

Tendances de marchés

Rédigée le 30 avril 2010

Sommaire

Vue d'ensemble

- Les marchés se sont assez bien comportés durant les premières semaines d'avril mais un repli est intervenu en fin de mois, la crise grecque atteignant alors son paroxysme.
- Dans les semaines à venir, nous pensons que les modalités précises du plan conjoint des européens et du FMI, destiné à porter secours à la Grèce, dicteront l'évolution des marchés.
- Compte tenu de l'importance du risque politique, nous recommandons de ne pas se focaliser sur les fondamentaux, aussi sains soient-ils (résultats d'entreprises, indicateurs de croissance), mais de rester "neutre", en termes d'allocation stratégique.

Actions

- Les statistiques économiques soutiennent la dynamique actuelle des résultats, et les niveaux de valorisation sont toujours attractifs.
- Pourtant, les actions devraient continuer d'être sous pression à moyen terme, en raison de la persistance de la crise des dettes souveraines. Dans le cas d'un affaiblissement des valorisations, nous conseillons d'accroître à nouveau l'exposition.

Obligations

- Bien que les statistiques économiques aient, pour la plupart d'entre elles, surpris positivement en avril, les rendements des emprunts d'Etat de référence ont diminué. Ce phénomène s'explique par les mouvements de fuite vers la qualité, compte tenu de l'aggravation de la crise budgétaire grecque.
- Pour les semaines qui viennent, nous anticipons des nouvelles encore négatives : les craintes d'un défaut à moyen terme ne devraient pas disparaître.



Par conséquent, la fuite vers la qualité devrait rester un élément important de l'évolution des taux et devrait contribuer au maintien des emprunts de référence à des niveaux très bas.

Devises

- L'accord sur un plan d'aide à la Grèce, conjoint entre l'UE et le FMI, devrait soulager l'euro, à court terme, mais nous pensons que tout rebond face au dollar ne pourra être que temporaire.
- La réévaluation du yuan reste un « joker » politique, mais une première étape pourrait être franchie en juin, et soulager par la même occasion les autres devises asiatiques.

Vue d'ensemble

- **Les marchés se sont assez bien comportés durant les premières semaines d'avril mais un repli est intervenu en fin de mois, la crise grecque atteignant alors son paroxysme.**
- **Dans les semaines à venir, nous pensons que les modalités précises du plan conjoint des européens et du FMI, destiné à porter secours à la Grèce, dicteront l'évolution des marchés.**
- **Compte tenu de l'importance du risque politique, nous recommandons de ne pas se focaliser sur les fondamentaux, aussi sains soient-ils (résultats d'entreprises, indicateurs de croissance), mais de rester "neutre", en termes d'allocation stratégique.**

Les actifs risqués ont bien débuté le mois. Les bonnes statistiques économiques et les solides résultats d'entreprises ont, dans un premier temps, compensé la crise persistante liée aux dettes publiques. Cela n'a pas duré. Fin avril, Eurostat a annoncé un déficit grec supérieur à ce que le gouvernement hellénique avait publié pour le compte de l'année 2009 et l'agence de notation Standard & Poor's a relégué la dette souveraine du pays au statut d'investissement spéculatif (BB+/B). Au-delà du fait que le timing de S&P ait été maladroit, étant donné que cette dégradation de note a eu lieu au moment où les négociations avec la Grèce battaient leur plein, cet événement a entraîné une reprise des mouvements de fuite vers les Etats dont la dette est jugée plus solide.

Tout bien considéré, aussi bien les actions que les rendements à long terme des emprunts d'Etat du cœur de la Zone euro ont terminé le mois en repli. En mai, les évolutions des marchés européens dépendront essentiellement des modalités du plan d'aide à la Grèce. Nous pensons que les négociations finales impliqueront pour les grecs de sérieux ajustements budgétaires supplémentaires pour les années 2011 et 2012.

	Croissance			Inflation		
	2009	2010p	2011p	2009	2010p	2011p
US	-2.4	2.8	1.8	-0.3	2.0	1.8
Zone Euro	-4.0	1.0	1.1	0.3	1.3	1.2
Japon	-5.2	2.5	1.6	-1.3	-1.0	-0.4
RU	-4.9	1.2	1.8	2.2	2.8	2.0
Monde	-1.1	3.9	3.5	0.7	2.0	1.9

e = estimation; p=prévision

Ce plan devrait également apporter l'aide financière dont la Grèce aura besoin pour garantir des liquidités en 2010 et au-delà (le programme étant censé s'étaler sur trois ans).

A cet égard, nous pensons que l'Allemagne donnera finalement son accord sur le plan d'aide à la Grèce, si les conditions qui y sont attachées sont telles que la soutenabilité des finances publiques grecques apparaît accessible.

La question la plus intéressante à ce sujet est la suivante : la Grèce parviendra-t-elle à consolider ses finances publiques sans une restructuration de la dette? Actuellement, la valorisation des emprunts d'Etat grecs intègre une probabilité significative de défaut. Depuis longtemps, nous insistons sur le fait qu'une restructuration de dette d'un pays membre entraînerait une sérieuse atteinte à la réputation de la Zone Euro. En outre, cela implique que les investisseurs risquent de craindre de nouvelles coupes budgétaires pour d'autres pays sous pression fiscale, en particulier le Portugal et l'Espagne. C'est la raison pour laquelle nous pensons que les dirigeants de l'Europe et du FMI feront tout leur possible pour éviter un défaut, aussi régulier soit-il.

A l'aide d'une simulation, dans laquelle nous intégrons un excédent de la balance courante de 2%, un taux d'emprunt moyen de 5,5%, et une trajectoire de croissance du PIB conforme au programme de stabilité de la Grèce annoncé en mars dernier, le pays devrait être en mesure de stabiliser sa dette autour de 130% du PIB. Bien évidemment, les taux des obligations grecques sont actuellement bien plus élevés. C'est pourquoi nous pensons que les européens et le FMI apporteront les liquidités nécessaires pour les trois années à venir, à un taux d'environ 5%. Au cours de cette période, la Grèce devra suffisamment réduire son déficit pour que les rendements des obligations grecques approchent les niveaux requis. La mise en œuvre des mesures présente des risques importants, et pas seulement en raison du faible soutien de l'opinion publique aux nouvelles mesures d'austérité. Par conséquent, bien qu'une restructuration apparaisse peu probable à moyen terme, elle deviendrait inévitable si la Grèce gaspillait ces trois années de sursis.

Emprunts d'Etat	Val.act.*	1M	12M
Bons du Trésor à 10 ans	3.75	3.70	4.00
Bunds à 10 ans	3.00	3.00	3.50
Japan GB à 10 ans	1.30	1.30	1.50
Obligations corporate	Val. Act.	1M	12M
IBOXX Corp Non Fin	58	65	80
Taux de change	Val.act.	1M	12M
USD/EUR	1.33	1.30	1.25
JPY/USD	94	95	100
GBP/EUR	0.87	0.88	0.86
Actions	Val.act.	1M	12M
S&P500	1196	1180	1195
MSCI EMU	88.7	86.9	92.0

Valeur actuelle = moyenne des 3 derniers jours

Le fait que d'autres agences de notations envisagent de suivre S&P et de dégrader la dette grecque au statut de "junk bond" constitue une autre source d'inquiétudes pour les marchés. Cela pourrait mettre en péril la capacité à utiliser des obligations d'Etat grecques dans les opérations de refinancement de la BCE, pour lesquelles la note minimum BBB-, accordée par au moins une des principales agences de notation, est requise. Globalement, nous considérons que les nombreux risques politiques à l'œuvre actuellement encouragent à conserver un positionnement neutre en termes d'allocation stratégique. Fondamentalement, nous pensons que la toile de fond reste favorable aux actifs risqués. Les anticipations de bénéfices sont en hausse et la saison des résultats du 1^{er} trimestre aux Etats-Unis a pour l'instant agréablement surpris. En outre, nous ne pensons pas que les événements grecs seront suffisants pour casser la reprise de l'économie mondiale, qui profite toujours de politiques monétaires accommodantes, du renversement du cycle des stocks, et d'une croissance rapide des pays émergents. Au cours de l'année 2010, nous anticipons un ralentissement dans les pays industrialisés occidentaux, car les ajustements budgétaires nécessaires ne se limitent pas au cas de la Grèce. Jusqu'à maintenant cependant, les statistiques économiques ont été plutôt meilleures qu'attendu.

Actions

- **Les statistiques économiques soutiennent la dynamique actuelle des résultats, et les niveaux de valorisation sont toujours attrayants.**
- **Pourtant, les actions devraient continuer d'être sous pression à moyen terme, en raison de la persistance de la crise des dettes souveraines. Dans le cas d'un affaiblissement des valorisations, nous conseillerions d'accroître de nouveau l'exposition.**

Des facteurs de soutien

Durant les premières semaines du mois d'avril, les marchés progressaient vers de nouveaux plus-hauts, alors même que le risque souverain montait. Cependant, d'autres mauvaises nouvelles sont arrivées. La banque d'investissement Goldman Sachs a été accusée de fraude, ce qui a constitué un signe de regain de pression pour l'ensemble du secteur financier. Comme nous l'avions déjà mentionné le mois dernier, les marchés financiers ont été fragilisés à court terme par le décalage entre les rendements des obligations corporate et la croissance des actions.

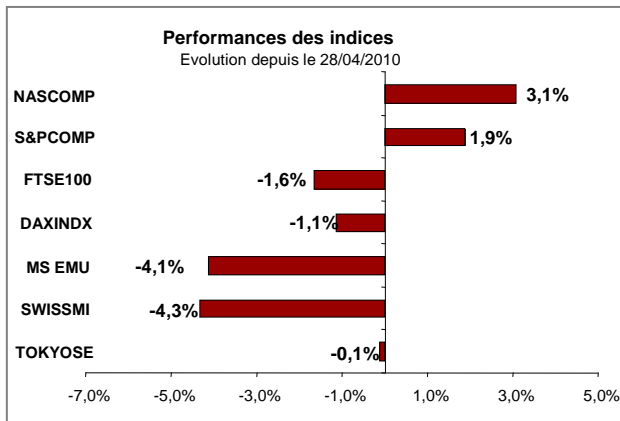
Ce qui s'en est suivi est bien connu : une spirale baissière liée au risque de contagion à d'autres pays que la Grèce (un nouveau spectre de Lehman Brothers), en raison de la lenteur de la riposte européenne à la crise. Le DJ Euro Stoxx 50 a cédé 5% au cours du mois et l'Espagne a perdu 6,5%. Les marchés émergents, à l'exception de la Chine (-2%) n'ont pas bougé, tandis que le S&P 500 gagnait 2% (et le Nasdaq 3%). Le dollar s'est apprécié de 2,5%.

Aux Etats-Unis, les secteurs de l'énergie, de la distribution, des banques et de l'industrie ont progressé de 5% en moyenne. Le secteur automobile s'est bien comporté (hausse de 7,5% aux Etats-Unis et de 5% en Europe), grâce aux restructurations ainsi qu'à la croissance des ventes et de la demande des entreprises. En Europe, les valeurs télécoms, financières et celles liées aux équipements téléphoniques (Nokia -21%) ont été particulièrement affaiblies.

Gestion de crise des dettes souveraines

Le plus important actuellement est de s'accorder sur un plan capable d'empêcher une contagion à l'Espagne ou même à l'Italie. Une solution doit être trouvée, sachant que l'inverse coûterait davantage, comme l'a prouvée l'expérience de Lehman Brothers.

Clairement, la situation est compliquée. Si restructuration de la dette il y a, elle dépendra en partie de la réaction de la population grecque et pourra affecter les bilans des établissements financiers. Cela maintiendra les actions sous l'emprise du risque souverain pendant encore un certain temps. Ceci dit, en Italie, en France et en Allemagne, les plans d'austérité ne sont pas au programme en 2010. Ces pays pourraient réformer l'âge de la retraite, ce qui aurait un impact limité à court terme sur la capacité des Etats en matière de dépenses. Aux Etats-Unis, un important programme budgétaire sera sans doute annoncé après les élections du mois de novembre. En Europe, dans le même temps, l'euro est affaibli et la Banque Centrale Européenne ne peut provoquer d'implosion économique en augmentant ses taux directeurs. Ce n'est pas "vraiment" le moment.



Etat des lieux

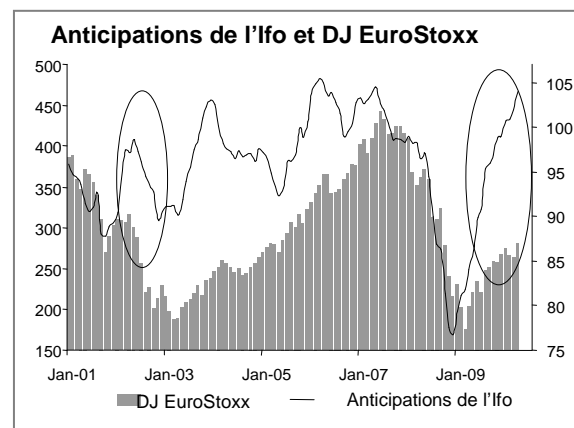
Si le scénario évoqué se réalisait, la confiance du consommateur ne subirait pas de choc majeur, et les taux ne devraient pas connaître de hausse spectaculaire. Ces éléments constituent en effet les deux variables en mesure de contrarier la reprise en cours. Nous devrions ensuite redécouvrir les points positifs : l'économie connaît une embellie, avec des indicateurs clés à nouveau en progression, et la confiance des entrepreneurs ainsi que des consommateurs s'améliore. En Europe, la confiance dans le secteur de la construction rattrape enfin son retard. Les profits des sociétés sont revus en hausse et, comme nous l'anticipions, la saison des résultats du 1^{er} trimestre 2010 donne de bonnes surprises, non seulement sur le front des bénéfices, mais également en termes de croissance des ventes. A cet égard, les sociétés du secteur financier surprennent positivement, alors que les prévisions de résultats étaient déjà à des niveaux élevés.



Le marché du travail américain se redresse lentement, alors que les entreprises profitent encore d'une réduction des coûts de la main-d'œuvre (les coûts unitaire sont proches de leurs plus-bas de plusieurs décennies, sur une base annuelle). Les récentes enquêtes concernant à la fois les entreprises et les investisseurs révèlent que les dépenses d'investissement devraient être de plus en plus importantes. En outre, les économies émergentes poursuivent leur solide redressement. Cela dit, les actions émergentes continueront d'être affectées par les resserrements monétaires, alors que dans le même temps, la croissance des profits à ce stade du cycle est comparable à celle des pays développés. Cela devrait limiter leur surperformance à court terme. Durant cette période, les Etats-Unis et le Japon devraient constituer une bonne diversification par rapport aux titres de la Zone Euro, en raison d'une exposition plus grande à la reprise mondiale et plus faible au thème du risque souverain. Au Japon, une meilleure réponse des modèles quantitatifs à court terme et la faiblesse du yen constituent deux véritables catalyseurs.

Actions - Europe

Les actions européennes ont bien commencé le deuxième trimestre, stimulée non seulement par des statistiques économiques étonnamment solides, mais également par des nouvelles convaincantes en provenance des entreprises. L'indice des directeurs d'achat de la Zone Euro est ressorti meilleur que prévu d'1,5 points. Cette progression est due au secteur manufacturier, avec notamment un indice allemand atteignant un niveau de 61,3 en avril, ce qui indique déjà une forte dynamique de croissance. Cette vision a également été appuyée par l'indicateur Ifo du climat des affaires, qui a grimpé de plus de 13 points par rapport au mois de mars.



Une saison des résultats particulièrement convaincante jusqu'à présent

Les bonnes surprises provenant des résultats des entreprises publiés à ce jour ont constitué un facteur de soutien supplémentaire pour les actions européennes. Selon les données de Bloomberg, plus de 70% des 132 sociétés composant le DJ Stoxx ont déjà publié des anticipations de bénéfices supérieures aux prévisions des analystes. De nombreuses entreprises ont également annoncé des perspectives encourageantes, certaines d'entre elles modifiant considérablement leurs prévisions de profits pour l'année 2010 (Siemens et Bayer notamment). Par conséquent, la dynamique haussière des révisions de bénéfices s'est significativement redressée le mois dernier. Les estimations du consensus à 12 mois pour le DJ Stoxx ont encore gagné 3,7%.

Une augmentation momentanée de la prime de risque

Cependant, les marchés ont été durement attaqués par les prises de profits qui sont intervenues en fin de mois, en raison de l'aide financière demandée par la Grèce. Cette demande s'est accompagnée d'une montée en flèche des taux grecs. Les bonnes statistiques macroéconomiques ont donc été neutralisées et les primes de risque des actions se sont temporairement accrues. Nous pensons que l'aversion au risque va se maintenir pendant encore un certain temps, en raison de nouvelles négatives concernant une possible restructuration de la dette grecque, qui devrait peser sur les actifs risqués. D'un autre côté, le niveau actuellement raisonnable des valorisations limite le potentiel de baisse des actions. La BCE et la Fed ne prévoient pas de remonter leurs taux directeurs en 2010 et il existe peu d'alternatives à l'investissement en actions (le rendement des dividendes étant supérieur au rendement des emprunts d'Etat de la Zone Euro à 10 ans).

Actions – Secteurs européens

Les révisions en hausse par rapport au consensus des prévisions de résultats à 12 mois se sont poursuivies le mois dernier, essentiellement pour les secteurs cycliques (en particulier l'automobile, la banque, les équipements productifs, l'énergie, les matériaux, la distribution, la technologie, le matériel informatique et les semi-conducteurs). Il est intéressant de constater que d'un côté, le secteur des produits domestiques a profité d'une dynamique positive des résultats, alors que les niveaux de valorisations avaient été abaissés. De l'autre côté, la branche des transports et celle des médias ont surperformé le marché, alors que le consensus sur les bénéfices a chuté. Bien que le marché ait subi une correction qui s'avère être

Aperçu sectoriel du MSCI Europe

au 27 avril 2010

	Prix -4w	Gains ² -4w	BPA À 12 mois	% Discount /Moy.hist
Automobile	8.2	12.9	15.4	2.3
Banques	3.8	5.2	11.8	-1.9
Equipements industriels	4.6	4.9	15.1	-3.6
Services commerciaux	3.6	3.2	16.2	9.3
Biens de conso.durables	0.3	4.7	18.1	-16.8
Services financiers	3.5	3.1	10.0	15.6
Energie	5.0	3.5	10.2	20.1
Aliment/Boissons/Tabac	0.5	2.6	14.8	5.8
Distrib. médicaments	3.7	3.0	13.3	15.5
Santé	4.5	1.7	17.4	11.2
Produits domestiques	1.5	3.8	18.4	27.1
Services aux consommateurs	3.1	4.2	15.2	3.1
Assurance	2.5	2.8	8.9	28.3
Matériaux	3.1	9.8	12.0	4.4
Media	7.3	2.5	12.8	47.9
Pharma / Biotech	0.4	1.9	10.8	39.7
Immobilier	3.6	1.7	17.0	8.4
Distribution	6.7	4.3	15.9	0.1
Logiciels	3.9	2.4	17.0	40.7
Semiconducteurs	7.2	20.3	15.7	52.6
Télécommunicationx	1.6	1.7	10.2	81.9
Technologies informatiques	2.5	4.1	14.4	41.6
Transports	5.0	3.0	17.8	-21.9
Services publics	4.3	0.8	11.5	18.4
MSCI Europe	3.2	3.9	12.0	19.6

Source: Thomson Reuters Datastream

² perspectives de gains à 12 mois

(techniquement parlant) un point d'entrée, de nombreuses valeurs cycliques semblent onéreuses. Elles devront être soutenues par des anticipations de résultats en forte croissance, liées au cycle économique qui continue de montrer des signes de redressement.

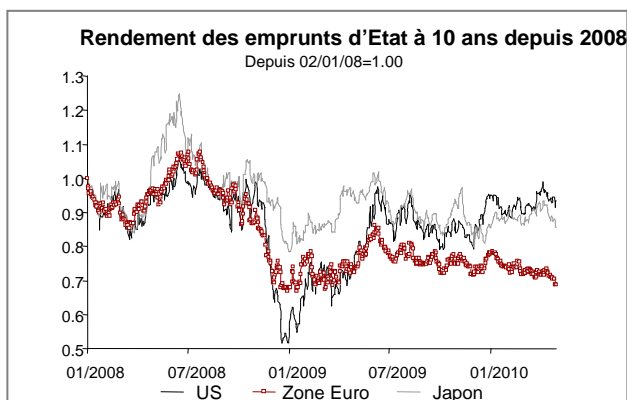
Recommandations sectorielles

Nous conseillons à nouveau de surpondérer les technologies informatiques et les semi-conducteurs. En plus de cela, nous avons réévalué les secteurs des produits domestiques et des médias. En revanche, nous maintenons nos positions négatives sur les secteurs de la banque et de l'alimentation/boissons; en outre, nous abaissons notre recommandation sur les services aux collectivités et élevons la note du secteur des matériaux à « neutre ». Concernant les matériaux, la performance négative du secteur et son exposition aux marchés émergents représentent pour nous l'opportunité de réhausser sa note. Le cycle n'est pas encore terminé, et même si les valorisations pourraient avoir déjà intégré la dynamique positive des résultats, nous pensons qu'il y a encore de l'espace pour une progression. En ce qui concerne les produits domestiques et les médias, nous considérons que ces secteurs ont le potentiel de surperformer le marché. Du côté des services aux collectivités enfin, nous avons abaissé la note du secteur, pour des raisons tactiques et pour des motifs de valorisations : la rotation vers les valeurs défensives devrait se poursuivre, et les perspectives de croissance des chiffres d'affaires mettent à mal les révisions des analystes.

Obligations

- Bien que les statistiques économiques aient, pour la plupart d'entre elles, surpris positivement en avril, les rendements des emprunts d'Etat de référence ont diminué. Ce phénomène s'explique par les mouvements de fuite vers la qualité, compte tenu de l'aggravation de la crise budgétaire grecque.
- Pour les semaines qui viennent, nous anticipons des nouvelles encore négatives : les craintes d'un défaut à moyen terme ne devraient pas disparaître. Par conséquent, la fuite vers la qualité devrait rester un élément important de l'évolution des taux et devrait contribuer au maintien des emprunts de référence à des niveaux très bas.

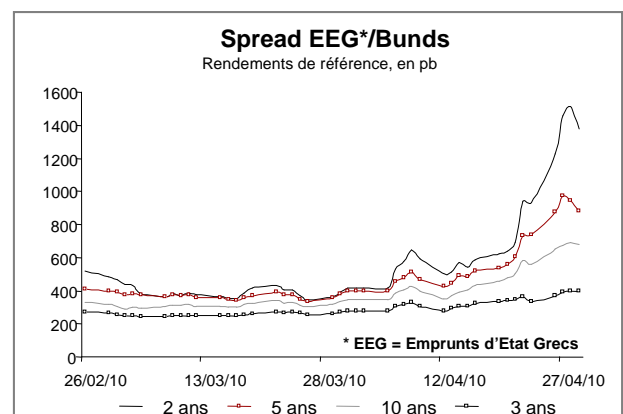
En avril, l'évolution du marché des obligations d'Etat a été divisée en deux parties. Alors que les obligations souveraines des pays considérés comme sûrs ont bien performé, les emprunts des Etats perçus comme moins fiables ont plongé. La chute des rendements des emprunts d'Etat de référence est intervenue malgré le fait que les statistiques économiques publiées dans le même temps étaient meilleures que prévu. Les taux de référence à 10 ans de la Zone Euro ont diminué de 14 points de base, à 3%, et leurs homologues américains sont passés de 3,87% à 3,75%. En avril, les marchés obligataires ont été principalement dominés par la crise financière grecque et les peurs de contagion à d'autres pays périphériques de la Zone Euro.



Les obligations grecques au bord du gouffre

Bien que l'Union Européenne et le FMI aient précisé les modalités du plan d'aide à la Grèce, qui était déjà accepté depuis la fin du mois de mars, les spreads des obligations helléniques ont atteint des niveaux records fin avril. Cette contre-performance s'explique par la conjonction de plusieurs facteurs. En plus de la poursuite de la hausse de la volatilité, qui a entraîné de nouvelles ventes forcées, les annonces publiées ont incité au pessimisme. Le déficit budgétaire grec (pour le compte de l'année 2009) a été révisé à la hausse, passant de 12,9% à 13,6%. Par conséquent, l'objectif de réduire ce déficit à 8,7% en 2010 est devenu inatteignable. En outre, les agences de notation ont décidé de dégrader une nouvelle fois la note de la Grèce. La décision de Standard & Poor's d'abaisser la note de trois crans, à BB+ a été particulièrement remarquée, dans la mesure où elle relègue la dette grecque en catégorie « non investment grade ». Ces événements ont contribué à raviver les craintes relatives à une restructuration imminente de cette dette. Plus spécifiquement, les spreads de la partie courte de la courbe se sont significativement élargis. De manière temporaire, les primes de risque par rapport au Bund allemand ont atteint plus de 1500 points de base, et, malgré l'apaisement de la fin du mois, les spreads se sont maintenus autour de 1200 points de base.

A l'avenir, nous pensons que la situation va rester compliquée. Dans les deux prochaines semaines, les gouvernements européens et dans certains cas les parlements devront approuver l'activation du plan de sauvetage. Bien que les négociations puissent s'accompagner de débats houleux, nous pensons qu'au final la Grèce recevra les fonds nécessaires pour rembourser les obligations arrivant à échéance le 19 mai prochain. Par conséquent les problèmes immédiats de liquidités de la Grèce devraient être résolus. Cependant, les spreads des Etats périphériques ne devraient pas se rétracter de manière substantielle, et nous n'anticipons pas non plus d'augmentation des rendements des Bunds allemands.



Bien que nous considérons que la probabilité d'une restructuration de la dette grecque ne soit pas négligeable, ce n'est pas le scénario que nous privilégions. Le plan de sauvetage devrait permettre à la Grèce de respirer un peu et lui donner l'opportunité de consolider ses finances publiques. En outre, une restructuration s'accompagnerait de conséquences négatives pour les européens, et plus particulièrement pour le secteur bancaire grec. Par ailleurs, les primes de risque des autres pays périphériques augmenteraient significativement et l'euro, en tant que monnaie de réserve, pâtirait d'une sérieuse atteinte à sa réputation.

Nous sommes un peu plus sceptiques à moyen terme, cependant. Le plan de sauvetage, d'un montant de plus de 120 milliards d'euros, devrait s'étaler jusqu'à la fin de l'année 2012. Si, d'ici là, la Grèce n'est toujours pas capable de rétablir la confiance et n'a pas accès aux marchés financiers, une restructuration de la dette semblerait inévitable, car des injections continues de liquidités ne sont pas soutenables politiquement. A ce jour, un plan crédible visant à augmenter la compétitivité de la Grèce et à assurer la solvabilité de l'Etat à long terme fait toujours défaut. Après les révisions des données macroéconomiques (niveau des déficits...), la réussite du programme budgétaire mis en place en février dernier semble peu probable et la cure d'austérité devra être encore plus longue et plus importante que prévu.

Alors que les craintes de contagion ont été contenues jusqu'à la mi-avril, la situation s'est envenimée en fin de mois. Les emprunts d'Etat portugais ont été particulièrement sous pression. Suite à la dégradation de deux crans par Standard & Poor's (à A-), les primes de risque des Bunds allemands ont atteint de nouveaux records historiques. Cependant, même au Portugal, la situation économique est plus favorable qu'en Grèce. Les marchés évaluent actuellement la probabilité d'un défaut à plus de 12%, à un horizon de deux ans. Bien que l'hypothèse d'un défaut ne puisse pas être complètement écartée, nous pensons que les investisseurs sont exagérément pessimiste. Etant donné les nouvelles mesures de consolidation des finances publiques à l'œuvre au Portugal et dans d'autres pays périphériques, les marchés devraient se stabiliser et les spreads devraient se rétracter, à partir du moment où le remboursement de la dette grecque sera garanti. Cependant, dans la mesure où les craintes d'un défaut ne devraient pas disparaître à moyen terme, une chute des spreads des pays périphériques semble peu probable.

Devises

- ***L'accord sur un plan d'aide à la Grèce, conjoint entre l'UE et le FMI, devrait soulager l'euro, à court terme, mais nous pensons que tout rebond face au dollar ne pourra être que temporaire.***
- ***La réévaluation du yuan reste un « joker » politique, mais une première étape pourrait être franchie en juin, et soutenir un peu les autres devises asiatiques.***

Au cours du mois d'avril, la monnaie unique a évolué légèrement en retrait par rapport au billet vert, clôturant la période au plus bas de sa fourchette de fluctuation comprise entre 1,35 et 1,32 US\$/EUR. Les mouvements quotidiens ont continué d'être dominés par la crise de la dette grecque. L'appel du gouvernement hellénique à un plan conjoint du FMI et de l'UE a momentanément contribué à relâcher la pression sur l'euro. Cependant, les craintes de défaut ou de restructuration ont nettement augmenté après la relégation de la dette grecque au statut d'investissement spéculatif, ce qui s'est répercuté sur l'euro, qui a donc terminé le mois en repli. Dans le même temps, le yen s'est également affaibli face au dollar.

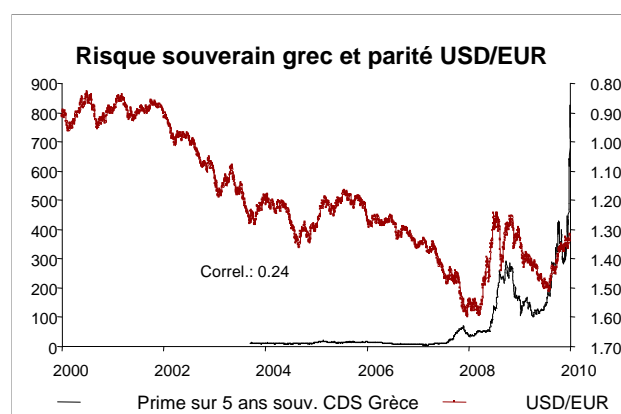
La faiblesse structurelle de la monnaie unique devrait persister

A l'avenir, nous pensons que la finalisation du plan d'aide, ainsi que la poursuite de la consolidation des finances publiques grecques devraient apporter un répit à l'euro.

Cependant, cet apaisement devrait être de courte durée, et nous maintenons nos perspectives plutôt négatives à moyen terme pour la monnaie unique. Les inquiétudes liées à la stabilité de la région, une atteinte durable à la réputation de l'euro, la perspective de plus en plus nette d'une hausse des taux directeurs aux Etats-Unis et une croissance plus solide outre-Atlantique nous conduisent à penser que le renforcement du billet vert va se poursuivre dans les mois à venir.

Cette appréciation du dollar devrait également se matérialiser face à la devise nipponne. La montée des spéculations quant à une hausse des taux directeurs aux Etats-Unis devrait élargir les différentiels de taux dans la partie courte de la courbe. Ces vents contraires pour le yen devraient être appuyés par des statistiques favorables en provenance du marché du travail américain et des inquiétudes plus prononcées sur la soutenabilité budgétaire au Japon.

Autre sujet majeur sur le marché des changes : la possibilité d'une réévaluation du yuan. Jusqu'à présent, les autorités chinoises ont résisté aux pressions des Etats-Unis pour réévaluer leur monnaie. Etant donnée le caractère politique de cette devise, la trajectoire à suivre est plutôt incertaine. Selon notre scénario central, nous pensons que la Chine élargira prudemment sa tranche de négociation du yuan face au dollar, de 0,5% à 1% d'ici la fin du deuxième trimestre de l'année, ce qui impliquerait une réévaluation effective de 0,5%. Cette étape pourrait être suivie par des réévaluations mensuelles d'amplitudes similaires. Cela pourrait renforcer le yuan, pour qu'il se négocie légèrement au-delà des 3% actuellement pratiqués au rabais par les marchés. De telles étapes devraient exercer des pressions modérées à la hausse pour les devises des pays émergents d'Asie, et devraient également limiter la dépréciation du yen.



Evolution des taux et rendements obligataires, des devises et des matières premières

	Valeur actuelle	1 Mois	3 Mois	12 Mois	Fin 2009
Dernière mise à jour : 30/04/2010					
Taux monétaires					
-Libor dollar 3 mois	0,35	0,29	1,17	1,02	0,25
-Eonia euro	0,34	0,40	1,23	0,59	0,41
-Libor euro 1 mois	0,38	0,37	1,76	0,93	0,41
-Libor euro 3 mois	0,61	0,58	2,10	1,36	0,66
-Libor yen 3 mois	0,24	0,24	0,68	0,55	0,28
-Libor livre sterling 3 mois	0,68	0,65	2,17	1,45	0,61
-Libor franc suisse 3 mois	0,25	0,25	0,53	0,40	0,25
Obligations					
-Bons du Trésor américain d'échéance 2 ans	0,96	1,02	0,89	0,92	1,14
-Bons du Trésor américain d'échéance 5 ans	2,41	2,55	1,81	2,02	2,68
-Obligations du Trésor américain d'échéance 10 ans	3,66	3,83	2,82	3,13	3,84
-Bunds d'échéance 2 ans	0,77	0,95	1,56	1,35	1,32
-Bunds d'échéance 5 ans	1,97	2,13	2,46	2,36	2,43
-Bunds d'échéance 10 ans	2,97	3,09	3,24	3,19	3,38
-JGB d'échéance 2 ans	0,16	0,17	0,40	0,38	0,14
-JGB d'échéance 5 ans	0,46	0,55	0,72	0,81	0,46
-JGB d'échéance 10 ans	1,28	1,39	1,27	1,41	1,28
-Gilts d'échéance 2 ans	1,14	0,94	1,43	1,03	1,29
-Gilts d'échéance 5 ans	2,64	2,71	2,44	2,64	3,06
-Gilts d'échéance 10 ans	3,86	3,94	3,89	3,51	4,11
-Obligations d'Etat suisses d'échéance 2 ans	0,44	0,47	0,41	0,51	0,36
-Obligations d'Etat suisses d'échéance 5 ans	0,80	0,81	1,16	1,25	1,08
-Obligations d'Etat suisses d'échéance 10 ans	1,69	1,80	2,03	2,03	1,93
Spreads des swaps d'échéance 10 ans					
-États-Unis	-3	-2	21	10	14
-Zone euro	16	19	45	26	20
Spreads des obligations d'entreprises en euros					
-Indice JPM Credit Industrials	124	118	311	246	133
Spreads des obligations de pays émergents					
-Indice EMBI Latin America	329	317	706	584	355
-Indice EMBI Asia	196	194	554	433	206
-Indice Euro EMBI Europe	163	142	361	330	159
Taux de change					
-USD/EUR	1,33	1,35	1,29	1,32	1,43
-JPY/USD	94	93	90	99	93
-GBP/EUR	0,87	0,89	0,91	0,89	0,89
-CHF/EUR	1,43	1,42	1,50	1,51	1,48
Matières premières					
Once d'or (en dollars)	1180	1113	898	884	1096
Baril de Brent (en dollars)	86	80	43	51	77

Sources : Thomson Financial Datastream, Bloomberg, calculs internes
* YE = Year end (fin d'année)

Evolution des indices boursiers

Equities	Current	1 Month	3 Months	12 Months	Ytd*
Last update: 30.04.2010					
World					
-MSCI World	868	0,1%	35,5%	30,2%	4,2%
US					
-S&P500	1187	1,5%	40,4%	36,0%	6,4%
-Dow Jones	11009	1,4%	35,1%	34,8%	5,6%
-Nasdaq	2461	2,6%	63,2%	43,3%	8,5%
Europe					
-DJ Euro Stoxx TMI Large	236	-3,3%	25,7%	20,1%	-3,5%
-DJ Euro Stoxx 50	2817	-3,9%	24,1%	18,6%	-5,0%
-MSCI EMU	88	-2,8%	28,3%	21,7%	-2,1%
-DJ Stoxx 600	260	-1,4%	36,2%	29,8%	2,4%
-DJ Stoxx 50	2541	-3,3%	28,1%	25,4%	-1,7%
-MSCI Europe	1132	-2,2%	31,5%	26,3%	0,7%
-CAC40	3817	-4,0%	26,8%	20,8%	-3,0%
-DAX30	6136	-0,3%	38,6%	28,6%	3,0%
-FTSE MIB	21562	-5,6%	19,2%	12,4%	-7,3%
-FTSE100	5553	-2,2%	32,5%	30,9%	2,6%
-SMI	6617	-3,7%	25,5%	26,6%	1,1%
Japan					
-Topix	987	0,8%	20,6%	17,8%	8,8%
Asia ex Japan					
-MSCI AC Asia ex Jp	573	0,8%	69,8%	38,9%	0,4%

Source: Thomson Financial Datastream, Bloomberg, own calculations
* Ytd = Year to date

Evolution des indices sectoriels

European MSCI Sectors	Current	1 Month	3 Months	12 Months	Ytd*
Last update: 30.04.2010					
Basic Materials	225	-4,3%	73,6%	46,6%	1,3%
Energy	167	-1,2%	17,4%	19,6%	-0,3%
- Oil & Gas	165	-1,4%	13,3%	16,7%	-1,3%
Industrials	142	1,5%	49,7%	36,1%	8,8%
Consumer Discretionary	82	2,0%	44,8%	27,2%	8,7%
- Automobiles	77	7,2%	29,0%	9,1%	4,4%
- Media	64	-0,3%	23,3%	21,6%	5,5%
- Retail	109	1,2%	65,2%	32,8%	10,1%
Consumer Staples	146	-1,3%	30,6%	39,2%	4,4%
- Food & Drug Retailing	89	1,9%	24,4%	24,8%	6,7%
- Food Product	137	-0,7%	31,1%	43,9%	4,4%
- Household Product	316	-4,0%	42,6%	43,3%	4,1%
Health Care	95	-2,6%	13,0%	23,7%	-2,1%
- Pharmaceuticals	90	-2,6%	11,5%	23,0%	-2,9%
Telecommunication Services	66	-3,4%	11,5%	16,9%	-4,3%
Utilities	121	-3,0%	3,1%	8,5%	-5,3%
Financials	63	-4,4%	44,2%	24,0%	-3,6%
- Bank	73,4	-3,3%	56,3%	28,4%	-4,8%
- Diversified Financials	42	-2,7%	38,8%	20,5%	0,6%
- Insurance	41,8	-6,9%	19,3%	19,5%	-3,4%
Information Technology	48	-3,9%	26,4%	13,9%	11,5%
- IT Services	15,1	3,4%	43,2%	31,0%	13,6%
- Software	88,1	1,6%	33,4%	27,5%	11,7%
- Communication equipment	46,1	-8,5%	10,1%	-2,5%	11,2%
- Computer & peripherals	29,9	2,5%	56,4%	15,4%	-0,8%
- Semiconductor equipment	84,8	-3,2%	89,9%	59,3%	12,5%

Source: Thomson Financial Datastream, Bloomberg, own calculations
* Ytd = Year to date

Notre sélection d'OPCVM (Performances au 30 avril 2010)

Fonds/Indice de référence	Code ISIN	Performances					
		au 30 avril 2010				Annuelles	
		YTD	1 an	3 ans	5 ans	2009	2008
OPCVM Obligataires							
GIS Euro Convertible Bonds	LU0183830636 (D)	-0,26 %	12,67 %	-	-	19,14 %	-15,73 %
UBS Eurozone Index		2,75 %	26,74 %	-	-	35,67 %	-24,59 %
GIS Euro Inflation Linked Bonds	LU0346990467 (D)	0,26 %	5,81 %	-	-	8,27 %	-
Barclays Capital GIB Inflation Linked Eurozone		0,74 %	6,44 %	-	-	8,02 %	-
Generali Euro 7/10 ans	FR0000029852 (C)	1,43 %	5,21 %	18,62 %	19,11 %	6,00 %	9,48 %
JPEMU 7/10 ans		1,59 %	4,93 %	19,96 %	22,16 %	4,66 %	10,77 %
OPCVM Actions Europe							
Generali Rendement Europe*	FR0007064373 (C)	4,58 %	26,85 %	-23,41 %	16,35 %	24,06 %	-35,16 %
MSCI Europe		2,13 %	28,97 %	-33,07 %	-0,67 %	27,16 %	-45,52 %
OPCVM Actions France							
Generali France Small Caps	FR0007064324 (C)	11,01 %	44,73 %	-10,42 %	54,02 %	44,10 %	-35,67 %
CAC Mid & Small 190		10,52 %	42,10 %	-21,44 %	41,01 %	39,70 %	-43,64 %
OPCVM Actions Internationales							
Generali Pacifique*	FR0007064431 (P)	9,72 %	41,47 %	-3,43 %	52,78 %	49,30 %	-46,70 %
MSCI AC ASIA-PACIFIC		10,82 %	50,99 %	2,48 %	58,62 %	63,16 %	-50,89 %
Generali World Mid-Caps*	FR0007064381 (C)	13,18 %	44,99 %	-18,32 %	12,75 %	37,38 %	-40,03 %
MSCI World		10,68 %	33,76 %	-22,03 %	3,57 %	23,03 %	-39,08 %
GIS Global Multi Utilities	LU0169272100 (D)	3,27 %	22,37 %	-9,30 %	51,33 %	19,24 %	-34,21 %
FTSE Global**		4,88 %	21,15 %	-15,44 %	21,32 %	12,84 %	-34,45 %
Generali Croissance Monde	FR0007064399 (C)	9,75 %	37,81 %	-24,32 %	1,72 %	33,12 %	-44,67 %
MSCI World		10,68 %	33,76 %	-22,03 %	3,57 %	23,03 %	-39,08 %
OPCVM Diversifiés							
Generali Ambition	FR0007020201 (C)	3,18 %	23,72 %	1,52 %	39,71 %	27,19 %	-23,56 %
50 % JPEMU 7/10 ans + 50 %Dow Jones Euro Stoxx Large		-0,09 %	13,67 %	-10,71 %	13,81 %	14,46 %	-21,83 %
OPCVM Absolute Return							
GIS Absolute Return Global Macro Strategies	LU0260162077 (D)	0,17 %	0,36 %	10,45 %	-	3,98 %	2,56 %
EONIA		0,11 %	0,42 %	7,78 %	-	0,73 %	4,03 %
GIS Absolute Return Multi Strategies	LU0260160378 (D)	1,73 %	2,59 %	7,43 %	-	5,83 %	-0,09 %
EONIA		0,11 %	0,42 %	7,78 %	-	0,73 %	4,03 %

*Fonds de fonds. Source: interne. Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures.

** FTSE Global: 54,44 % Energy - 28,88 % Utilities - 16,66 % Telecoms

Vos contacts commerciaux en France

Generali Investments France

7/9 Boulevard Haussmann
75009 PARIS
Téléphone: 01 58 38 18 00
Fax: 01 58 38 16 99

Informations: gif-marketing@generali.fr
www.generali-investments.fr



Marc Fabayre

Directeur de la
Distribution Europe
Téléphone: +33 1 58 38 18 67
E-mail: mfabayre@generali.fr



Lionel Joubert

Responsable
Commercial Distribution
Téléphone: +33 1 58 38 18 73
E-mail: ljoubert@generali.fr



Sébastien Cosson

Responsable
Commercial Distribution
Téléphone: +33 1 58 38 17 21
E-mail: scosson@generali.fr

Publication

Directeur de Recherche:

Klaus Wiener, Ph.D. (Tél.: +49 221/4203-5340)

Équipe:

dott. Fabrizio Barbini (Tél.: +39 040/671-386)
Dr. Thomas Hempell, CFA (Tél.: +49 221/4203-5341)
Thomas Jacob (Tél.: +49 221/4203-5318)
dott. Michele Morganti (Tél.: +39 040/671-599)
Vladimir Oleinikov, CFA (Tél.: +49 221/4203-5317)
Dr. Thorsten Runde (Tél.: +49 221/4203-5364)

Frank Ruppel (Tél.: +49 221/4203-5347)

Dr. Christoph Siepman (Tél.: +49 221/4203-5342)

Dr. Florian Späte, CIAA (Tél.: +49 221/4203-5367)

Dietmar Wiggermann (Tél.: +49 221/4203-5349)

Dr. Martin Wolburg, CIAA (Tél.: +49 221/4203-5346)

Courrier électronique Allemagne:

prénom.nom@geninvest.de

Courrier électronique Italie:

prénom.nom@am.generali.com

Publié sous la direction de:

Elisabeth Weinberg (Tél.: +49 221/4203-5354)

Distribué par:

Generali Investments Research & Strategy Department
Cologne, Allemagne · Trieste, Italie
Unter Sachsenhausen 27, D-50667 Cologne

Versión terminée le:

31 mars 2010

Sources des tableaux et graphiques:

Thomson Reuters Datastream, propres calculs.

Generali Investments, Cologne/Trieste 2010 · Generali Investments a conduit des recherches minutieuses et vérifié les informations contenues dans la présente publication. Néanmoins, Generali Investments décline toute responsabilité quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations en question.

Generali Investments France

7/9 Boulevard Haussmann
F-75309 Paris Cedex 09
Tél.: +33 1 58 38 18 74
E-mail: gif-marketing@generali.fr

Generali Investments, Cologne/Trieste 2010 · Les commentaires et analyses exprimées dans le présent document sont données à titre d'information et expriment le point de vue de GENERALI INVESTMENTS. Ils peuvent être soumis à une modification ultérieure et ne constituent nullement une offre de commercialisation d'OPCVM ou une offre de services financiers par GENERALI INVESTMENTS qui décline toute responsabilité dans l'utilisation de ces informations et des conséquences financières qui en découleraient. Le prospectus complet agréé par l'Autorité des marchés financiers et le dernier rapport financier doivent être consultés préalablement à toute souscription ou tout investissement en OPCVM gérés par GENERALI INVESTMENTS. Ces documents peuvent être obtenus sur simple demande auprès de GENERALI INVESTMENTS France - 7/9 Boulevard Haussmann - 75309 Paris. Le présent document n'a aucune valeur contractuelle et contient des opinions et des données chiffrées qui sont considérées comme fiables ou exactes par GENERALI INVESTMENTS, qui ne garantit pas l'exactitude et l'exhaustivité des informations en question. Toute reproduction, copie ou duplication, même partielles, de ce document et de son contenu (chiffres, graphiques...) sont strictement interdites.