USD	2.02	1.9
Stratégie	Toujours globalement Short USD	Long USD vs EUR et GBP