

Market Trends

Sommaire

Panorama des marchés internationaux

- L'effondrement d'une grande banque d'investissement américaine a provoqué de nouvelles turbulences sur les marchés en mars.
- En guise de réponse, la Fed a étendu ses conditions de crédit direct aux courtiers et a de nouveau abaissé le taux des fonds fédéraux. A la suite de cette intervention, les marchés se sont quelque peu apaisés.
- Les perspectives globales des marchés restent sombres. La chute des prix du logement aux États-Unis risque d'accentuer les dépréciations d'actifs liés aux produits de crédit structuré et la récession américaine, qui n'en est qu'à ses débuts, devrait assombrir les anticipations des entreprises.
- Cela dit, les mesures d'envergure prises par la Fed pour garantir la liquidité devraient permettre aux marchés de se stabiliser à court terme.

Marchés actions

- Les marchés ont reculé en mars, à l'exception du S&P500. L'indice Topix a été le plus durement touché, en raison du raffermissement du yen. Les marchés émergents ont souffert de leur surévaluation et du thème du « recouplage » des économies.
- Après leur dernier repli, les prix des actions correspondent désormais davantage à la montée du risque de crédit. Une reprise à court terme du marché est possible.
- Les versements de dividendes et les attentes relatives au plan de relance budgétaire aux États-Unis devraient soutenir les marchés. Les primes de risques atteignent des sommets historiques et devraient se rapprocher de leur niveau moyen.

Marchés obligataires

- Les marchés obligataires sont restés volatils ces dernières semaines. Les rendements se sont inscrits en baisse jusqu'à la mi-mars, sous l'effet des craintes inflationnistes et de l'actualité négative du secteur bancaire américain.



- Le sauvetage de Bear Stearns et les mesures non conventionnelles prises par la Fed ont marqué un tournant qui a permis une amélioration du sentiment. Les rendements se sont tendus et les spreads de crédit se sont sensiblement resserrés.
- L'environnement devrait rester fragile et marqué par de nouvelles dépréciations d'actifs et des nouvelles défavorables dans le secteur financier, mais les rendements devraient se redresser à horizon un mois. Ce mouvement ne devra pas être interprété comme la fin de la crise du crédit, mais plutôt comme la réaction au sauvetage de Bear Stearns, les marchés entrevoyant désormais une possibilité de légère hausse des taux.

Devises

- Dans le sillage de la crise Bear Stearns, le dollar américain a chuté pour atteindre un nouveau plancher de 1,59 face à l'euro et signe parallèlement un plus haut sur 12 ans face à la livre britannique.
- A horizon un mois, nous pensons que le dollar devrait rester faible face à l'euro. Toutefois, alors que Bear Stearns s'en sort à bon compte et que la Fed risque de procéder à de nouvelles interventions, on peut envisager une légère dépréciation.



Tableau 1

	Croissance			Inflation		
	2007e	2008p	2009p	2007e	2008p	2009p
États-Unis	2,2	0,8	1,5	2,9	3,3	2,3
Zone Euro	2,6	1,5	1,7	2,1	2,6	2,0
Japon	2,0	1,3	1,7	0,1	0,5	0,4
RU	3,1	1,7	2,0	2,3	2,4	2,0
Monde	4,6	3,6	3,8	2,6	3,0	2,4

Panorama des marchés internationaux

Les marchés ont connu de nouveaux remous au cours du mois écoulé. Cette nouvelle zone de turbulence a été principalement déclenchée par la faillite d'une grande banque d'investissement américaine. Le 17 mars, le rendement à 10 ans des emprunts d'État a atteint un nouveau plus bas cyclique à 3,36% aux États-Unis et 3,69% dans la zone euro. Parallèlement, les marchés actions ont accusé un repli brutal, portant les pertes du S&P500 à 13% et celles de l'Euro STOXX 50 à 21% depuis le début de l'année.

La Fed a employé la manière forte pour empêcher le naufrage du système financier américain. Elle a tout d'abord appuyé le rachat de la banque en difficulté Bear Stearns par JPMorgan. Ensuite, ses conditions de crédit ont été étendues directement aux courtiers, via l'introduction de deux nouvelles facilités de crédit grâce auxquelles les banques d'investissement peuvent désormais obtenir des prêts au jour le jour en échange d'un vaste ensemble de garanties, dont des titres adossés à des actifs et à des crédits hypothécaires « dont la valeur de marché est disponible ». Enfin, après avoir abaissé son taux directeur de 125 pb en janvier, la Fed a réduit de nouveau le taux des fonds fédéraux de 75 pb le 18 mars, portant ces derniers à 2,25%, leur plus faible niveau depuis 2003. Cette intervention ainsi que les résultats légèrement supérieurs aux anticipations de deux grandes banques d'investissement américaines ont permis de ramener un peu de calme sur les marchés.

La crise n'est pas terminée

Cependant, malgré les récentes améliorations – dont nous espérons qu'elles se prolongent au cours des deux prochaines semaines –, les perspectives globales sont toujours sombres. Deux facteurs sont déterminants. Premièrement, l'économie américaine n'en est qu'au commencement d'une récession qui finira par se faire ressentir dans le reste du monde.

Jusqu'ici, la zone euro et les marchés émergents à croissance rapide semblent peu affectés par la situation américaine. Étant

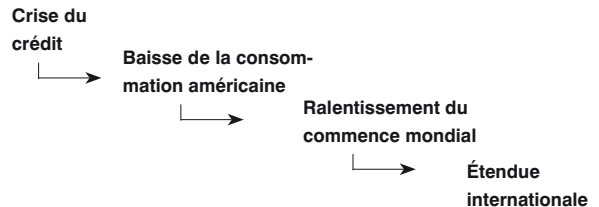
Tableau 2

Obligations	Actuel	1 M	12 M
Bons du Trésor à 10 ans	3,47	3,60	4,30
Bunds à 10 ans	3,83	3,90	4,40
JGB à 10 ans	1,27	1,35	1,80
Obligations d'entreprises	Actuel	1 M	12 M
Indice IBOXX Oblig Corp non fin	163	163	90
Devises	Actuel	1 M	12 M
USD/EUR	1,56	1,57	1,40
JPY/USD	100	102	112
GBP/EUR	0,78	0,80	0,77
Actions	Actuel	1 M	12 M
S&P 500	1340	1380	1430
DJ EURO STOXX TML	306	311	340

Valeurs actuelles = moyenne des cinq dernières séances

Graphique 1

Forme attendue du ralentissement mondial



donné que la consommation outre-Atlantique représente près de 20% du PIB mondial, les premiers signes devraient se faire ressentir d'ici peu. Nous ne prévoyons pas de récession dans des régions comme l'Inde ou la Chine, mais nous serions surpris que ces dernières (ou la zone euro) ne subissent pas l'impact du ralentissement américain.

Deuxièmement, la question des prix des logements américains, véritable fond du problème, est loin d'être réglée. Les stocks de logements invendus atteignent des sommets et le crédit est difficilement accessible, si bien que l'offre excédentaire ne pourra être écoulee qu'à la condition d'une nouvelle chute des prix. L'indice S&P/Case-Shiller signale un repli annualisé de 23% des prix immobiliers au cours des trois derniers mois (composite 20). La forte baisse des prix renforce selon nous les pressions sur les produits de crédit structuré et la probabilité de nouvelles dépréciations d'actifs. Il va de soi que nous ne pouvons déterminer précisément qui sera concerné et quand, mais nous sommes certains que de nouvelles dépréciations d'actifs seront annoncées.

Tous ces éléments incitent à la prudence dans notre approche d'investissement. Nos objectifs de court terme pourraient afficher un léger potentiel haussier pour les actions et les rendements obligataires, mais nous pensons que cette situation ne sera pas viable sur un horizon de trois à six mois. Un redresse-

ment devrait survenir en conséquence des mesures drastiques de la Fed – et de celles à venir. Toutefois, il devra être utilisé pour protéger les portefeuilles des risques structurels toujours présents sur les marchés.

Marchés actions

Performances des actions

Les marchés actions se sont tous inscrits en baisse à l'exception des indices américains, si bien que nos anticipations de rebond provisoire ont été déçues. Malgré un contexte difficile, nos perspectives sont positives pour le mois prochain. Nous renouvelons toutefois notre scénario de performances stables sur le trimestre à moins d'une évolution des fondamentaux. Le marché japonais a été particulièrement touché à -7 %, freiné par l'appréciation du yen (forte corrélation depuis deux ans et +5 % contre le USD le mois dernier), sur fond d'environnement macroéconomique morose. Les marchés européens ont cédé 3,5 %, sous l'effet des mêmes facteurs pénalisants qu'en février : crise du crédit, détérioration de l'environnement macroéconomique (thème du « recouplage »), appréciation de l'euro (+4 %) et politique toujours restrictive de la BCE. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont à nouveau accrus et les tensions sur la liquidité sont toujours fortes.

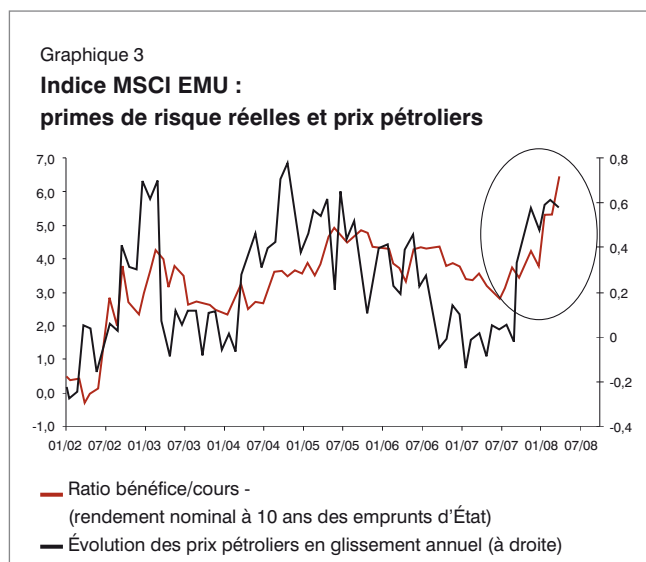
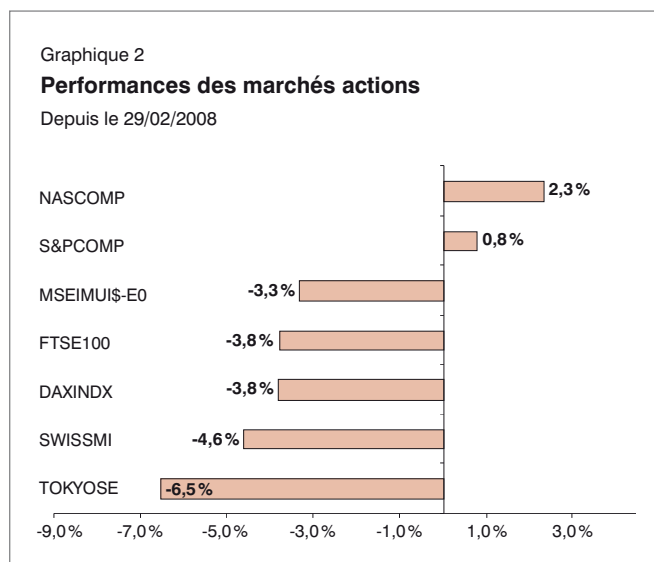
Secteurs En Europe, les secteurs Technologie/Information/Communication, Informatique et Pétrole ont été mis en grande difficulté. Les valorisations attractives du secteur Technologie/Médias/Télécommunications ne correspondent pas à ses multiples. Fin février, les ratios cours/bénéfices étaient supérieurs à ceux de l'indice, reflétant les anticipations de croissance du bénéfice par action pour 2008 et 2009 (respectivement +24 % et +14 %). Suite à son repli récent, le secteur affiche des valorisations qui paraissent plus conformes à sa valeur théorique relative.

Les marchés émergents continuent à pâtir du thème du « recouplage économique », ainsi que des conséquences de six ans de surperformance relative. Les indices émergents ont aujourd'hui rattrapé leur retard, du moins à court terme, grâce à la forte croissance des résultats. Il est nécessaire d'anticiper une détérioration de la situation macroéconomique avant de se positionner à nouveau de manière offensive sur ces marchés. Les indices émergents sont corrélés à l'indicateur avancé américain ISM, qui devrait rester faible pendant quelque temps encore.

Facteurs positifs à court terme Après leurs derniers plus hauts, les marchés ont chuté de 15% aux États-Unis, 20% en Europe et 30% au Japon. Sur ce marché, l'écart entre le rendement à 10 ans des emprunts d'États et celui des dividendes atteint son niveau le plus élevé depuis 30 ans, et la variation en glissement annuel du Topix (-32 %) est la plus marquée depuis 18 ans (-37 % en 1991 et 1992).

La prime de risque implicite des actions a parallèlement atteint un sommet historique. Le sentiment est toujours pessimiste, et la confiance des ménages américains a récemment plongé, tout comme l'indice du marché de l'emploi de la Fed de Philadelphie.

Depuis fin février, les actions réagissent à l'actualité défavorable du secteur du crédit, dont les investisseurs sont probablement plus conscients aujourd'hui. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises assorties d'une note élevée atteignent des plus hauts historiques. La crise du crédit est loin d'être terminée



et devrait causer des problèmes de dette et de capital en plus de nouvelles pertes dans le secteur financier. Cela dit, certains facteurs à court terme sont encourageants.

Tout d'abord, le mode d'intervention de la Fed s'est amélioré, M. Bernanke « a créé dans l'urgence une nouvelle approche du rôle moderne des banques centrales » après avoir porté secours à Bear Stearns. La liquidité renforcée et les méthodes non orthodoxes de la Fed devraient avoir un impact important sur le sentiment des investisseurs. Nous attendons également davantage de mesures de la part du gouvernement, voire une accentuation des relances budgétaires.

La saison des dividendes qui s'approche et les premiers signes de stabilisation du cycle économique en Europe justifient également notre opinion positive. Nous pensons toujours que le thème du recouplage de l'économie et de la croissance des résultats entre la zone euro et les États-Unis va devenir de plus en plus visible dans les prochains mois. Enfin, la courbe des rendements s'est récemment stabilisée et la dynamique du S&P500 (en glissement annuel) a plus qu'anticipé la première phase de révisions à la baisse des bénéfices par actions (même si les estimations de croissance du BPA à moyen terme demeurent trop élevées).

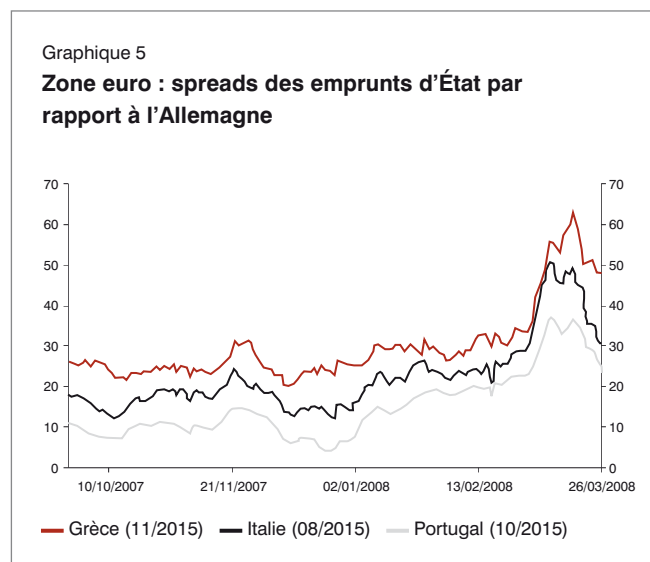
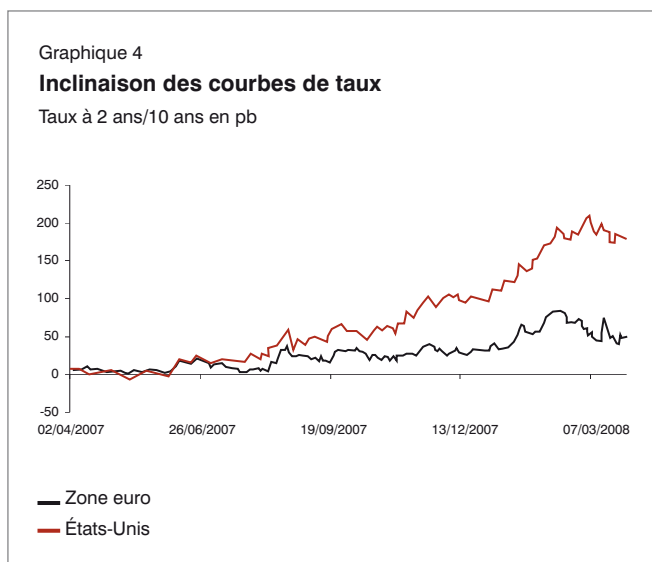
Nous restons prudents quant aux perspectives de moyen terme. Premièrement, la saison de révision à la baisse des prévisions de résultats est entamée depuis trop peu de temps pour que les

marchés puissent s'appuyer sur des informations leur permettant d'amorcer une reprise durable. Les anticipations de croissance des chiffres d'affaires en Europe sont proches de 6 % pour 2008 (2,4 % en 2007) et la croissance de l'EBITDA (Earning Before Interest Taxes Depreciation Amortization, équivalent en comptabilité française de l'Excédent Brut d'Exploitation) est prévue à 7 % (3 % en 2007), le marché prévoyant une légère hausse des marges en 2008 et 2009. Ces prévisions manquent de réalisme au vu des dernières estimations des chiffres d'affaires, des dépenses d'investissement et de la croissance prévue des salaires. Deuxièmement, même si le cycle économique de la zone euro paraît résister, la faiblesse du dollar renforce les pressions sur la future croissance des exportations (nous anticipons un ajustement par rapport aux États-Unis). Les risques inflationnistes, en particulier structurels, restent élevés dans le monde entier et sont susceptibles de réveiller la nervosité des investisseurs à tout moment. Enfin, les anticipations de confiance des ménages américains sont au plus bas depuis 30 ans (si elles se maintiennent, elles pourraient constituer un bon indicateur du point bas du marché). Généralement, l'indice des marchés européens est en baisse de 20 % en glissement annuel à ce point du cycle, alors qu'il n'a actuellement chuté que de 14 % (en 2002, il avait cédé 35 % en glissement annuel, alors que la confiance des ménages était plus élevée). C'est pourquoi nous recommandons de limiter au maximum le risque et de réaliser des prises de bénéfices si la reprise attendue se concrétise.

Marchés obligataires

Les rendements des emprunts d'État se sont globalement inscrits en baisse en mars. Les rendements à 10 ans aux États-Unis et dans la zone euro ont atteint des plus bas à long terme en raison de rumeurs, puis d'informations concernant les problèmes de liquidité de Bear Stearns, qui ont entraîné un repli sur les titres de qualité. Le rendement à 10 ans des bons du Trésor américain a reculé à 3,31 % contre 3,69 % pour son homologue européen. Le sauvetage de Bear Stearns par JPMorgan, appuyé par la Fed, ainsi que l'annonce de plusieurs mesures

de politique monétaire inhabituelles et une nouvelle réduction du taux directeur et du taux d'escompte ont permis de dénouer certaines positions défensives. Par conséquent, les rendements obligataires ont légèrement progressé. Ils ont également été soutenus par la hausse des marchés actions, surpris par les résultats supérieurs aux anticipations de plusieurs banques d'investissement américaines.



La Fed, prêteur de dernier ressort

Bien que la Fed ait évité d'acheter directement des actifs risqués, certains segments du marché du crédit ont réagi de manière positive aux interventions des autorités monétaires. La Banque centrale américaine a prouvé qu'elle ne permettrait pas d'atteinte supplémentaire à la stabilité financière. Elle a clairement fait comprendre qu'elle ferait tout son possible pour éviter une faillite systémique du système financier. D'autres mesures peu conventionnelles devraient encore être prises. Les initiatives déjà lancées ont permis de réduire les ventes forcées de produits de crédit et d'améliorer la liquidité du secteur bancaire américain. Cependant, les prix des logements américains continuent à chuter, ce à quoi la Fed est relativement impuissante. Le marché a besoin de davantage de temps pour se stabiliser. Par ailleurs, les turbulences se poursuivent dans la zone euro, la BCE se montrant beaucoup plus réservée que la Fed. Le taux d'intérêt interbancaire s'est inscrit en hausse et les taux des emprunts d'État à court terme se sont fortement repliés, ce qui traduit la pénurie de liquidité.

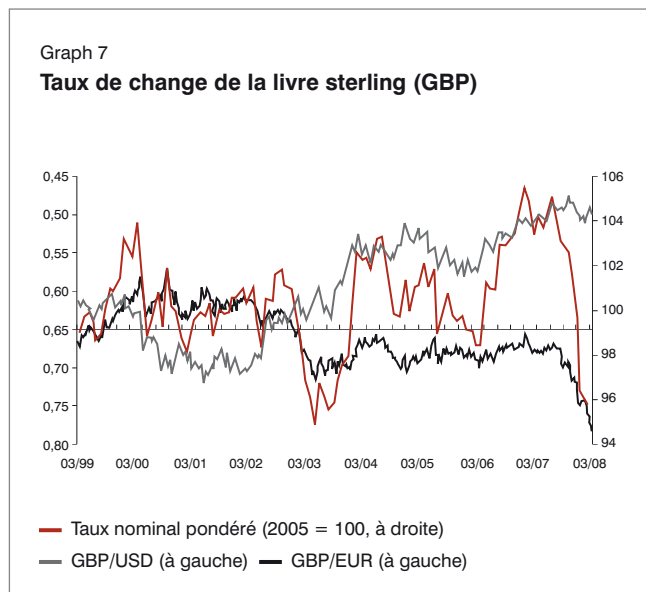
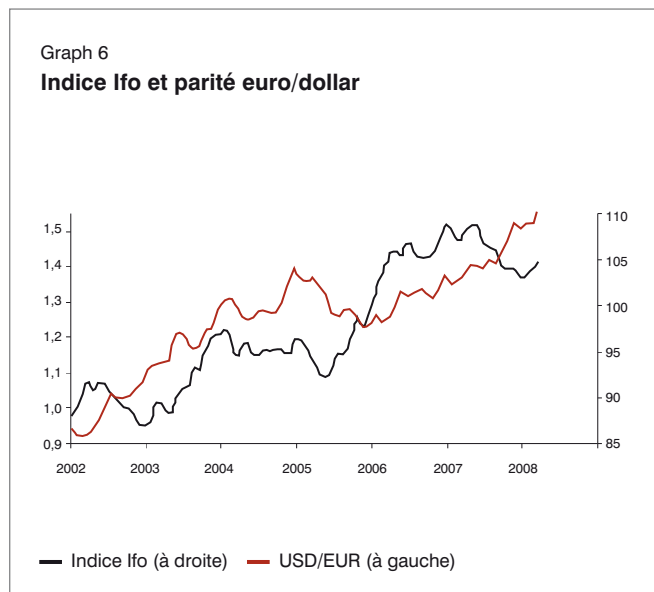
La BCE maintient son statu quo

Malgré plusieurs injections de liquidité à grande échelle, la BCE n'a jamais manifesté son intention de réduire ses taux d'intérêt ni de changer ses méthodes d'intervention, comme l'a fait la Fed. Toutefois, la crise financière est d'envergure mondiale. La situation est apparue claire en mars, lorsque les spreads ont atteint des plus hauts à long terme. Les pays du Sud de la zone euro ont notamment enregistré une hausse sensible des spreads des emprunts souverains. Cet élargissement ne trouvant aucune justification dans les fondamentaux, nous estimons qu'il s'agit d'un nouveau signe montrant que les marchés financiers n'évoluent actuellement pas en fonction de facteurs économiques mais des ventes forcées d'actifs déjà bon marché. Un comportement proactif de la BCE permettrait de s'attaquer au problème, mais M. Trichet a clairement fait comprendre qu'il ne suivrait qu'un seul objectif à la fois, à savoir pour le moment maintenir la stabilité des prix. Tant qu'aucune grande institution financière de la zone euro ne sera en danger de faillite, la BCE devrait rester attentiste. Nous anticipons une première réduction des taux à l'été 2008, lorsque le ralentissement économique aura permis d'atténuer les risques inflationnistes.

Les rendements des emprunts d'État affichent un potentiel haussier

Bien que la tendance majeure des rendements des emprunts d'État soit toujours à la baisse, nous pensons qu'il existe un léger potentiel haussier à court terme. La Fed a annoncé qu'elle abaisserait à nouveau ses taux en avril et qu'elle prendrait si nécessaire des mesures inhabituelles. Les Government Sponsored Enterprises (entreprises aidées par le gouvernement fédéral) ont vu se réduire de 10% le capital excédentaire qu'elles sont habituellement contraintes de posséder pour se prémunir contre des pertes. Cette mesure permet de libérer 3 milliards USD de capital pour chacune de ces sociétés, ce qui devrait permettre d'améliorer la liquidité et de resserrer les spreads des crédits hypothécaires. Cette initiative fournit une impulsion considérable à la confiance des marchés. Elle permet d'abaisser les taux et rend possible le financement de nombreux nouveaux emprunteurs. Ces informations positives ont bénéficié aux marchés actions, mais leur impact sur les rendements des emprunts d'État demeure jusqu'ici limité. Les rendements nominaux et les rendements réels, en particulier aux États-Unis, sont trop faibles. Par conséquent, les valorisations des emprunts d'État, qui sont essentiellement américains, sont élevées. Nous pensons que le rendement à 10 ans devrait remonter à 3,60% aux États-Unis et 3,90% dans la zone euro. Les rendements américains devraient rester supérieurs à ceux d'Europe et porter l'écart de rendement transatlantique à 30 pb.

Pourquoi n'adoptons-nous pas un positionnement plus offensif à l'aune de ces informations positives ? Premièrement, nous ne pouvons exclure la possibilité d'événements négatifs pendant la saison des résultats qui se profile. Deuxièmement, l'état des fondamentaux n'est pas le principal vecteur des performances sur le marché actuel. Troisièmement, malgré les interventions de la Fed, le dénouement forcé des positions à levier se poursuit et met le système financier sous pression. Quatrièmement, les statistiques économiques devraient confirmer nos prévisions de récession imminente aux États-Unis.



Devises

Comme prévu, le dollar américain s'est affaibli face à l'euro au cours des quatre dernières semaines. Même au niveau actuel de 1,56 pour 1 EUR, il demeure supérieur à notre objectif de 1,51. Le principal moteur de cette chute a été la crise américaine du crédit. Au début du mois, les injections coordonnées de liquidité des Banques centrales ont soutenu le billet vert, entretenant les espoirs d'utilisation d'autres outils que les réductions des taux pour combattre la crise du crédit. Lorsque la crise Bear Stearns a fini par atteindre les marchés, ces derniers se sont mis à anticiper des réductions de taux drastiques et le dollar a chuté en un seul jour à 1,5904 pour 1 EUR. La Fed a effectivement abaissé ses taux de 75 pb en mars. A terme, d'autres réductions des taux sont envisageables, bien que la Fed doive également avoir de plus en plus recours à des mesures dites peu orthodoxes. Nous pensons que le taux des fonds fédéraux devrait atteindre 1,50% d'ici la fin de l'année, soit à peine 50 pb de plus que le plancher historique. Par ailleurs, les indicateurs macroéconomiques sont ressortis à la baisse, notamment celui de la confiance des ménages. Le dollar devrait également subir des pressions en provenance de la zone euro, où d'importants indicateurs du sentiment sont ressortis supérieurs aux anticipations en mars et où la BCE a maintenu son biais offensif. Toutefois, la parité USD/EUR approchant 1,60, il est de plus en plus probable que la BCE intervienne. Interrogé à ce sujet, le gouverneur de la Banque nationale d'Autriche a laissé entendre que la question n'avait pas encore été abordée. Une telle initiative devrait limiter la poussée de l'euro. Ainsi, bien que le dollar américain soit probablement soumis à des pressions à court terme, il devrait continuer à évoluer dans sa fourchette de négociation actuelle de 1,55-1,60 pour 1 EUR.

La livre britannique atteint un plancher record face à l'euro

Au cours des mois écoulés, la livre britannique a commencé à se déprécier face à l'euro, sur fond de montée des signes de ralentissement cyclique au Royaume-Uni et de persistance des craintes de correction du marché immobilier. En outre, le déficit courant britannique a atteint 4,2% du PIB nominal en 2007, son plus haut niveau depuis 1989. Plus récemment, la confiance des ménages a atteint un plus bas sur 12 ans conforme à nos prévisions de ralentissement de l'activité. Compte tenu du décalage entre la zone euro et les États-Unis, la livre devrait continuer à se déprécier face à l'euro dans les prochains mois pour atteindre une parité d'environ 0,79.

Auteurs :

Aperçu général : **Klaus Wiener, Ph. D.**

Tél.: + 49 221/1636-340

E-mail: klaus.wiener@geninvest.de

Actions : **dott. Michele Morganti**

Tél.: + 39 040/671-599

E-mail: michele.morganti@am.general.com

Marchés obligataires : **Dr. Florian Späte**

Tél.: + 49 221/1636-367

E-mail: florian.spaete@geninvest.de

Devises : **Dr. Martin Wolburg**

Tél.: + 49 221/1636-346

E-mail: martin.wolburg@geninvest.de

Publication

Directeur de Recherche :

Klaus Wiener, Ph. D. (Tél.: +49 221/1636-340)

Équipe :

dott. Fabrizio Barbini (Tél.: +39 040/671-386)

dott. Marco Giovannini (Tél.: +39 040/671-549)

Dr. Thomas Hempell (Tél.: +49 221/1636-341)

dott. Michele Morganti (Tél.: +39 040/671-599)

Vladimir Oleinikov (Tél.: +49 221/1636-317)

Dr. Thorsten Runde (Tél.: +49 221/1636-364)

Frank Ruppel (Tél.: +49 221/1636-347)

Dr. Christoph Siepmann (Tél.: +49 221/1636-342)

Dr. Florian Späte, CIAA (Tél.: +49 221/1636-367)

Dr. Martin Wolburg (Tél.: +49 221/1636-346)

Courrier électronique Allemagne :

prénom.nom@geninvest.de

Courrier électronique Italie :

prénom.nom@am.general.com

Publié sous la direction de :

Astrid Süße (Tél.: +49 221/1636-354)

Distribué par :

Generali Investments Research Department

Cologne, Allemagne · Trieste, Italie

Gereonswall 68, D-50670 Köln

Version terminée le :

31 mars 2008

Sources des tableaux et graphiques :

Thomson Financial Datastream, propres calculs.

Generali Investments, Cologne/Trieste 2008 · 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 boulevard Haussmann

F-75309 Paris Cedex 09

Tél.: +33 1 58 38 18 74

E-mail: gif-marketing@general.com