

LA LETTRE MENSUELLE DE GENERALI INVESTMENTS

MARS
2012



SOMMAIRE

Rédigée le 1er mars 2012

Vue d'ensemble 2

Plusieurs facteurs ont contribué à maintenir l'appétit pour le risque à un niveau relativement élevé sur les marchés financiers au cours du mois de février : le caractère toujours bien orienté des statistiques macroéconomiques au niveau mondial, l'accord sur le second plan d'aide à la Grèce et les anticipations des investisseurs sur de nouvelles mesures de soutien à la liquidité par la BCE.

Selon nous, ce dernier point devrait permettre la poursuite de la récente tendance haussière des marchés financiers, raison pour laquelle nous conservons notre biais « prudemment » optimiste adopté à la mi-février.

La récente hausse du prix du pétrole est un élément qui mérite d'être surveillé, mais nous considérons que son ampleur ne constitue pas encore un frein au rétablissement économique. Par ailleurs, il est peu probable qu'elle se traduise par une importante accélération de l'inflation.

États-Unis 3

En février, les statistiques économiques publiées outre-Atlantique ont continué d'être globalement positives. C'est la raison pour laquelle nous avons à nouveau revu à la hausse nos prévisions de croissance du PIB pour 2012, de 2,1% à 2,3%.

Un nouveau risque a fait son apparition ces dernières semaines : l'augmentation sensible du prix du pétrole. Toutefois, elle ne devrait pas selon nous être suffisamment forte pour faire avorter la reprise, ni se traduire par une forte accélération de l'inflation.

Le caractère relativement solide de la croissance et l'atténuation de la dynamique baissière de l'inflation globale sont deux éléments qui tendent à plaider contre un nouveau programme d'achat d'actifs de grande ampleur par la Fed.

Zone Euro 5

En février, les indices PMI sont ressortis moins bien orientés qu'en janvier. Pour autant, l'amélioration de la composante relative aux anticipations indique que l'activité devrait à nouveau croître au second semestre 2012.

L'augmentation récente du prix du pétrole met en évidence les risques haussiers pesant sur l'inflation. Nous avons donc relevé nos anticipations à 2,3% pour 2012 et continuons de penser que ce chiffre pourrait bien devoir être à nouveau revu à la hausse.

D'un montant de 530 milliards d'euros, la seconde opération LTRO à 3 ans de la BCE a une nouvelle fois sensiblement contribué à l'atténuation des craintes systémiques.

Dans ce contexte et compte tenu de la situation macroéconomique, une autre baisse du taux directeur de la BCE est peu probable pour le moment.

Japon 7

La croissance du PIB japonais s'est fortement contractée au 4ème trimestre 2011. Elle devrait néanmoins se redresser début 2012, moins pénalisée

par les exportations et soutenue par des budgets de reconstruction dont les effets devraient être plus visibles.

La Banque du Japon (BoJ) a revu à la hausse son programme de rachat d'actifs et a décidé de se fixer un objectif d'inflation.

Chine 8

Les statistiques économiques du mois de janvier en provenance de Chine ne sont pas représentatives en raison du nouvel an chinois.

La Banque Populaire de Chine (PBoC) a abaissé pour la seconde fois le ratio des réserves obligatoires des banques. Nous anticipons deux nouvelles baisses pour atténuer les effets de la baisse des prix de l'immobilier et de la faiblesse des exportations.

Actions 9

Les marchés ayant continué d'être orientés à la hausse, le profil rendement-risque est désormais moins favorable et la sélection de titres revêt plus d'importance.

Cela étant, les politiques monétaires accommodantes et la dynamique toujours porteuse de l'économie américaine pourraient contribuer à l'appréciation des marchés actions en dépit de leurs niveaux actuels. Les valorisations apparaissent encore bon marché en Europe et au Japon.

Obligations 11

En février, les rendements obligataires des pays « core » ont continué d'évoluer au sein d'une fourchette de fluctuation étroite. Le mouvement haussier observé durant la première moitié du mois s'est révélé n'être que temporaire. Selon nous, la résistance des rendements des emprunts d'État «core» s'explique principalement par les injections massives de liquidités des banques centrales.

A l'avenir, nous nous attendons à ce que les rendements obligataires «core» demeurent peu élevés, tout en se hissant à la limite haute de leur fourchette de fluctuation. La dette souveraine des pays périphériques devrait continuer de bénéficier des vastes mesures de soutien à la liquidité de la BCE.

Devises 13

L'euro a maintenu son cap haussier débuté mi-janvier, à la faveur de l'atténuation des inquiétudes en Zone Euro et des statistiques économiques encourageantes.

La monnaie unique devrait selon nous continuer d'être soutenue par l'impact positif des vastes opérations LTRO à 3 ans. Parallèlement, les accès de faiblesse du dollar américain ont toutes les chances de faire l'objet d'un regain d'attention de la part des investisseurs.

Vue d'ensemble

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

- **Plusieurs facteurs ont contribué à maintenir l'appétit pour le risque à un niveau relativement élevé sur les marchés financiers au cours du mois de février : le caractère toujours bien orienté des statistiques macroéconomiques au niveau mondial, l'accord sur le second plan d'aide à la Grèce et les anticipations des investisseurs sur de nouvelles mesures de soutien à la liquidité par la BCE.**
- **Selon nous, ce dernier point devrait permettre la poursuite de la récente tendance haussière des marchés financiers, raison pour laquelle nous conservons notre biais « prudemment » optimiste adopté à la mi-février.**
- **La récente hausse du prix du pétrole est un élément qui mérite d'être surveillé, mais nous considérons que son ampleur ne constitue pas encore un frein au rétablissement économique. Par ailleurs, il est peu probable qu'elle se traduise par une importante accélération de l'inflation.**

En février, les investisseurs ont continué d'être bien mieux disposés envers les actifs risqués qu'à la fin de l'année 2011, alors même que l'élargissement des spreads au sein de l'UEM constituait une menace pour la pérennité de la monnaie unique. Nous voyons trois principales raisons à ce renforcement de l'appétit pour le risque : 1) Les statistiques macroéconomiques publiées ont continué d'être relativement solides au cours des dernières semaines. En particulier, les nombreuses statistiques en provenance des États-Unis (notamment sur le front des créations d'emplois, de l'investissement résidentiel et de la confiance des entreprises) ont encouragé les investisseurs à anticiper une poursuite de la reprise économique. En zone euro, les publications ont globalement semblé indiquer une stabilisation de l'activité économique, apaisant ainsi la crainte d'une récession sévère et prolongée.

	Croissance			Inflation		
	2011	2012p	2013p	2011	2012p	2013p
États-Unis	1,7	2,3	2,5	3,1	2,3	2,3
Zone euro	1,5	-0,3	1,1	2,7	2,3	1,8
Japon	-0,9	1,7	1,5	-0,3	-0,3	0,2
R.-U.	0,9	0,5	1,4	4,5	2,6	2,0
Monde	3,3	3,0	3,5	3,1	2,4	2,3

p=prévisions.

2) Les progrès de la Grèce en vue de l'accord sur le second plan de sauvetage d'un montant de 130 milliards d'euros convenu en octobre 2011 ont atténué les inquiétudes liées à l'éventualité d'un défaut désordonné, sans parler d'une sortie de la zone euro. 3) Enfin, les investisseurs ont bien anticipé le succès rencontré par la seconde opération de refinancement à 3 ans de la BCE : les banques européennes ont ainsi reçu 530 milliards d'euros supplémentaires de liquidités, un montant conforme aux attentes du marché et même légèrement supérieur aux 489 milliards d'euros de la première opération LTRO intervenue en décembre 2011. Incontestablement positif, son impact se traduit à plusieurs niveaux : 1) L'opération a fortement atténué les difficultés de refinancement au sein du système bancaire. En 2012, les besoins de refinancement sont extrêmement élevés (près de 850 milliards d'euros) et les tensions grandissantes sur les marchés interbancaires ont fait craindre la possibilité d'une nouvelle faillite à l'image de Lehman Brothers.

2) La taille des opérations de LTRO qui sont aujourd'hui réalisées est, selon nos estimations, suffisante pour couvrir les remboursements

d'obligations des banques européennes en 2012 et une partie de ceux de 2013. Par conséquent, le secteur bancaire devrait désormais être plus à même de revoir à la hausse le volume de crédits accordés et, ce faisant, d'apaiser les inquiétudes liées à un assèchement du crédit qui n'aurait pas manqué d'aggraver la récession actuelle. 3) Les adjudications prévues en mars et en avril devraient se dérouler dans de bonnes conditions.

En résumé, si l'effet bénéfique sur les marchés financiers de la seconde opération LTRO à 3 ans ne devrait pas être aussi important que celui de la première opération (au même moment où, par exemple, les spreads italiens et espagnols augmentaient déjà fortement), il devrait néanmoins être une nouvelle fois positif pour les actifs risqués.

A cet égard, il convient de noter que les rendements à long terme des pays « core » n'ont pas augmenté de manière sensible. Or, lorsque les marchés étaient au plus mal, on a pu observer une nette corrélation entre les cours des actifs risqués et les rendements à long terme «core». Aujourd'hui, cette corrélation semble avoir disparu.

Obligations	Actuel	1M	12M
Oblig. du Trésor américain à 10 ans	1,98	2,10	2,80
Bunds à 10 ans	1,81	1,90	2,80
JGB à 10 ans	0,96	1,00	1,30
Obligations d'entreprise	Actuel	1M	12M
IBOXX Corp Non Fin	244	235	215
IBOXX Corp. Sen Fin	291	275	250
Change	Actuel	1M	12M
USD/EUR	1,34	1,36	1,40
JPY/USD	81	80	76
GBP/EUR	0,84	0,85	0,83
Actions	Actuel	1M	12M
S&P500	1368	1390	1400
MSCI EMU	80,8	81,5	88,0

Valeurs actuelles = moyenne des trois derniers jours.

Cette faiblesse persistante des rendements «core» peut être attribuée aux politiques monétaires particulièrement accommodantes de la BCE et de la Fed. Même aux niveaux actuels extrêmement bas des rendements à long terme, les courbes se sont pentifiées. De plus, en dépit du regain d'appétit pour le risque, les investisseurs continuent de surveiller certains risques (par exemple, les élections en Grèce, les clauses d'action collectives, un possible effet de contagion au Portugal...) et, ce faisant, hésitent encore à déboucler leurs positions sur les valeurs refuges. Cependant, les doutes grandissants des investisseurs à l'égard de la capacité de la Fed à tenir son engagement à maintenir ses taux d'intérêt au plus bas jusqu'en 2014 seraient susceptibles d'être à l'origine d'une hausse des rendements en cours d'année. De plus, et même s'il est encore insuffisamment important pour menacer la reprise, le récent rebond des prix de l'énergie aura pour conséquence de limiter les pressions baissières sur les prix en 2012.

États-Unis

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

- En février, les statistiques économiques publiées outre-Atlantique ont continué d'être globalement positives. C'est la raison pour laquelle nous avons à nouveau revu à la hausse nos prévisions de croissance du PIB pour 2012, de 2,1% à 2,3%.
- Un nouveau risque a fait son apparition ces dernières semaines : l'augmentation sensible du prix du pétrole. Toutefois, elle ne devrait pas selon nous être suffisamment forte pour faire avorter la reprise, ni se traduire par une forte accélération de l'inflation.
- Le caractère relativement solide de la croissance et l'atténuation de la dynamique baissière de l'inflation globale sont deux éléments qui tendent à plaider contre un nouveau programme d'achat d'actifs de grande ampleur par la Fed.

Les nouvelles d'ordre macroéconomique en provenance des États-Unis sont restées particulièrement bien orientées au mois de février. Par exemple, les indices ISM ont à nouveau progressé. Fait encourageant, la composante avancée relative aux nouvelles commandes de l'indice PMI composite s'est hissée à 59,1, un niveau indiquant d'importantes entrées de commandes pour les entreprises. De plus, à 54,1, l'ISM manufacturier est conforme à une croissance du PIB réel comprise entre 2,4% et 3,3%, en fonction de la période observée. D'autres indicateurs ont également mis en évidence la poursuite de la reprise économique, à l'image de la confiance des ménages, des nouvelles demandes d'allocation chômage et de la production manufacturière.

L'immobilier résidentiel donne des signes de reprise

De même, le marché immobilier résidentiel en difficulté a lui aussi commencé à montrer des signes de vie, comme en ont par exemple témoigné les mises en chantier (+1,5%) au mois de janvier. En outre, les ventes de logements neufs sont ressorties à +321 000 (le consensus tablait sur +315 000), tandis que le chiffre relatif aux trois mois précédents a même été revu à la hausse. Le stock de nouveaux logements s'établit à 5,6 mois, son plus bas niveau en six ans. Les ventes de logements existants ont augmenté de 4,3% sur le mois pour atteindre leur plus haut niveau depuis 2010. Enfin, la confiance des promoteurs immobiliers a de nouveau signé un gain de 4 points à 29, confirmant ainsi son embellie depuis son point bas de 14 touché en septembre 2011. La composante relative aux ventes actuelles a même atteint son plus haut niveau depuis mai 2007. Au final, le niveau extrêmement faible de l'activité immobilière résidentielle, le caractère favorable des conditions de financement, l'aspect démographique et l'amélioration de la sécurité de l'emploi constituent autant de facteurs qui commencent à étayer nos prévisions selon lesquelles en 2012 l'immobilier résidentiel contribuera positivement à la croissance, pour la première fois depuis 2005.

Baisse significative du taux de chômage

L'élément le plus important a été l'accélération de la croissance des embauches (+243 000) en janvier, un chiffre nettement supérieur à la moyenne du quatrième trimestre (157 000). Dans le même temps, le taux de chômage a poursuivi sa baisse pour s'établir à 8,3%. La rapidité de la baisse a surpris la plupart des observateurs. Même la Fed ne s'y attendait pas: début 2011, elle avait en effet prévu un taux de chômage de 8,8% au quatrième trimestre 2011.

L'une des principales raisons de ce recul plus important que prévu du taux de chômage est le taux de participation à la population active. Généralement, lorsqu'une économie commence à se redresser, le taux de participation augmente dans la mesure où les actifs découragés commencent à chercher un nouvel emploi. Ce n'est pas le cas cette fois-ci. Entre le début de l'année 2011 et aujourd'hui, le taux de participation

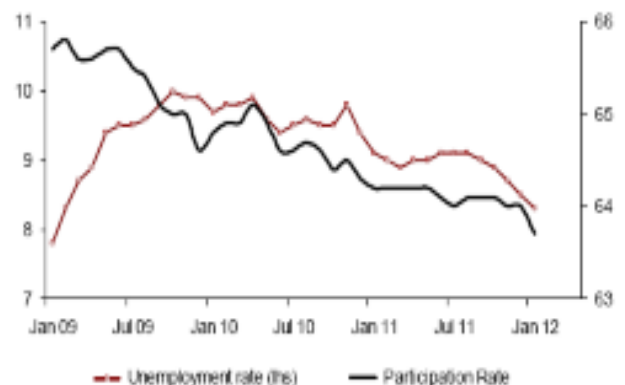
US REAL GDP
annualized rate; seasonally adjusted



NAHB Housing Market Index



US Labor Market
in %



Oil Prices

daily US\$/b; weighted avg. of Brent and Nymex crude



a baissé de 0,5 point, accélérant même ainsi une tendance observée depuis 2006. Ce recul représente près de 1,2 million de travailleurs en moins dans la population active. C'est pourquoi, pour une hausse donnée de l'emploi, le taux de chômage baisse plus fortement.

L'évolution démographique, sous l'effet du départ en retraite de la génération des enfants du baby-boom constitue la principale explication de ce repli. Si ce phénomène se confirme, le taux de chômage va continuer de baisser au cours des prochains mois. De plus, les derniers indicateurs relatifs à la santé du marché du travail (nouvelles demandes d'allocation chômage, embauches dans les petites entreprises, sécurité de l'emploi...) suggèrent une poursuite de l'amélioration. Nous avons donc relevé nos prévisions de croissance des embauches de 100 000 à 150 000 pour 2011 (le chiffre observé étant de 152 000) à 150-200 000 pour 2012. Mis bout à bout, tous ces éléments signifient que le taux de chômage devrait reculer plus fortement que prévu initialement. Nous avons abaissé nos anticipations à 8% (contre 8,6% précédemment) pour 2012 et à 7,5% (contre 8% précédemment) pour 2013.

Si la récente amélioration des statistiques économiques s'explique en partie par un hiver beaucoup plus clément que d'habitude aux Etats-Unis, rien n'indique que la Fed se lance dans un nouveau programme d'achats d'actifs. Un soutien supplémentaire au marché immobilier résidentiel est envisageable, mais au vu des conditions actuelles, il devrait selon nous intervenir au détriment des achats d'obligations d'État, sans mener à une nouvelle augmentation du bilan de la Fed.

Hausse du prix du pétrole : pas encore une menace pour la croissance et l'inflation

Autre argument plaçant contre un QE3, la récente hausse du prix de l'or noir (+12% depuis le début de l'année), qui a pour effet de réduire les risques baissiers sur l'inflation. Certes, la récente augmentation des prix de l'énergie n'est pas encore suffisante pour mettre fin à la décélération des taux de l'inflation globale que l'on observe depuis la fin de l'été 2011. Pour autant, nous avons relevé nos anticipations inflationnistes pour 2012 de 2,1% à 2,3% dans la mesure où l'inflation globale ne devrait plus selon nous passer en-deçà de l'inflation sous-jacente. A ce niveau, la dynamique des prix pourrait commencer à venir contester la validité de la dernière évaluation de la Fed d'une inflation à 2%, ou à un taux légèrement inférieur, au cours des prochaines années.

Dans le même temps, nous ne considérons pas la hausse du prix du pétrole suffisamment importante pour menacer la croissance comme cela avait pu être le cas début 2011, et ce, pour deux raisons : cette hausse n'égale pas encore celle de 2011 (les prix des carburants s'étaient envolés de près de 30%) et les prix des matières premières sont restés relativement stables. Preuve s'il en est, l'indice CRB (Commodity Research Bureau) est demeuré globalement inchangé sur un an en janvier.

Main Forecasts ¹⁾	2010	2011	2012f	2013f
GDP	3.0	1.7	2.3	2.5
Consumer spending	2.0	2.2	2.0	2.3
Gov. consumption	0.7	-2.1	0.0	-0.5
Investment	2.6	6.7	5.9	8.4
- residential inv.	-4.3	-1.4	6.0	7.0
- structures	-15.8	4.4	1.0	4.0
- equipment/software	14.6	10.2	6.0	10.0
Inventories	1.6	-0.2	0.0	0.1
Net trade	-0.5	0.1	0.0	-0.2
Domestic demand	1.8	1.9	2.1	2.6
Consumer prices	1.6	3.1	2.3	2.3
Unemployment rate ²⁾	9.6	9.0	8.0	7.5
Budget balance ³⁾	-8.9	-8.8	-8.0	-6.0
Fed Funds Rate ⁴⁾	0.13	0.13	0.13	0.13

1) Unless noted otherwise, annual % changes, net trade and inventories: growth contribution GDP 2) yearly average as %, 3) in terms of GDP, federal deficit 4) as %; year-end

Zone euro

Dietmar Wiggermann-Watermann
Tél : +49 221 / 4203-5349

- **En février, les indices PMI sont ressortis moins bien orientés qu'en janvier. Pour autant, l'amélioration de la composante relative aux anticipations indique que l'activité devrait à nouveau croître au second semestre 2012.**
- **L'augmentation récente du prix du pétrole met en évidence les risques haussiers pesant sur l'inflation. Nous avons donc relevé nos anticipations à 2,3% pour 2012 et continuons de penser que ce chiffre pourrait bien devoir être à nouveau revu à la hausse.**
- **D'un montant de 530 milliards d'euros, la seconde opération LTRO à 3 ans de la BCE a une nouvelle fois sensiblement contribué à l'atténuation des craintes systémiques.**
- **Dans ce contexte et compte tenu de la situation macroéconomique, une autre baisse du taux directeur de la BCE est peu probable pour le moment.**

En février, l'embellie des indicateurs économiques observée durant les mois précédents a pris fin, comme en a témoigné le recul de l'indice PMI composite de 50,4 à 49,7. L'indice PMI manufacturier a modestement progressé, mais a continué d'indiquer une contraction en s'établissant à 49. A l'inverse, l'indice PMI pour le secteur des services s'est une fois encore replié et est repassé en-dessous du seuil des 50 points à 49,4. Toutefois, nous nous gardons de sur-interpréter ces données.

Premièrement, le mois de janvier a été particulièrement doux, tandis que février a été exceptionnellement froid. Par conséquent, l'ajustement saisonnier a probablement eu pour effet de surévaluer les données de janvier et de sous-évaluer celles de février. Deuxièmement, les composantes des indices demeurent encourageantes. Dans tous les indices PMI, les composantes relatives aux anticipations se sont à nouveau améliorées et, au niveau global, la composante relative à l'emploi s'est stabilisée. Troisièmement, d'autres indicateurs de sentiment tels que ceux de la Commission Européenne ont continué de progresser. Ainsi, l'indice du sentiment économique global a enregistré une embellie en février et des composantes avancées comme celles relatives aux anticipations des industriels, des ménages et des entreprises du secteur des services se sont encore améliorées. Au total, les statistiques macroéconomiques ont de nouveau agréablement surpris en février. Nous ne voyons donc aucune raison de modifier nos prévisions selon lesquelles l'activité économique devrait renouer avec la croissance au second semestre 2012.

Le prix du pétrole fait peser un risque inflationniste

En février, le prix de l'or noir a augmenté de 12%, à 120 dollars le baril de Brent (en moyenne), soit près de 10 dollars de plus que le mois précédent. De plus, en dépit de sa récente appréciation, l'euro a cédé du terrain face au billet vert par rapport à l'an passé. Toutefois, l'augmentation des prix à l'importation est actuellement tempérée par la baisse des prix des matières premières hors pétrole. L'indice accuse un repli de 11% par rapport à la même période un an auparavant.

Selon nous, le prix du pétrole devrait rester à son niveau actuel, voire légèrement augmenter. L'appréciation attendue de la monnaie unique face au billet vert devrait être insuffisante pour neutraliser l'impact de la hausse du prix du brut.

De plus, des pressions haussières subsistent sur l'inflation globale sous l'effet des augmentations de la TVA dans certains pays.

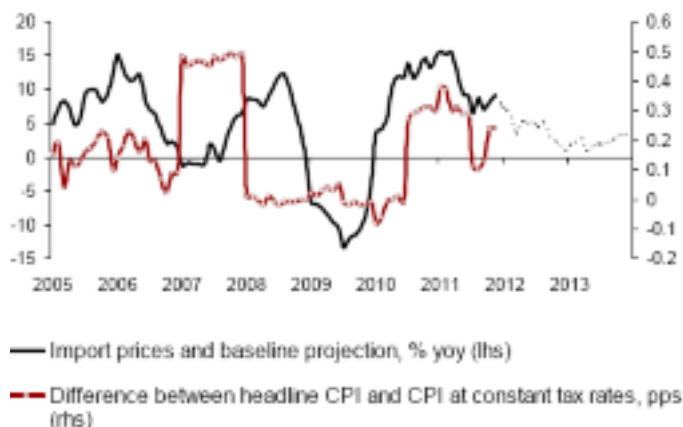
Euro Area: Busines Expectations



Retail Sales and Consumer's Expectations



Inflation Risks: Taxes @ Import Prices

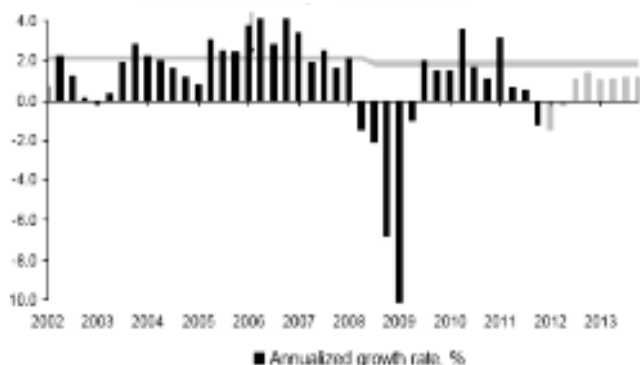


Zone euro

Dietmar Wiggermann-Watermann
Tél : +49 221 / 4203-5349

Euro Area GDP Forecast

Potential Growth: 2%-2,25%, 1,7%-2,0% after the crisis



Par conséquent, l'inflation de base devrait difficilement tomber en-deçà des 2% au cours de l'année. Son ralentissement devrait en outre être moins rapide que prévu. En 2012, nous tablons désormais sur un taux d'inflation moyen de 2,3%, contre 1,9% précédemment et un taux de 2% prévu par le consensus. Selon nous, les risques sont toujours haussiers.

La seconde opération LTRO de la BCE réduit un peu plus le risque systémique

Le 29 février, la BCE a alloué 530 milliards d'euros à 800 banques dans le cadre de sa deuxième opération de refinancement à 3 ans, un montant conforme aux prévisions. Cet événement a deux implications principales.

Premièrement, le risque systémique lié au secteur bancaire s'est encore réduit. De par leur ampleur, les liquidités fournies grâce aux deux opérations LTRO sont suffisantes pour couvrir entièrement les remboursements d'obligations des banques européennes en 2012 et une partie de ceux de 2013. En outre, l'accès des banques aux marchés de capitaux s'est déjà nettement amélioré au cours des derniers mois. Les inquiétudes à l'égard du financement du secteur bancaire devraient donc nettement s'atténuer. De plus, les injections massives de liquidités devraient contribuer à limiter le risque d'un « credit crunch », les banques étant désormais plus à même de prêter.

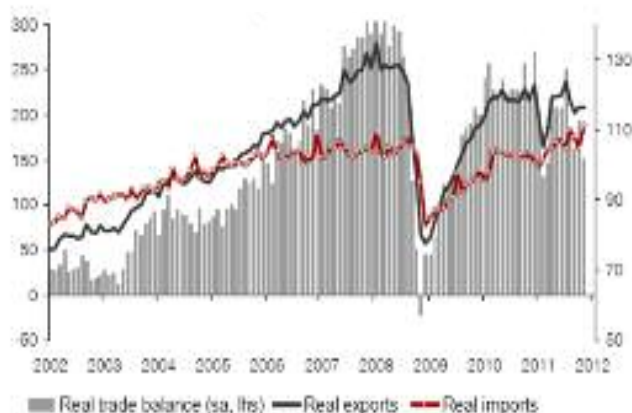
Deuxièmement, du point de vue de la politique monétaire, ces opérations de refinancement à 3 ans ont conduit à une augmentation sensible de la taille du bilan de la BCE. Depuis la fin 2010, le bilan de la Banque centrale a crû de 34,4%, un chiffre qui s'explique pour moitié environ (17,7 points pour être précis) par ces opérations récentes. Dans un contexte marqué par une liquidité abondante, de moindres craintes systémiques, de hausse du prix du pétrole et d'une probable amélioration de l'activité économique, la nécessité de nouvelles mesures monétaires non conventionnelles s'atténue. De plus, les perspectives inflationnistes se sont détériorées.

Au final, nous nous attendons désormais à ce que la BCE maintienne son taux directeur à 1% pour le moment et non à ce qu'elle l'abaisse à nouveau.

Main Forecasts ¹⁾	2010	2011	2012f	2013f
GDP	1.8	1.5	-0.3	1.1
Consumer spending	0.8	0.2	0.6	0.9
Gov. consumption	0.6	0.1	-0.3	0.2
Total fixed investment	-0.8	2.0	0.5	1.7
Inventories	0.2	0.1	-0.6	-0.1
Net trade	0.9	0.9	-0.1	0.2
Domestic demand	0.4	0.6	0.3	1.0
Consumer prices	1.6	2.7	2.3	1.8
Unemployment rate ²⁾	10.0	10.0	10.3	9.9
Budget balance ³⁾	-6.5	-4.4	-3.3	-3.1
ECB refl rate ⁴⁾	1.00	1.00	1.00	1.00

1) unless noted otherwise, annual % change, net trade and inventories: growth contribution to GDP, 2) yearly average as %, 3) ratio of budget balance to nominal gdp, 4) as %; year-end

Real Exports & Imports
sa, 2000=100



Main Forecasts ¹⁾	2010	2011e	2012f	2013f
GDP	4.5	-0.9	1.7	1.5
Consumer spending	2.6	-0.2	0.9	1.0
Government consumption	2.1	2.1	1.4	1.3
Investment	-0.1	-0.2	2.9	1.9
Inventories	0.4	-0.3	0.1	0.1
Net trade	2.0	-0.7	-0.1	0.2
Domestic demand	2.3	0.2	1.8	1.4
Consumer prices	-0.7	-0.3	-0.3	0.2
Unemployment rate ²⁾	5.0	4.6	4.4	4.2
Budget balance ³⁾	-9.3	-10.3	-11.1	-11.1
Overnight rate ⁴⁾	0.10	0.10	0.10	0.10

1) unless noted otherwise, annual % changes, net trade and inventories: growth contribution to GDP 2) yearly average as %, 3) in terms of GDP, general government 4) as % year-end

BoJ Purchase under the Asszet Program

		JGBs	Total
2010	Oct	-	0
	Nov	150.0	300.2
	Dec	450.8	1418.0
2011	Jan	450.8	1614.5
	Feb	601.0	2102.6
	Mar	900.7	2931.3
	Apr	900.7	3701.1
	May	1102.9	5004.6
	Jun	1205.0	6022.4
	Jul	1305.1	6551.1
	Aug	1606.7	7412.6
	Sep	1605.8	7545.6
	Oct	1906.9	7941.4
	Nov	2407.3	9091.5
	Dec	2909.2	9998.1
2012	Jan	3514.6	10175.4
Previous ceiling		9000.0	20010.0
New ceiling		19000.0	30010.0

- **La croissance du PIB japonais s'est fortement contractée au 4ème trimestre 2011. Elle devrait néanmoins se redresser début 2012, moins pénalisée par les exportations et soutenue par des budgets de reconstruction dont les effets devraient être plus visibles.**
- **La Banque du Japon (BoJ) a revu à la hausse son programme de rachat d'actifs et a décidé de se fixer un objectif d'inflation.**

Le PIB japonais s'est replié de 2,3% en rythme annuel au quatrième trimestre 2011, un chiffre inférieur aux prévisions des marchés en raison de l'impact plus négatif que prévu des stocks du secteur privé. Toutefois, ce sont les exportations nettes qui ont principalement été à l'origine de ce mauvais résultat avec une contribution négative de 2,6 points en rythme annuel, dans le sillage de l'effondrement des exportations et de la poursuite de la hausse des importations. Les exportations et la production industrielle avaient pâti durant l'automne de la faiblesse de la demande internationale, surtout en provenance d'Europe du fait de la crise de la dette souveraine. A cela se sont également ajoutées les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement à la suite des inondations en Thaïlande, pays fournisseur d'équipements automobiles et de produits électroniques liés aux télécommunications. Par conséquent, les exportations ont commencé à se redresser en décembre lorsque les problèmes d'approvisionnement se sont estompés et ont démontré (avec une modeste hausse mensuelle de 0,2%) une certaine résistance en janvier dans un contexte marqué par les célébrations du nouvel an en Asie. La production industrielle a quant à elle augmenté de 2% sur le mois, pour les mêmes raisons globalement, et ce, après avoir déjà progressé de 3,8% le mois précédent. Selon les prévisions du ministère japonais de l'Economie, du Commerce et de l'Industrie (METI), les groupes manufacturiers anticipent une hausse de 1,7% de la production industrielle en février et en mars. Même si ces derniers ont tendance à surestimer la production industrielle, ces chiffres laissent néanmoins entrevoir un fort rebond au 1er trimestre. L'embellie au niveau des exportations devrait, comparativement, être modeste. La production industrielle va également bénéficier de la demande automobile intérieure, laquelle a déjà bondi en janvier suite à la réintroduction de subventions liées à l'achat de véhicules moins gourmands en carburant. C'est d'ailleurs cette même raison qui explique l'envolée mensuelle de 4,1% des ventes au détail. En outre, les vastes programmes de reconstruction devraient de plus en plus faire sentir leurs effets, même si ces derniers ne seront pleinement visibles qu'à partir du second trimestre.

La BoJ surprend en assouplissant sa politique monétaire

A la mi-février, la BoJ a pris les marchés à contrepied en assouplissant sa politique monétaire. Elle a ainsi décidé de consacrer 10 000 milliards de yens supplémentaires à l'achat d'obligations d'État nipponnes avec des échéances allant jusqu'à deux ans. Pour la quatrième fois, elle revoit à la hausse son programme d'achats d'actifs, dont le montant total s'élève désormais à 35 000 milliards de yens, et à 65 000 milliards de yens en prenant en compte son programme de facilité de crédit. La BoJ espère aussi contribuer à « vaincre la déflation et arriver à une croissance régulière couplée à la stabilité des prix ». Et pour mieux démontrer sa détermination, la banque centrale s'est fixée un objectif plus clair : alors qu'elle se contentait de cibler une hausse des prix comprise entre 0 et 2% et une « compréhension » de la stabilité à long terme à 1%, elle se fixe désormais un objectif d'inflation à 1%. Il n'a pas été observé, comme dans le cas des précédentes décisions, de lien direct avec les taux de change.

Les initiatives de la BoJ ont surpris et ont de ce fait eu un impact positif sur les marchés. Quant au taux directeur, il a été maintenu proche de zéro, dans la fourchette de 0 à 0,1%. La politique monétaire devrait rester inchangée au moins jusqu'à l'automne 2012.

Chine

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

- **Les statistiques économiques du mois de janvier en provenance de Chine ne sont pas représentatives en raison du nouvel an chinois.**
- **La Banque Populaire de Chine (PBoC) a abaissé pour la seconde fois le ratio des réserves obligatoires des banques. Nous anticipons deux nouvelles baisses pour atténuer les effets de la baisse des prix de l'immobilier et de la faiblesse des exportations.**

Comme d'habitude, Pékin ne publie qu'un nombre limité de statistiques pour le mois de janvier afin d'éviter toute distorsion liée au nouvel an chinois. Cette période de congés étant tombée en janvier cette année et en février l'an passé, les comparaisons en année glissante sont donc fortement influencées et témoignent difficilement de la situation actuelle de l'économie. La croissance des exportations étant ressortie légèrement négative à -0,5% annuellement, nous prévoyons un fort rebond en février. Toutefois, le rythme général des exportations va probablement rester modéré dans la mesure où les dynamiques exportatrices se stabilisent. La hausse des prix à la consommation s'est à nouveau accélérée en passant de +4,1% en année glissante en décembre à +4,5% en janvier. La période précédant les célébrations du nouvel an est généralement marquée par d'importantes pressions saisonnières sur les prix, tout particulièrement sur ceux des produits alimentaires qui se sont d'ailleurs une nouvelle fois envolés de 10,5% annuellement. En revanche, la tendance à la baisse des prix des produits non alimentaires s'est poursuivie. De plus, la hausse des prix à la production s'est révélée inférieure aux prévisions en s'établissant à 0,7% d'une année sur l'autre, confortant ainsi les arguments en faveur d'une atténuation des tensions inflationnistes une fois terminées les festivités du nouvel an.

La PBoC abaisse finalement le ratio des réserves obligatoires

Dans le même temps, la Banque centrale chinoise a abaissé de 50 pb le ratio des réserves obligatoires pour la seconde fois depuis octobre 2011. Les marchés avaient déjà anticipé une telle mesure aux alentours du nouvel an chinois, mais la PBoC n'avait jusqu'ici recouru qu'à des opérations « d'open market ». Cette prise de position avait été le signe d'une certaine réticence et la récente hausse du prix du pétrole va probablement conduire la Banque centrale à se montrer encore plus prudente. Néanmoins, nous nous attendons à ce que la PBoC abaisse à nouveau le ratio des réserves obligatoires à deux ou trois reprises dans la mesure où l'objectif de croissance de la masse monétaire a été fixé à 14% en 2012 et où le montant des nouveaux prêts accordés devrait s'élever à 8 000 milliards de yuans. Des inquiétudes à l'égard des perspectives de croissance subsistent en raison de la faiblesse des exportations et de la baisse des prix de l'immobilier. Ces derniers ont progressé de 0,5% en année glissante en janvier, impliquant des taux de croissance mensuels négatifs. De plus, les chiffres officiels sous-estiment probablement la véritable baisse. Selon nous, l'immobilier constitue le principal risque pesant sur la demande intérieure en 2012 et pourrait amputer la croissance du PIB de 1 à 1,5 point. Cela étant, nous maintenons nos prévisions de croissance de 8,3% en 2012, ce qui de notre point de vue correspond à un « atterrissage en douceur ».

China: Purchasing Managers Index and Industrial Production Growth



PMI Manufacturing: Price Development



People's Bank of China
in %



Actions

Dietmar Wiggemann-Watermann
Tél : +49 221 / 4203-5349

- **Les marchés ayant continué d'être orientés à la hausse, le profil rendement-risque est désormais moins favorable et la sélection de titres revêt plus d'importance.**
- **Cela étant, les politiques monétaires accommodantes et la dynamique toujours porteuse de l'économie américaine pourraient contribuer à l'appréciation des marchés actions en dépit de leurs niveaux actuels. Les valorisations apparaissent encore bon marché en Europe et au Japon.**

Les marchés actions ont poursuivi leur progression au cours du mois de février. L'Europe a signé une performance similaire à celles des États-Unis et de l'indice MSCI World. L'indice Topix a surperformé avec une progression de 14%, aidé par la baisse de 5,5% du yen face au billet vert.

Notre scénario

L'économie américaine continue de soutenir l'indice S&P, lequel pourrait ainsi finir par se hisser aux alentours des 1 400 points. La bonne orientation de la consommation, le rapatriement par les sociétés américaines de leurs sites de production dans le pays et les nouveaux projets d'infrastructures (voies ferrées, forages) contribuent également à l'augmentation des prévisions en matière de biens d'équipement et, par là-même, des bénéfices des sociétés cycliques.

En Europe, les conditions de liquidité au lendemain de l'opération LTRO de la BCE sont clairement favorables. Les risques à court terme sont liés aux élections en Grèce (ou aux frictions politiques) et à la détérioration de la confiance à l'égard des finances de la France qui exerce des pressions sur les établissements financiers. Cette période de stabilisation pourrait finir par des mouvements de correction qu'il serait opportun d'exploiter afin de renforcer son exposition aux actions.

Sur la base de nos modèles de valorisation, à la mi-décembre 2011 les actions européennes présentaient un potentiel d'appréciation de 6% dans l'hypothèse d'une récession. Depuis lors, les marchés ont progressé de 12%, et le rendement obligataire moyen en zone euro accuse une baisse de près de 50 pb.

Dans la mesure où le recul du rendement est susceptible d'être la conséquence des apports de liquidités de la BCE et de la confiance dans l'ajustement des déficits par les gouvernements de la région, nous pourrions finalement conclure que les rendements sont orientés à la baisse pour de bonnes raisons.

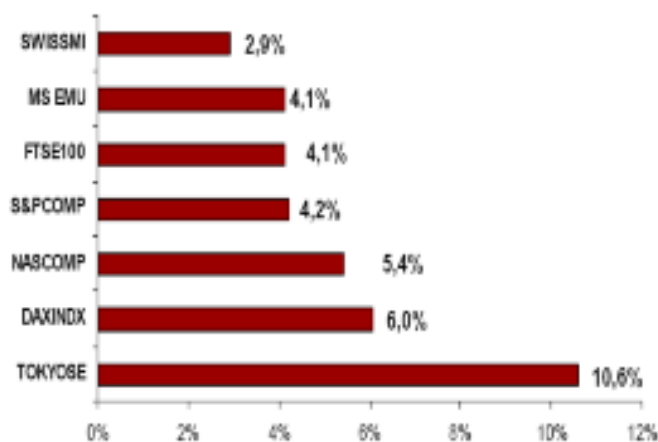
Un potentiel d'appréciation supplémentaire pourrait, in fine, provenir d'une nouvelle baisse des rendements obligataires dans la zone euro et/ou des premières anticipations par les investisseurs d'une hausse des bénéfices en 2013.

Dernières nouvelles

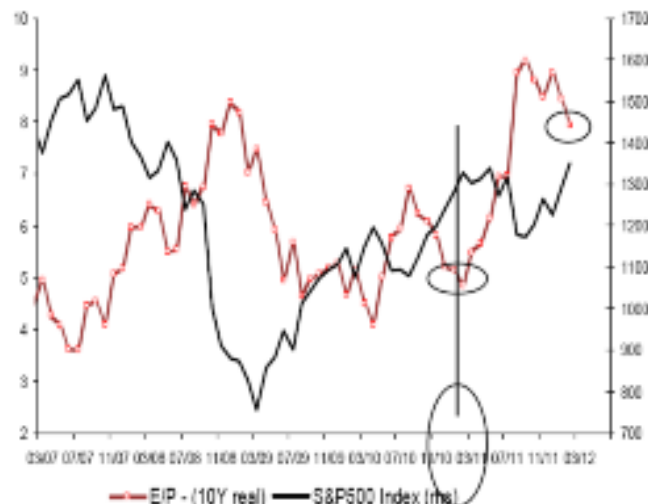
Depuis le début du mois, seule une modeste correction de 3,5% est intervenue. Les nouvelles se sont en effet révélées encourageantes.

Tout d'abord, la baisse par les autorités chinoises de 50 pb du ratio des réserves obligatoires des banques augmente de ce fait leur capacité de prêt de 350 à 400 milliards de yuans (42 à 48 milliards d'euros), dans un contexte de ralentissement économique. Cette diminution du montant des réserves devrait améliorer la confiance des investisseurs chinois en actions qui attendaient impatientement des signes clairs d'assouplissement monétaires.

Stocks Performances
change in % since 01/31/2012



S&P500: Nominal Risk Premium



Actions

Dietmar Wiggermann-Watermann
Tél : +49 221 / 4203-5349

Deuxièmement, la prime de risque des actions, qui s'établit actuellement à près de 300 pb de plus qu'au début de l'année 2011, n'est pour le moment pas menacée par les niveaux actuels du prix du pétrole ou de l'inflation. Bien évidemment, cette situation est liée à l'extrême faiblesse actuelle des taux d'intérêt réel à -40 pb, contre +200 pb en 2011.

A cela s'ajoute la prolongation du programme d'allègement des charges sociales payées par les employés aux États-Unis et l'accord sur l'aide financière à la Grèce. Les fusions et acquisitions semblent également être un facteur porteur, dans la mesure où les entreprises continuent de posséder des trésoreries importantes et où les perspectives de croissance demeurent incertaines.

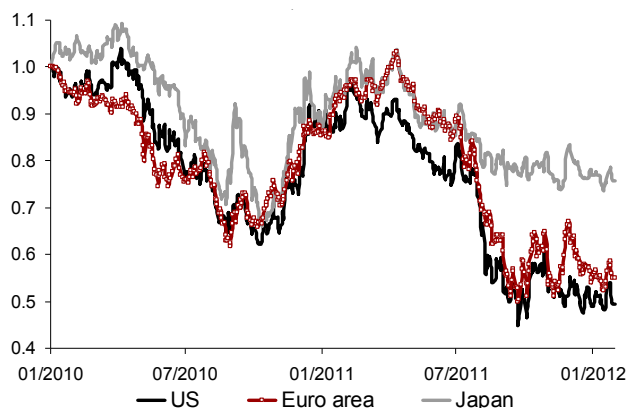
Le marché se rapproche de sa juste valorisation outre-Atlantique (c'est moins le cas en Europe), mais la faiblesse des taux et le regain de confiance pourraient conduire les investisseurs à se tourner vers les perspectives bénéficiaires de 2013 et, ce faisant, d'estimer nécessaire une juste valeur plus élevée. Les établissements financiers des pays d'Europe du Sud (contraction des spreads) et les valeurs cycliques allemandes semblent être des thèmes intéressants à jouer.

Marché cyclique, le Japon est également regardé. Non couvert contre le risque de change en yens, le marché surperforme déjà l'indice MSCI Europe sur un an et pourrait à terme continuer de le devancer, compte tenu de l'attrait de son profil de valorisation. La situation d'un investisseur décidant de se couvrir contre le risque de change en yens est différente, dans la mesure où il lui reviendrait de parier sur un inversement du spread de rendement à 2 ans entre les États-Unis et le Japon. Il s'agit là d'un pari moins évident eu égard à la politique monétaire de la Fed.

Obligations

Dr. Florian Späte, CIIA
Tél : +49 221 / 4203-5367

10-Year Bond Yields Since 2010
Index, 01/01/10=1,0



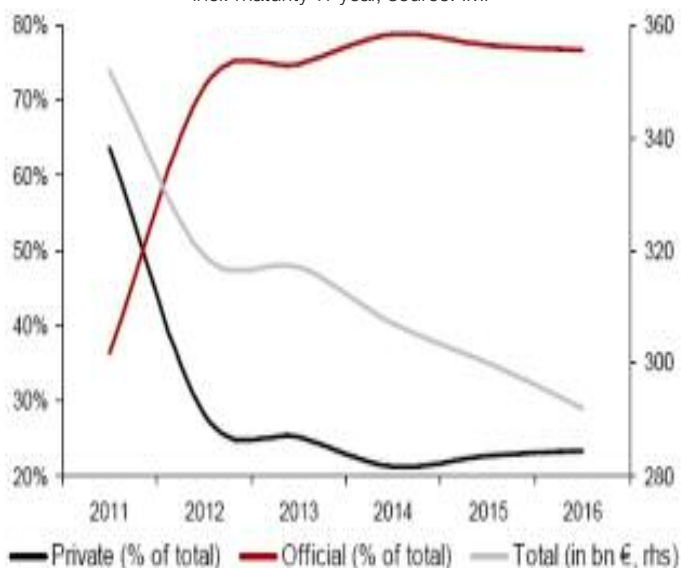
10-Year Sovereign Bund Spreads

	Current	1M	12M
Greece	3283	3349	3300
Ireland	508	493	450
Italy	352	345	300
Portugal	1144	1144	1100
Spain	320	311	250

Current values = average of last three trading days

Greek Debt Holders

incl. maturity < 1 year, source: IMF



- En février, les rendements obligataires des pays « core » ont continué d'évoluer au sein d'une fourchette de fluctuation étroite. Le mouvement haussier observé durant la première moitié du mois s'est révélé n'être que temporaire. Selon nous, la résistance des rendements des emprunts d'État « core » s'explique principalement par les injections massives de liquidités des banques centrales.
- A l'avenir, nous nous attendons à ce que les rendements obligataires «core» demeurent peu élevés, tout en se hissant à la limite haute de leur fourchette de fluctuation. La dette souveraine des pays périphériques devrait continuer de bénéficier des vastes mesures de soutien à la liquidité de la BCE.

En dépit du grand nombre d'informations susceptibles d'influer sur les taux en février, les rendements obligataires des pays « core » ont continué de fluctuer au sein d'une fourchette extrêmement étroite. Les rendements des obligations d'État de référence à 10 ans dans la zone euro et aux États-Unis ont augmenté durant les quinze premiers jours du mois, avant de faire marche arrière et de finalement légèrement reculer (particulièrement dans la zone euro). Sur la partie courte de la courbe des taux, les fluctuations ont également été limitées. Pour autant, une légère tendance haussière a prédominé et les rendements des obligations d'État de référence à 2 ans ont quelque peu progressé par rapport à leurs points bas de janvier.

La Grèce : facteur prédominant

Après bien des hésitations, l'Eurogroupe s'est finalement accordé sur un second plan d'aide à la Grèce, d'une valeur de 130 milliards d'euros. La décote nominale a été légèrement revue à la hausse par rapport à celle décidée en octobre 2011, de 50% à 53,5%. Dans le même temps, la Grèce a légalement ouvert la voie à l'application de clauses d'action collective et a menacé de les utiliser si besoin était. En conséquence de quoi, le taux de participation du secteur privé sera probablement proche de 100%. Tirillés entre la volonté, d'un côté, de garantir un taux de participation élevé et, de l'autre, d'éviter de possibles turbulences sur les marchés suite au déclenchement des CDS, les responsables politiques se sont finalement prononcés en faveur de la première option. L'Eurosystème ne participera pas directement à l'ISP (Implication du Secteur Privé), mais les bénéfices qui en découleront seront alloués à la Grèce au cours des années à venir.

Une conséquence de cette décision est que les obligations détenues par la BCE sont devenues prioritaires par rapport à celles détenues par les autres investisseurs. Dans la mesure où la BCE détient entre 10% et 15% de l'encours de la dette des pays périphériques, cela pourrait avoir un effet préjudiciable sur la confiance et sur la disposition des investisseurs à revenir sur les marchés obligataires périphériques.

En résumé, un défaut désordonné de la Grèce sur sa dette est désormais devenu peu probable dans la mesure où les obstacles disparaissent les uns après les autres. Mais, même après la restructuration de la dette, la situation du pays ne peut être considérée comme viable. C'est pourquoi il y a de grandes chances pour qu'une nouvelle restructuration soit nécessaire à un moment ou à un autre. Toutefois, compte tenu du fait que le montant de la dette qui est détenue par le secteur privé sera ramené à 70 milliards d'euros (près de 20% de l'encours de la dette), l'impact sur le marché d'une future restructuration ne doit pas être sur-estimé.

Obligations

Dr. Florian Späte, CIIA
Tél : +49 221 / 4203-5367

Le Portugal revient sur le devant de la scène

La restructuration forcée de la dette grecque et le fait que les obligations détenues par la BCE soient devenues prioritaires sur celles du marché ont conduit les investisseurs à se tourner vers le Portugal. Selon les termes du plan de sauvetage actuel, le Portugal doit faire son retour sur les marchés de capitaux en 2013. Ce retour est toutefois très peu probable, compte tenu du niveau élevé des rendements actuels (exception faite des obligations à très court terme, toutes les obligations s'accompagnent de rendements à deux chiffres) et du fait que les principales agences de notation aient relégué la dette portugaise en catégorie spéculative. C'est pourquoi le Portugal n'aura d'autre choix que de demander une prolongation du plan d'aide actuel. La question qui inquiète les investisseurs est la suivante : l'ISP pour la Grèce va-t-elle constituer un précédent et ces derniers vont-ils une nouvelle fois être contraints de renoncer à une partie de leurs créances ?

Pas d'ISP pour le Portugal

Plusieurs raisons nous conduisent à considérer une ISP peu probable. Les responsables politiques européens souffrent d'un manque de crédibilité et d'idées convaincantes pour résoudre la crise. Ils ont fréquemment affirmé que l'ISP pour la Grèce était une exception et qu'elle ne devait pas être considérée comme un cadre de référence pour tout déficit de financement dans le futur. S'ils devaient revenir sur leur promesse, leur crédibilité n'en serait que plus entachée. De plus, l'encours de la dette souveraine est bien moins élevé dans le cas du Portugal que dans celui de la Grèce (109 contre 250 milliards d'euros). Les besoins de financement sont donc actuellement plus limités. En outre, si les responsables politiques européens souhaitent démontrer leur volonté d'éviter un éclatement de la Zone Euro, le Portugal est le moyen le plus facile (et le moins coûteux) de convaincre. Enfin, la situation fondamentale du Portugal est bien meilleure que celle de la Grèce. Par exemple, le ratio dette/PIB est d'un peu plus de 100% et devrait culminer à près de 120% en 2013. Il s'agit là d'un niveau inférieur à celui prévu pour la Grèce en 2020 et bien en-deçà du ratio actuel de l'Italie. Dans ces conditions, une ISP de cette ampleur pourrait susciter la crainte de voir les pays périphériques de plus grande taille (tels que l'Italie) être à nouveau entraînés dans la crise.

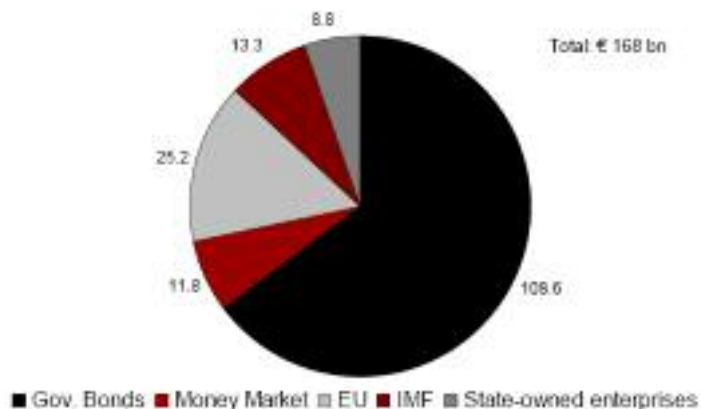
L'endettement du Portugal est un problème sérieux et l'économie est bel et bien caractérisée par de nombreux points faibles structurels. Cette situation pourrait être à l'origine d'une volatilité importante des spreads obligataires portugais et un élargissement ne peut être exclu. Pour autant, une contribution forcée du secteur privé comme dans le cas de la Grèce n'est pas d'actualité.

Légère progression attendue des taux « core »

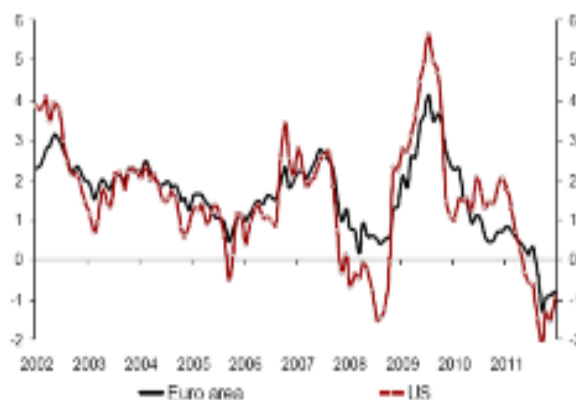
Selon nous, les rendements obligataires « core » ne devraient pas sortir de leur fourchette de fluctuation actuelle dans les semaines à venir. En dépit du sentiment actuellement favorable, les mouvements de fuite épisodiques vers les actifs refuges devraient soutenir les obligations des pays « core ». De plus, il est peu probable que l'on assiste à une accélération du rythme des surprises positives sur le front des statistiques macroéconomiques et, surtout, les obligations vont continuer de bénéficier des vastes mesures de soutien à la liquidité des banques centrales. Toutefois, l'appétit pour le risque prévalant actuellement devrait perdurer. C'est pourquoi les marchés obligataires des pays périphériques devraient bien se comporter, ce qui devrait globalement se traduire par des pressions sur les obligations des pays « core ».

La dernière opération LTRO devrait contribuer à éviter un assèchement du crédit et la récession en zone euro est semble-t-il appelée à être modérée. Enfin, le niveau élevé du prix du pétrole fait obstacle à un fort ralentissement de l'inflation, ce qui a un effet négatif sur les rendements réels. Globalement, nous entrevoyons un potentiel d'appréciation pour les rendements obligataires « core » à long terme des deux côtés de l'Atlantique.

Portuguese Debt
in bn €



International Real Long-term Yields
deflated by headline cpl, in %



Devises

Dr. Thomas Hempell, CFA
Tél : +49 221 / 4203-5341

- **L'euro a maintenu son cap haussier débuté mi-janvier, à la faveur de l'atténuation des inquiétudes en Zone Euro et des statistiques économiques encourageantes.**
- **La monnaie unique devrait selon nous continuer d'être soutenue par l'impact positif des vastes opérations LTRO à 3 ans. Parallèlement, les accès de faiblesse du dollar américain ont toutes les chances de faire l'objet d'un regain d'attention de la part des investisseurs.**

En février, l'euro a confirmé son rebond entamé à la mi-janvier grâce, pour l'essentiel, à l'atténuation des craintes systémiques à l'égard de la Zone Euro, suite au succès rencontré par les adjudications de dettes souveraines dans les pays périphériques et par les vastes opérations LTRO de la BCE. Compte tenu par ailleurs des surprises positives réservées par l'activité économique en Zone Euro et au niveau mondial, ainsi que la forte augmentation du prix du pétrole, nous avons également ajusté notre prévision relative au taux directeur de la BCE. Désormais, nous ne nous attendons plus à une baisse de ce taux au cours des prochains mois, ce dont ne devrait pas manquer de bénéficier l'euro.

Dans l'ensemble, nous anticipons une appréciation de l'euro durant les prochaines semaines à la faveur d'un appétit pour le risque aiguë par l'abondance des liquidités fournies par la Banque centrale et de l'atténuation des inquiétudes d'ordre systémique. Dans le même temps, les faiblesses structurelles du dollar américain sont susceptibles de faire l'objet d'un regain d'attention de la part des investisseurs. Les États-Unis se doivent encore de répondre à la nécessité d'une consolidation de leurs finances publiques après l'élection présidentielle du mois de novembre. De plus, le solde extérieur des États-Unis demeure fortement négatif compte tenu d'une balance des opérations courantes négative et des flux nets d'IDE (Investissements Directs à l'Étranger) tout aussi négatifs.

Il est peu probable que la Fed mette fin à sa politique monétaire accommodante, maintenant ainsi les rendements américains au plus bas.

Un billet vert pénalisé par la diversification des réserves de change

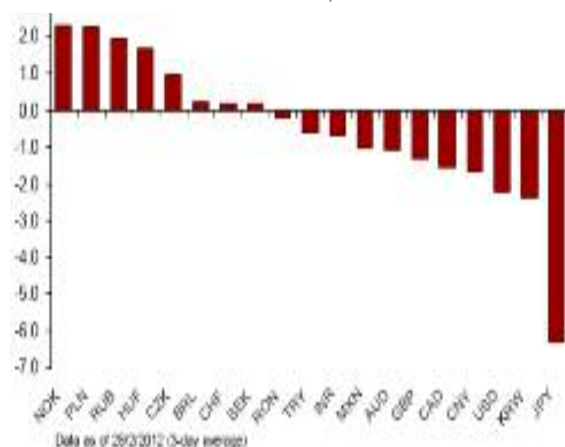
Enfin, des signes de plus en plus nombreux semblent indiquer une nouvelle augmentation des réserves de change dans les pays émergents. En dépit des inquiétudes à l'égard de la zone euro, les marchés émergents – au premier rang desquels figure la Chine – aspirent toujours à diversifier leurs réserves au détriment du dollar américain. Dans la mesure où les banques centrales hésitent à vendre leurs actifs en dollars, cette diversification s'accélère généralement lors des périodes au cours desquelles l'accumulation des réserves de change s'intensifie. Cette reprise de l'augmentation des réserves devrait ainsi peser sur le billet vert.

Accès de faiblesse surprise du yen en février

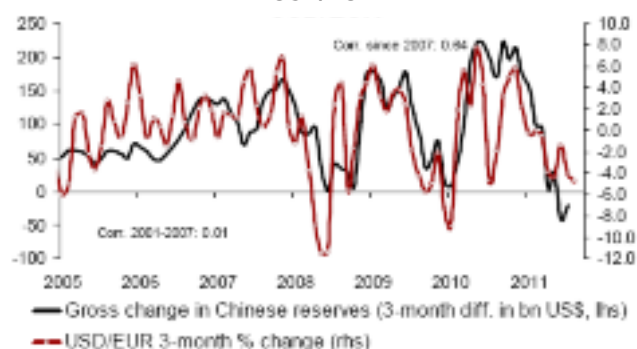
Contre toute attente, la devise nipponne s'est fortement dépréciée au cours du mois de février. Elle a ainsi concédé 5% face au dollar et 8% face à l'euro. L'annonce surprise, le 14 février, par la Banque du Japon (BoJ) de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif et d'un objectif d'inflation plus contraignant de 1% a accéléré le recul du yen.

Ce mouvement récent ne marque pas selon nous le début d'une baisse prolongée de la devise nipponne. Les marchés ont déjà largement intégré le changement d'attitude de la BoJ.

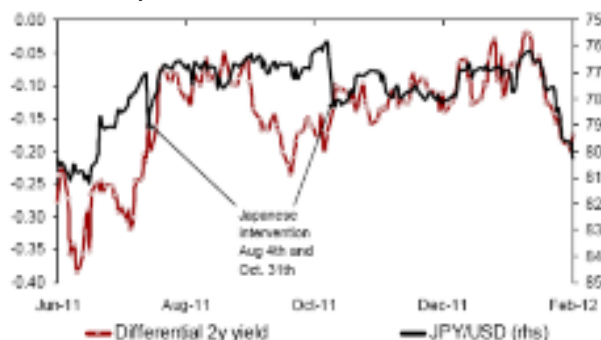
FX Performance Over Past Month
vs. euro, in %



Chinese Reserve Accumulation and
USD/EUR



JPY/USD and 2-year yields
yield differential: US Treasuries vs. JGBs



Devises

Dr. Thomas Hempell, CFA
Tél : +49 221 / 4203-5341

De plus, la perspective d'un nouvel élargissement du différentiel de taux États-Unis/Japon apparaît désormais limitée. Par ailleurs, à en juger par le passé, tout assouplissement quantitatif prolongé au Japon a un impact minime sur le yen. A court terme, nous anticipons un léger rebond du yen, plutôt qu'une poursuite de la tendance baissière observée ces dernières semaines.

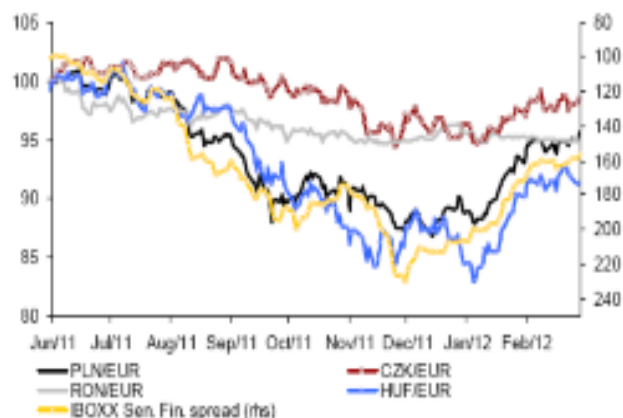
Les devises d'Europe centrale et orientale bénéficient des interventions de la BCE

Parmi les devises des pays émergents, celles d'Europe centrale et orientale ont fortement surperformé en février, soutenues par les injections massives de liquidités de la BCE. Le grand succès rencontré par les deux opérations LTRO de décembre et de février est favorable pour deux raisons. Premièrement, le système bancaire d'Europe centrale et orientale est en grande partie détenu par des banques occidentales. Le soutien à la liquidité offert par la BCE au système bancaire réduit nettement le risque d'un processus de désendettement incontrôlé des filiales d'Europe centrale et orientale. Il s'agit là d'un élément de bon augure pour la croissance du crédit et les perspectives macroéconomiques dans la région. Il n'est pas surprenant que les devises d'Europe centrale et orientale restent étroitement corrélées à la prime de risque associée aux valeurs financières européennes. Deuxièmement, dans la mesure où la plupart des pays d'Europe centrale et orientale enregistrent des déficits de leurs balances des opérations courantes, la reprise des afflux de capitaux à la faveur du renforcement de l'appétit pour le risque réduit la menace d'un arrêt soudain de ces flux de liquidités et d'une nouvelle crise des balances des paiements dans la région.

Certes, le potentiel d'appréciation des devises d'Europe centrale et orientale est désormais plus limité après leur hausse de ces dernières semaines, mais nous pensons que les injections de liquidités dans la zone euro représentent un facteur de soutien important. Les conditions semblent réunies pour initier des positions longues au sein de la région.

CEE Forex and Financial Sector Risk

Index 01/11/2011=100



Évolution des taux, devises et matières premières

	Valeur actuelle	1 mois	3 mois	12 mois	Fin 2011
Dernière mise à jour : 29/02/2012					
Taux monétaires					
Libor dollar 3 mois	0,48	0,54	0,53	0,31	0,58
Eonia euro	0,37	0,38	0,81	0,69	0,63
Libor euro 1 mois	0,49	0,65	1,14	0,82	0,96
Libor euro 3 mois	0,90	1,06	1,41	1,05	1,29
Libor yen 3 mois	0,20	0,20	0,20	0,19	0,20
Libor livre sterling 3 mois	1,06	1,08	1,04	0,80	1,08
Libor franc suisse 3 mois	0,09	0,07	0,05	0,17	0,05
Obligations					
Bons du Trésor américain d'échéance 2 ans	0,31	0,22	0,26	0,66	0,23
Bons du Trésor américain d'échéance 5 ans	0,86	0,69	0,93	2,11	0,81
Obligations du Trésor américain d'échéance 10 ans	1,98	1,80	2,07	3,42	1,88
Bunds d'échéance 2 ans	0,18	0,16	0,30	1,42	0,11
Bunds d'échéance 5 ans	0,72	0,69	1,18	2,26	0,77
Bunds d'échéance 10 ans	1,81	1,79	2,24	3,16	1,83
JGB d'échéance 2 ans	0,11	0,13	0,14	0,23	0,12
JGB d'échéance 5 ans	0,30	0,34	0,38	0,54	0,35
JGB d'échéance 10 ans	0,96	0,97	1,07	1,26	0,99
Gilts d'échéance 2 ans	0,41	0,35	0,51	1,40	0,34
Gilts d'échéance 5 ans	1,00	0,97	1,02	2,64	0,76
Gilts d'échéance 10 ans	2,06	1,97	2,30	3,69	1,98
Obligations d'Etat suisses d'échéance 2 ans	0,09	0,03	0,08	0,59	0,11
Obligations d'Etat suisses d'échéance 5 ans	0,18	0,19	0,20	1,28	0,13
Obligations d'Etat suisses d'échéance 10 ans	0,61	0,61	0,95	1,77	0,67
Spreads des swaps d'échéance 10 ans					
États-Unis	9	12	14	12	17
Zone Euro	44	45	44	24	56
Spreads des obligations d'entreprises en euros					
Indice JPM Credit Industrials	177	213	242	137	236
Spreads des obligations de pays émergents					
Indice EMBI Latin America	390	449	463	371	468
Indice EMBI Asia	224	269	262	187	271
Indice Euro EMBI Europe	349	417	440	181	450
Taux de change					
USD/EUR	1,33	1,31	1,34	1,38	1,29
JPY/USD	81	76	78	82	77
GBP/EUR	0,84	0,83	0,86	0,85	0,84
CHF/EUR	1,21	1,20	1,23	1,28	1,21
Matières premières					
Once d'or (en dollars)	1 735	1 731	1 746	1 415	1 575
Baril de Brent (en dollars)	123	110	111	113	107

* Ytd = Year to date (depuis le début de l'année)

Source : Thomson Financial Datastream, Bloomberg, own calculations

Évolution des indices boursiers

Actions	Valeur actuelle	1 mois	3 mois	12 mois	YTD*
Dernière mise à jour : 29/02/2012					
Monde					
MSCI World	904	4,5%	9,4%	-3,8%	8,9%
États-Unis					
S&P500	1 366	4,1%	9,5%	2,9%	8,6%
Dow Jones	12952	2,5%	7,5%	5,9%	6,0%
Nasdaq	2 967	5,4%	13,2%	6,6%	13,9%
Europe					
DJ Euro Stoxx TMI Large	218	4,0%	8,4%	-14,9%	8,9%
DJ Euro Stoxx 50	2 512	3,9%	7,8%	-16,6%	8,4%
MSCI EMU	81	4,2%	9,2%	-15,0%	9,6%
DJ Stoxx 600	264	3,9%	10,1%	-7,7%	8,1%
DJ Stoxx 50	2 477	2,2%	7,7%	-8,7%	4,5%
MSCI Europe	1 103	4,0%	8,4%	-9,1%	7,5%
CAC40	3 452	4,7%	9,4%	-16,0%	9,3%
DAX30	6 856	6,1%	12,6%	-5,7%	16,2%
MIB30	16351	3,3%	7,1%	-27,2%	8,4%
FTSE100	5 872	3,3%	6,6%	-2,0%	5,4%
SMI	6 110	2,3%	8,1%	-7,6%	2,9%
Japon					
Topix	836	10,7%	14,8%	-12,1%	14,7%
Asie hors Japon					
MSCI AC Asia ex Jp	612	5,4%	15,2%	-0,2%	14,3%

* Ytd = Year to date (depuis le début de l'année)

Source : Thomson Financial Datastream, Bloomberg, own calculations

Évolution des indices sectoriels

Secteurs de l'indice MSCI Europe	Valeur actuelle	1 mois	3 mois	12 mois	YTD*
Dernière mise à jour : 29/02/2012					
Matériaux de base	231	3,6%	12,1%	-11,2%	13,9%
Énergie	175	4,1%	7,0%	-2,2%	4,1%
Pétrole & Gaz	173	3,4%	5,8%	-1,1%	2,5%
Industrie	142	5,1%	12,2%	-10,8%	11,3%
Biens de consommation cycliques	97	5,5%	13,5%	-0,1%	15,8%
Automobile	108	6,4%	23,5%	-2,8%	29,9%
Médias	63	3,5%	6,8%	-9,3%	5,9%
Distribution	122	6,8%	10,6%	16,8%	9,8%
Biens de consommation de base	162	4,9%	4,9%	7,9%	1,9%
Distribution alimentaire & de médicaments	70	1,8%	-9,9%	-19,9%	-8,5%
Produits alimentaires	146	3,5%	4,3%	8,3%	0,3%
Produits ménagers	342	3,2%	9,3%	10,3%	9,5%
Santé	101	0,4%	5,2%	6,3%	-0,9%
Produits pharmaceutiques	96	0,3%	5,0%	7,1%	-1,5%
Télécommunications	62	0,7%	-3,1%	-14,3%	-2,6%
Services aux collectivités	96	2,6%	-1,2%	-20,6%	1,9%
Finance	49	5,6%	15,3%	-24,8%	15,3%
Banque	51,0	7,2%	17,8%	-29,4%	16,9%
Services financiers	41	1,6%	13,4%	-17,5%	17,9%
Assurance	41,6	5,2%	14,1%	-13,2%	14,6%
Technologies de l'information	48	6,9%	7,7%	-8,1%	12,1%
Services informatiques	13,0	11,7%	14,0%	-13,6%	22,5%
Logiciels	125,4	8,5%	12,6%	21,9%	20,2%
Équipements de télécommunication	28,0	7,1%	-4,1%	-30,0%	2,1%
Ordinateurs & périphériques	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Équipements pour semi-conducteurs	115,8	3,1%	13,0%	-8,3%	9,4%

* Ytd = Year to date (depuis le début de l'année)

Source : Thomson Financial Datastream, Bloomberg, own calculations

Notre sélection d'OPCVM (Performances au 29 février 2012)

FONDS INDICE DE RÉFÉRENCE	Code ISIN	PERFORMANCES CUMULÉES GLISSANTES AU 29 FÉVRIER 2012				PERFORMANCES ANNUELLES	
		YTD	1 an	3 ans	5 ans	2011	2010
OPCVM Obligataires							
GIS Euro Inflation Linked Bonds <i>Barclays Capital Glb Inflation-Linked:Eurozone Bd</i>	LU0346990467(D)	5,93% 5,90%	2,34% 4,16%	13,91% 15,44%	- -	-2,49% -0,69%	-1,46% -0,87%
GIS European High Yield Bonds <i>Merrill Lynch Euro High Yield****</i>	LU0169274734(D)	5,84% 9,22%	1,46% 4,29%	61,35% 78,19%	15,12% 26,89%	-1,03% -1,08%	12,53% 13,00%
Generali Euro Convertibles <i>Exane Convertible Index Euro</i>	FR0010034892(A)	4,96% 8,88%	-6,13% -4,60%	16,23% 22,64%	10,14% -1,74%	-9,07% -9,58%	1,36% 2,27%
OPCVM Actions Europe							
Generali Euro Actions <i>Euro Stoxx Price Euro</i>	FR0010086652(C)	9,41% 9,88%	-8,11% -14,99%	52,68% 34,64%	-22,75% -37,55%	-12,10% -17,73%	7,12% -0,11%
Generali Audace Europe* <i>MSCI Europe</i>	FR0007475959(C)	4,95% 3,69%	-10,39% -9,12%	40,45% 31,65%	-26,44% -32,20%	-14,42% -10,94%	18,36% 8,04%
GIS S.A.R.A. S.R.I.***** <i>STOXX Europe Sustainability</i>	LU0346989022(D)	10,19% 7,58%	-7,38% -8,69%	43,52% 45,83%	- -	-13,71% -12,86%	9,34% 8,86%
OPCVM Petites et Moyennes Capitalisations							
Generali France Small Caps <i>CAC Mid & Small</i>	FR0007064324(C)	16,86% 14,46%	-7,13% -14,16%	82,65% 61,09%	0,37% -20,36%	-18,23% -21,44%	23,25% 17,95%
GIS Small & Mid Cap Euro Equities <i>Euro Stoxx Small Index</i>	LU0300507034(D)	17,05% 14,01%	-7,58% -12,78%	73,84% 62,73%	- -	-21,82% -22,07%	24,54% 12,60%
Generali Europe Mid Caps* <i>Stoxx TM Mid Price Eur dividendes non réinvestis</i>	FR0007064357(C)	13,07% 11,25%	-4,13% -9,94%	68,31% 70,38%	-8,42% -27,45%	-16,43% -16,35%	28,08% 18,04%
OPCVM Actions Internationales							
Generali Pacifique* <i>MSCI AC ASIA-PACIFIC</i>	FR0007064431(P)	10,15% 12,13%	0,00% 1,18%	75,74% 101,13%	7,00% 12,89%	-14,97% -15,24%	26,34% 22,95%
Generali Croissance Monde* <i>MSCI World</i>	FR0007064399(C)	8,25% 6,57%	-7,75% -0,79%	50,46% 64,22%	-23,91% -13,95%	-17,21% -4,53%	20,82% 17,16%
OPCVM Diversifiés							
Generali Ambition <i>50 % JPEMU 7/10 ans - 50 % Euro Stoxx Price Euro</i>	FR0007020201(C)	10,64% 7,19%	-8,52% -3,77%	45,26% 25,29%	9,76% -8,37%	-13,88% -7,44%	12,22% 0,29%
Generali Prudence* <i>JPM Global Government Bond - EONIA - MSCI **</i>	FR0007494760(P)	2,82% -0,31%	-0,97% 5,37%	13,91% 18,97%	6,94% 22,83%	-4,01% 4,75%	6,80% 9,43%
Generali Equilibre* <i>JPM Global Government Bond - EONIA - MCSI ***</i>	FR0007494778(P)	5,08% 2,93%	-4,70% 1,76%	23,88% 35,20%	-10,27% 3,35%	-9,31% -0,55%	10,05% 11,26%

Source interne.

* fonds de fonds.

** 50% JPM Global Government Bond, 35% EONIA, 7,50% MSCI Europe, 5,50% MSCI North America, 2% MSCI AC Asia-Pacific.

***25% JPM Global Government Bond, 25% EONIA, 25% MSCI Europe, 17,50% MSCI North America, 7,50% MSCI Asia-Pacific.

****Merrill Lynch Euro Currency Fixed-Floating High Yield 3% Constrained, BB (50%) -B (50%), ex-financial (subordinated)

*****Fonds investi en actions de sociétés qui satisfont aux critères ESG

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.

L'ÉQUIPE DÉVELOPPEMENT COMMERCIAL DISTRIBUTION



Marc Fabayre
mfabayre@generali.fr
01 58 38 18 67
06 03 47 96 62



Xavier Bels
xbels@generali.fr
01 58 38 18 06
06 08 45 17 17



Sébastien Cosson
scosson@generali.fr
01 58 38 17 21
06 25 43 65 35



François Humbert
fhumbert@generali.fr
01 58 38 17 94
06 46 53 35 99



Vincent Mattera
vmattera@generali.fr
01 58 38 17 90
06 27 91 05 47

Contact : gif-marketing@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 Siepmann (Tél.: +49 221/4203-5342)
Dr. Florian Späte, CIA (Tél.: +49 221/4203-5367)
Dietmar Wiggermann (Tél.: +49 221/4203-5349)
Dr. Martin Wolburg, CIA (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

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, société anonyme au capital de 3 750 000 euros. Société de Gestion de Portefeuille.
N° agrément AMF : GP 97-126. RCS Paris B 348 806 472. N° TVA : FR 15348806472. APE : 671 C. Siège social :
7 bd Haussmann 75309 Paris CEDEX 09. Téléphone : 01 58 38 18 00. Télécopie : 01 58 38 16 99.

Les commentaires et analyses exprimées dans le présent document sont données à titre d'information et expriment le point de vue de GENERALI INVESTMENTS France. 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 France 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 France. Ces documents peuvent être obtenus sur simple demande auprès de GENERALI INVESTMENTS France – 7/9 Boulevard Haussmann – 75009 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 France, 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.



www.generali-investments.fr