



NOTE D'ANALYSE MENSUELLE

La crise actuelle appelle des régulations de grande ampleur, des instruments financiers et des comportements nouveaux

A l'heure où nous écrivons, il est certain que la crise que traversent l'Europe et l'euro est grave, et que tout doit être mis en œuvre pour qu'elle ne s'aggrave encore et ne devienne une crise systémique. Les gouvernements européens l'ont bien compris quand ils ont mis en place, au cours du week-end du 8 mai, le fonds de stabilisation de 440 milliards d'euros qui sera mis à la disposition des Etats membres en cas d'extrême difficulté.

La crise de la dette grecque n'a été, de ce point de vue, que le révélateur de la fragilité de la zone euro.

Les marchés ont montré alors une composante spéculative que la situation catastrophique des finances publiques grecques, entachée de nombreuses irrégularités statistiques, a exacerbée.

Mais rien ne justifiait l'extension des attaques spéculatives aux pays du sud de la zone euro, en particulier à la suite de rumeurs de dégradation de la note espagnole et d'une demande supposée d'aide du FMI. La menace de crise systémique a donc été un moment de vérité pour les gouvernements européens qui ont pris conscience, un peu tardivement on peut le

regretter, que l'adage « too big, to fail » s'applique dans le cas présent à la monnaie européenne.

La mise en œuvre du plan de soutien, porté à 750 milliards en incluant la part du FMI, manifeste donc le devoir de solidarité inscrit dans la construction européenne.

Ce signal fort devrait être entendu par les marchés. Au bord de la crise de nerfs ces dernières semaines, les marchés devraient reprendre confiance et saluer ce pas en avant de la construction de l'Europe.



SOMMAIRE

SOMMAIRE	2
MACROÉCONOMIE : POINTS CLÉS	3
UNE REPRISE A PLUSIEURS VITESSES	3
BALANCE DES RISQUES AUTOUR DU SCENARIO CENTRAL	8
FOCUS	9
UNE CONSOLIDATION BUDGETAIRE DE PLUS EN PLUS PRESSANTE	9
LES MARCHES ET LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT	11
EVOLUTION DES INDICES	11
MARCHE MONETAIRE	11
MARCHE OBLIGATAIRE	12
MARCHE CREDIT	13
MARCHE ACTIONS	14
LES CHANGES ET LES MATIERES PREMIERES	15
SYNTHESE	16
INVITÉ DU MOIS	17
QUATRE QUESTIONS A JEAN CLAUDE LECONTE, DIRECTEUR GENERAL D'IMAGE ET FINANCE	17
ANNEXES	21
PRINCIPES DE GESTION	21
LEXIQUE	22



MACROÉCONOMIE : POINTS CLÉS

Une reprise à plusieurs vitesses

La poursuite de l'amélioration conjoncturelle se confirme, mais à un rythme variable selon les zones géographiques. La reprise est plus vive aux Etats-Unis que dans les autres pays industrialisés (zone euro, Japon), grâce à la consolidation de la demande intérieure et notamment de la consommation privée, au prix d'une légère baisse du taux d'épargne. En Europe aussi, les indicateurs relatifs au premier trimestre 2010 (enquêtes d'activité, indicateurs de confiance) suggèrent une amélioration de la situation économique au premier trimestre 2010. Si la fourchette de prévision du PIB de la zone euro reste large, la croissance devrait être légèrement positive en début d'année près avoir stagné fin 2009.

La reprise des échanges internationaux se poursuit, principalement sous l'impulsion des économies émergentes, notamment asiatiques, dont les productions industrielles progressent de nouveau à des rythmes d'avant-crise. Cela profite aux pays exportateurs avec, pour les pays de la zone euro, un effet positif complémentaire sur les exportations lié à l'effet de la dépréciation du change sur la compétitivité-prix.

Parallèlement, les inquiétudes sur les marchés financiers se maintiennent, créant un climat de forte volatilité qui pourrait finir par se propager à la sphère réelle. Au cours des dernières semaines, la nervosité des marchés financiers a principalement résulté de la perception du risque souverain en Europe. Si le recours de la Grèce au plan d'aide conjoint UE - FMI a temporairement permis d'apaiser les tensions, l'accalmie n'a pas duré du fait d'erreurs de communication et de la détérioration effective de la situation économique de la Grèce : avec des taux d'intérêts en hausse constante sur la dette, la capacité de remboursement baisse, sauf renforcement des programmes d'austérité. Les finances publiques européennes pourraient rester malmenées dans les mois qui viennent, maintenant les pressions à la baisse sur l'euro et obligeant les Etats à afficher des signes plus clairs de (re-)prise en main de leurs finances

publiques. Si l'affaiblissement de l'euro est une bonne nouvelle pour les exportateurs, le risque de nouvelles vagues de resserrement des conditions d'octroi de crédits et de resserrement des politiques fiscales devrait peser négativement sur la demande intérieure. Les semaines qui viennent apporteront plus de clarté à une situation générale pour l'instant très incertaine.

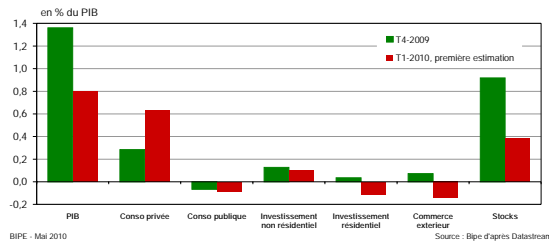
Etats-Unis : une croissance qui est repartie, mais avec quelques feux oranges clignotants

L'estimation préliminaire du PIB américain pour le premier trimestre 2010 a été conforme aux attentes, avec une progression de 3,2% t/t annualisé. Si le rythme de croissance a ralenti par rapport au trimestre précédent (5,6% au quatrième trimestre 2009), la composition de la croissance est néanmoins plus solide en ce début d'année. En effet, alors que la variation de stocks expliquait pour plus des deux tiers la performance de la fin d'année 2009, d'autres composantes de la demande finale ont participé à la croissance du premier trimestre : ainsi, on observe un raffermissement de la consommation privée (+3,6% en t/t annualisé contre 1,6% seulement le trimestre précédent) et de l'investissement productif, limitant la contribution des stocks à 50%.

En corollaire de la forte progression des dépenses de consommation, et peut-être un début d'effet de l'appréciation du dollar, les importations ont progressé de 8,9% en variation trimestrielle annualisée alors que les exportations ont progressé moins rapidement, conduisant à une **contribution négative du commerce extérieur à la croissance**. Il s'agit du premier « feu orange » clignotant sur lequel nous souhaitons attirer l'attention ici.

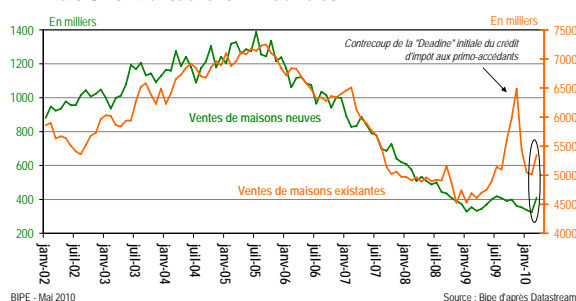


Etats-Unis : Contributions à la croissance du PIB



Du côté de l'immobilier, le contrecoup de la fin présumée du crédit d'impôt aux primo-accédants ainsi que les conditions climatiques contraignantes du mois de février ont conduit à une nouvelle contraction de l'investissement résidentiel au premier trimestre 2010, après la contribution positive du quatrième trimestre 2009. Cependant, les dernières statistiques immobilières ont été plutôt positives, tant du côté de l'offre que de la demande, traduisant l'effet encore « actif » des mesures de soutien au marché immobilier. Parallèlement à la progression des mises en chantier et des dépenses de construction, un rebond des transactions a été observé au mois de mars : les ventes de maisons existantes et de maisons neuves ont rebondi de 6,8% et 26,9% en variation mensuelle respectivement. Par ailleurs, malgré une légère baisse au mois le mois, l'indice de prix immobiliers S&P Case-Schiller est repassé en territoire positif en glissement annuel, traduisant la poursuite de la stabilisation du marché. Les prix de l'immobilier résidentiel continuent de profiter de l'amélioration du contexte, avec les bas niveaux des taux d'intérêt et la tendance baissière des stocks d'inventus. Du côté de l'immobilier commercial, cependant, aucun signe d'amélioration n'est pour l'instant observé. Ce poste reste très déprimé, avec une contraction trimestrielle de 14% en rythme annualisé sur le premier trimestre.

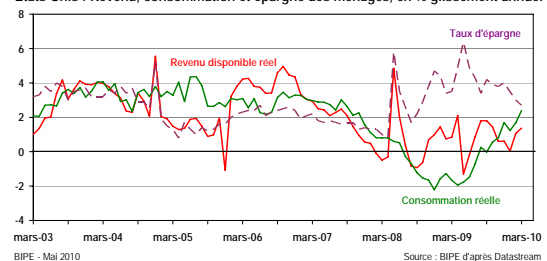
Etats-Unis : transactions immobilières



Si le dynamisme de la consommation privée (plus forte progression depuis le premier

trimestre 2007) rassure, il est utile de rappeler que le stimulus budgétaire continue d'apporter un soutien considérable aux ménages. En mars, le revenu disponible continuait de progresser plus rapidement que les revenus du travail, témoignant de l'impact toujours positif des transferts. La tendance à la désépargne initiée fin 2009 se confirme (le taux d'épargne a de nouveau baissé en mars pour atteindre 2,7%), ce qui soutient aussi la relance de la consommation, mais ralentit le mouvement de désendettement des ménages. Cela nous conduit à penser qu'un affaiblissement de la demande est à prévoir au second semestre 2010, avec la disparition graduelle des effets des mesures de relance. D'ailleurs, les indices de confiance des ménages restent encore loin de leurs niveaux d'avant-crise : en avril, l'indice de l'Université du Michigan a baissé de plus d'un point (de 73,6 à 72,2) alors que l'indice du Conference Board, plus sensible à l'évolution du marché du travail, progressait de 5,6 pts à 57,8 mais restait bien en dessous de sa moyenne de long terme (93 pts).

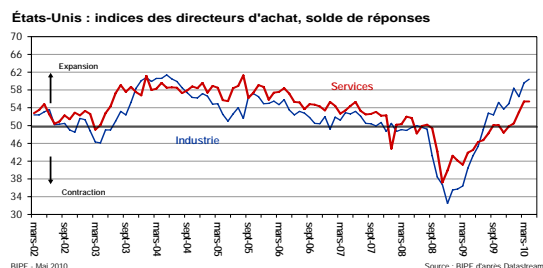
Etats-Unis : Revenu, consommation et épargne des ménages, en % glissement annuel



Concernant la confiance des entreprises, les premiers indicateurs disponibles pour le mois d'avril augurent d'un bon début pour le second trimestre, malgré l'instabilité persistante des marchés financiers. Les indices ISM sont restés sur une tendance plutôt positive : l'ISM manufacturier a progressé de 59,6 à 60,4 au mois d'avril, la majorité des composantes (production, nouvelles commandes, emploi...) continuant d'afficher une expansion attendue de l'activité. Seule la composante « stocks » a baissé, passant de 55,3 à 49,4 pts, soulignant ainsi la persistance d'incertitude de la part des directeurs achats, et le risque d'une nouvelle phase de déstockage sur le court terme (deuxième feu orange clignotant). De son côté, l'ISM non manufacturier s'est stabilisé à 55,4 au mois d'avril, avec notamment un signal moins positif du côté de l'emploi, dont la composante est repassée en dessous du seuil



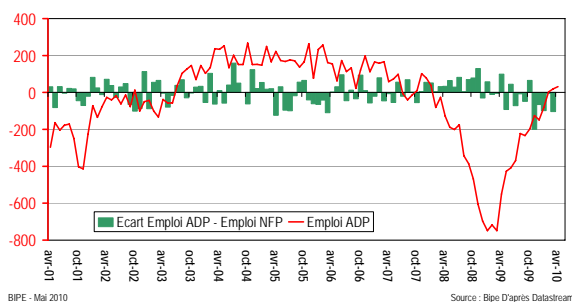
d'expansion après quatre mois consécutifs de hausse.



La composante emploi de l'ISM manufacturier a en revanche progressé de 3,4 points à 58,5, suggérant une progression rapide de l'emploi manufacturier qui pourrait contrebalancer le moindre dynamisme de l'emploi tertiaire. La perception des conditions sur le marché du travail par les ménages américains s'est d'ailleurs améliorée en avril, la composante de l'indice du Conference Board gagnant près de deux points sur la période. En ligne avec la baisse des demandes d'allocation chômage, l'amélioration du marché du travail s'est traduite par une création de 32.000 emplois ADP en avril, les chiffres du mois précédant étant révisés à la hausse de 3.000 à +24.000 emplois.

Deux autres éléments importants doivent toutefois retenir l'attention. D'une part, le recensement de la population, qui a généré des créations d'emplois dans le secteur public, contribue à la reprise du marché du travail. Son effet ne sera cependant que temporaire, et l'effet positif sur le taux de chômage devrait disparaître dans quelques mois. Par ailleurs, l'incertitude sur les perspectives de croissance future reste élevée, comme en témoigne le comportement de stockage des entreprises. Le taux de chômage devrait donc se maintenir à un niveau élevé en moyenne en 2010 : c'est le troisième feu orange clignotant.

États-Unis : Emploi ADP et écart relatif à l'emploi NFP privé



Globalement, l'ensemble des signaux apportés par les indicateurs macroéconomiques confirme la consolidation de la reprise aux Etats-Unis, en ligne avec le ton relativement plus optimiste de la Réserve Fédérale. En effet, le dernier communiqué de la Fed a souligné le début de l'amélioration du marché de l'emploi et du marché immobilier, ainsi que le rebond de la consommation, malgré la persistance de conditions difficiles pour les ménages (faible accès au crédit, taux de chômage élevé...) et la progression continue des taux de défaut (crédit à la consommation, crédit immobilier...).

Dans ce contexte, la croissance future du PIB devrait rester modérée. Compte tenu du faible taux d'utilisation des capacités de production, de l'absence de tensions inflationnistes et de la stabilité des anticipations d'inflation, la Fed ne devrait pas relever le taux d'intérêt dans les mois à venir. Elle a en revanche confirmé l'arrivée à échéance de la majorité des mesures de politique monétaires non conventionnelle, hormis le TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility), dont la partie allouée au soutien du marché des CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities) expire le 30 juin. Les programmes d'achat de titres d'agences (Fannie Mae et Freddie Mac) et de RMBS (Residential Mortgages backed securities) ont pris fin au 31 mars dernier. Le retour à une politique monétaire plus standard se fera donc graduellement pour ne pas entraver la reprise : la Fed reste prudente sur ce point et ne semble pas prête d'entamer une stratégie active à ce niveau-là.

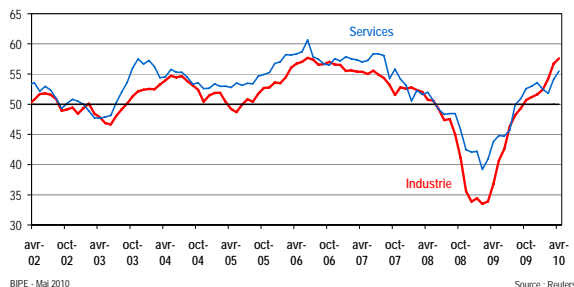
Europe : le ciel s'éclaircit, mais la situation des finances publiques continue d'inquiéter les marchés

La plupart des statistiques économiques publiées sur la période récente ont été plutôt positives en zone euro. Ces évolutions sont toutefois passées pratiquement inaperçues ou ont été reléguées au second plan par la crise grecque, les mouvements spéculatifs et les craintes d'une éventuelle contagion aux autres pays périphériques.

Comme aux Etats-Unis, la majorité des indicateurs conjoncturels européens ont poursuivi leur tendance haussière : l'indice PMI manufacturier a progressé de 56,7, alors que le

PMI services gagnait 1,4 point pour atteindre 55,5 sur le même mois. Les indices Sentix et ESI (Economic Sentiment Indicator), qui sont également bien corrélés au PIB, se rapprochent désormais de leurs moyennes de long-terme, témoignant du retour de la confiance des investisseurs et des industriels.

Zone euro : indices des directeurs d'achat, solde de réponses



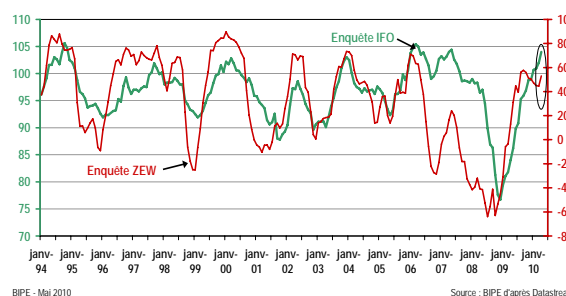
Le détail par pays indique que ces perspectives d'amélioration sont assez généralisées. En Allemagne, le climat des affaires continue de s'améliorer avec une progression de 3,4 points de l'indice IFO en mars à 101,6 points, reflétant une meilleure perception des conditions économiques actuelles et des perspectives à 6 mois. L'indice ZEW (confiance des financiers), dont l'évolution contrastait avec les autres indicateurs, a inversé sa tendance en augmentant de 8,5 points au mois d'avril, après six mois consécutifs de baisse. Autre bonne nouvelle, les commandes manufacturières allemandes ont bondi de 5% en glissement mensuel en mars, la progression des commandes domestiques et étrangères s'approchant de 6,5% t/t au premier trimestre 2010. L'industrie allemande continue donc de profiter de la reprise du commerce mondial. Des signes d'amélioration se dessinent également en ce qui concerne la demande interne, atone au trimestre précédent. La faiblesse de l'euro laisse penser que la bonne performance à l'export pourra se maintenir dans les mois qui viennent, soutenant la croissance du reste de l'économie, hors resserrement des conditions de crédits du fait de la crise financière.

Les derniers chiffres de l'emploi en Allemagne ont d'ailleurs apporté de bonnes nouvelles, avec une baisse du taux de chômage de 8% à 7,8% en avril. Cette évolution positive du marché de l'emploi doit beaucoup aux mesures de soutien toujours en vigueur. D'une part, l'emploi dans la construction, dont la part de l'emploi total est

importante, est tiré à la hausse par les dépenses d'infrastructures importantes (18 Mds €) du plan de relance. D'autre part, les différentes mesures de soutien au marché du travail, notamment l'ajustement des heures travaillées avec le recours au temps partiel, continuent de limiter la détérioration de l'emploi. Le gouvernement allemand estime que cette mesure, prolongée jusqu'en 2012, a permis de sauver 1,1 million d'emplois environ depuis son adoption.

Parallèlement, l'indice de confiance des consommateurs Gfk a progressé en mai du fait de la hausse des perspectives des ménages en termes de revenus et d'intentions d'achat. De même qu'en ce qui concerne l'emploi, il est utile de rappeler que des nombreuses mesures du gouvernement soutiennent le revenu des ménages (déductions fiscales, augmentation des allocations familiales...), ce qui explique l'optimisme des ménages. Reste à voir si cette amélioration de la confiance se transformera en reprise durable de la consommation privée, dans une économie où les dépenses des ménages stagnent depuis plusieurs années.

Allemagne : Enquêtes d'activité



En France aussi, les indicateurs conjoncturels sont plutôt bien orientés. Les enquêtes d'activité de l'Insee ont continué de progresser en avril, tant dans l'industrie que dans les services, alors que les dépenses de consommation des ménages en biens manufacturés se sont redressées avec une augmentation mensuelle de 1,2% en mars, sous l'effet notamment d'une hausse des ventes automobiles (+5,9% m/m). Cependant, l'évolution de la confiance des ménages est moins positive : un second recul consécutif a été observé en avril traduisant le pessimisme des ménages quant à l'évolution de leur situation financière et leur niveau de vie, ainsi qu'une remontée des anticipations d'inflation. Il est aussi utile de noter que les consommateurs

jugent leur capacité à épargner de plus en plus faible.

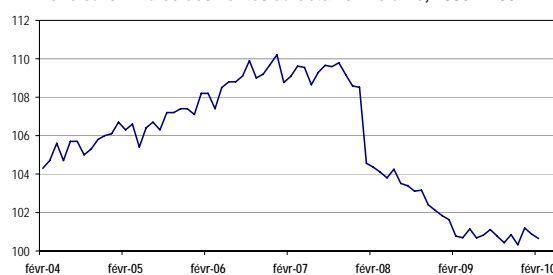
Ces différents éléments continuent de souligner les perspectives de croissance plutôt modérées de la demande privée en zone euro au premier trimestre 2010. D'ailleurs, l'écart de croissance actuel avec les Etats-Unis reflète principalement une meilleure tenue de la demande intérieure outre-Atlantique (même si la contribution du commerce extérieur à la croissance a été négative), avec la stabilisation plus rapide de l'emploi aux Etats-Unis, la plus forte propension à consommer des ménages américains et un soutien plus important du stimulus budgétaire à la demande. Ces écarts devraient perdurer tant que l'Europe n'aura pas résorbé le sous-emploi.

Si les mesures prises en matière de réduction du temps de travail et de chômage technique ont permis de limiter la montée du chômage, elles auront donc aussi des conséquences durables sur la consommation et le pouvoir d'achat puisqu'il n'y aura pas d'accélération des salaires moyens par tête tant que le sous-emploi ne sera pas résorbé. A cela s'ajoutent les effets de richesse négatifs (pertes de richesse immobilière et financière) et le retour de l'inflation qui pèse sur le pouvoir d'achat.

L'autre motif d'inquiétude en Europe, peut être plus fort encore que le chômage, est l'évolution de la situation sur les marchés financiers et les conséquences sur les conditions et le coût du crédit. La dernière Bank Lending Survey de la Banque Centrale Européenne montre d'ailleurs

que les conditions d'octroi de crédits sont restées plutôt strictes au premier trimestre 2010 : le pourcentage des banques reportant un resserrement du crédit immobilier a de nouveau augmenté (de 3% à 10%), après avoir baissé le trimestre précédent, ce qui souligne que la crise immobilière n'est pas encore finie dans la plupart des pays de la zone euro. Les conditions du crédit à la consommation et du crédit aux entreprises sont restés globalement inchangées, mais aucun signe de détente n'a été observé. Le pourcentage de banques reportant une **baisse de la demande** tous types de prêts confondus a de nouveau augmenté. Cela ne facilitera pas la reprise de l'investissement à court terme.

Zone euro : indice des ventes au détail en volume, 2000 = 100



BIPE - Mai 2010

Source : Datastream

Globalement, l'évolution de l'activité en Allemagne et en France contraste avec la situation plus difficile de certains pays périphériques (Grèce, Espagne, Portugal). La publication des comptes nationaux européens, la semaine prochaine, illustrera probablement la persistance de performances assez hétérogènes au sein de la zone euro.

Article rédigé par Elisabeth Rocha et Amine Tazî (BIPE), le 10 mai 2010

Balance des risques autour du scénario central

■ International ■ Facteurs spécifiques à l'Europe

Scénario central - Probabilité : 55%

- Reprise modérée en 2010, principalement tirée par les échanges extérieurs et le retournement graduel du cycle des stocks. La progression des demandes intérieures (hors acquis de croissance) reste faible, aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis ;
- Contribution limitée des stocks à la croissance en zone euro et dans les pays exportateurs (Allemagne, Japon) ;
- La faiblesse de l'euro sur la première moitié de l'année 2010 soutient les exportations européennes ;
- La consommation des ménages reste faible avec le maintien du chômage à des niveaux élevés, le retour de l'inflation et l'essoufflement attendu des dispositifs de relance ;
- La reprise de l'investissement reste prudente et ne se consolide qu'à partir de fin 2010 : la remontée des taux d'utilisation des capacités prend du temps en raison de l'incertitude sur les perspectives 2011 et après ;
- La croissance reste en dessous du potentiel dans les économies développées. La reprise est plus ferme dans les pays émergents.

Points favorables – Probabilité : 20%

- Reprise plus solide de la demande intérieure dans l'UE ;
- Retour au calme des marchés financiers ;
- Reprise plus solide de la demande intérieure dans l'UE ;
- Augmentation du dynamisme du commerce mondial ;
- Regain de confiance du consommateur américain ;
- Maintien de politiques expansionnistes au-delà de 2010 ;
- Hausse plus forte des marchés immobiliers ;
- Faible hausse des cours de l'énergie et des matières premières ;
- Montée de nouveaux types d'investissements, liés notamment à l'environnement et au développement durable ;
- Stabilisation de l'euro à un niveau plus faible, renforçant la compétitivité européenne ;
- Remontée des taux de recours au crédit pour financer la consommation et l'investissement ;
- Relance de grands travaux trans-européens

Points défavorables - Probabilité : 25%

- Succession d'attaques spéculatives, sources de volatilité et d'incertitudes, et de fragilisation de nombreux acteurs ;
- Attentisme des consommateurs et forte remontée de l'épargne de précaution ;
- Sur-réaction des consommateurs américains thésaurisant les aides publiques ;
- Absence d'homogénéité et de coordination des plans de relance entraînant des effets pervers ;
- Multiplication des conflits sociaux liés à la hausse du chômage dans un contexte de reprise ;
- Rupture de la solidarité intra-européenne dans un contexte de remontée des risques pays, y compris dans la zone euro ;
- Hausse de l'inflation entraînant une sur-réaction de la BCE.



FOCUS

Une consolidation budgétaire de plus en plus pressante

En Europe, les évolutions conjoncturelles plutôt favorables sur le plan macroéconomique ont été reléguées au second plan par la crise grecque et les tensions sur les dettes souveraines européennes. Malgré l'organisation de la solidarité européenne en faveur de la Grèce, avec l'aide du FMI, les craintes de contagion au Portugal et à l'Espagne persistent.

La période récente a été ponctuée par la dégradation de la note des dettes souveraines grecque, espagnole et portugaise. L'annonce par Eurostat d'une nouvelle révision à la hausse du déficit public grec pour 2009 (de 12,7% à 13,6% du PIB), a porté un coup fatal à la crédibilité budgétaire du pays et avivé les craintes vis-à-vis des autres pays, conduisant à un manque de confiance généralisé dans les déclarations des dirigeants politiques. Associé aux temporisations des dirigeants européens et aux incertitudes sur la solidarité européenne, cela a conduit à une forte hausse des taux longs sur la dette publique des pays en difficulté, à une envolée des CDS grecs et à des pressions à la baisse sur l'euro. Dans ce contexte, les marchés actions européens ont été fortement pénalisés.

Finalement, la Grèce a bien eu recours à l'aide financière conjointe UE-FMI (110 mds €), avec en contrepartie un nouveau plan de consolidation budgétaire. En plus des mesures précédemment adoptées, de nouvelles mesures d'austérité ont été annoncées. Dans le sillage du premier plan, le secteur public devrait subir des économies encore plus importantes avec le gel des salaires des fonctionnaires jusqu'en 2014 ainsi qu'une suppression / plafonnement des indemnités et des primes (13ème et 14ème mois), déjà réduites de 30% précédemment. Par ailleurs, la pression fiscale a été augmentée avec :

- Nouveau relèvement de la TVA de 21% à 23% (précédemment augmentée de 19% à 21%).
- Hausse supplémentaire de 10% sur les carburants, l'alcool et le tabac.
- Impôt exceptionnel sur les sociétés
- Hausse de la fiscalité immobilière

Parallèlement, l'âge de départ à la retraite (52 ans pour les fonctionnaires) a été retardé alors que la base de calcul des prestations retraite, anciennement référencée sur le dernier salaire, a été révisée. Les nouvelles mesures d'économie ont également concerné le secteur privé avec une modification de la législation en vigueur du marché du travail (modalités de licenciement, nouveau salaire minimum...).

Le nouveau programme de stabilité du gouvernement grec paraît adapté à l'ampleur des enjeux, mais il est difficile à mettre en place parce que très contesté dans le pays : si l'effort de réduction du déficit est légèrement plus important en 2010, l'étalonnage du retour aux critères de Maastricht jusqu'en 2014 semble plus réaliste que le précédent objectif d'un déficit de 2% du PIB à horizon 2013. Le coût en termes de croissance sera important pour les deux années à venir : le gouvernement grec prévoit deux années consécutives de croissance négative en 2010 et 2011.



Programme de stabilité grec	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Déficit (% PIB) : Avant révision	-7,7%	-12,6%	-8,7%	-5,3%	-2,8%	-2,0%	--	--	--
Déficit (% PIB) : Après révision	-7,7%	-13,6%	-8,1%	-7,6%	-6,5%	-4,9%	-2,6%	--	--
Dettes publiques en % du PIB	99,2%	115,1%	133,3%	145,1%	148,6%	149,1%	144,3%	--	--
PIB	2,0%	-2,0%	-4,0%	-2,6%	1,1%	2,1%	2,1%	--	--

Source : Ministère des finances, BIPE

Ce dernier constat est valable non seulement pour la Grèce, mais également pour l'ensemble des pays subissant une pression intense pour réduire leur déficit. Dans un contexte où de nombreux facteurs pèsent négativement sur leur pouvoir d'achat (inflation, chômage...), les consommateurs européens devront, dans certains pays, se préparer à une hausse de la pression fiscale (directe et/ou indirecte), sans oublier la dégradation des termes de l'échange liée à la dépréciation de l'euro et à la hausse des prix des importations.

Ainsi, les pays ayant adopté les plans d'austérité les plus drastiques risquent de pénaliser d'autant plus leur croissance à court terme, ce qui augmente l'incertitude des investisseurs sur leurs capacités de remboursement. En considérant le cas de la Grèce, qui représente moins de 2,4% du PIB de la zone euro (en 2009), la récession prolongée aura un impact limité sur la croissance moyenne de l'UE. Le poids du Portugal et de l'Irlande étant également assez faible (respectivement 1,7% et 2,3%), le risque n'apparaît plus élevé qu'en considérant l'Espagne (10,4% du PIB de la Z.E).

Prévisions d'évolution des déficits publics	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Etats-Unis	-6,5%	-9,9%	-10,6%	-8,3%	-5,1%	-4,2%	-3,9%	-3,9%	-3,9%
Royaume-Uni	-7,1%	-11,5%	-12,0%	-9,1%	-7,3%	-5,7%	-4,6%	--	--
Irlande	-7,3%	-14,3%	-11,6%	-10,0%	-7,2%	-4,9%	-2,9%	--	--
Grèce	-7,7%	-13,6%	-8,1%	-7,6%	-6,5%	-4,9%	-2,6%	--	--
Portugal	-2,7%	-9,4%	-8,3%	-6,6%	-4,6%	-2,8%	--	--	--
Espagne	-4,1%	-11,2%	-9,8%	-7,5%	-5,3%	-3,0%	--	--	--

Source : Gouvernements, Eurostat, Sources nationales

Au final, nous continuons de penser que le recours de la Grèce à la solidarité européenne était la meilleure solution pour le pays. Les finances publiques européennes pourraient rester malmenées à court terme, mais la probabilité d'un défaut souverain ou d'une sortie de la zone euro reste très peu probable, compte tenu de ses conséquences beaucoup plus lourdes à la fois sur l'économie grecque et sur celle de ses partenaires européens, et compte tenu du risque de contagion déjà exacerbé.

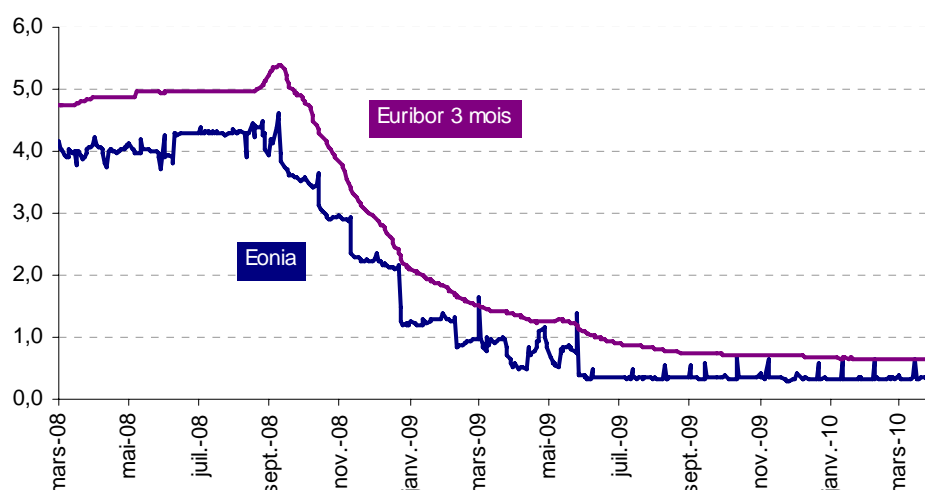
Article rédigé par Amine Tazi, le 10 mai 2010

LES MARCHES ET LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Evolution des indices

	31/12/2009	31/03/2010	30/04/2010	Variation sur 1 mois	Variation depuis le début de l'année
Monétaire					
<i>Eonia</i>	0,41%	0,40%	0,34%	-6 bp	-7 bp
<i>Euribor 3M</i>	0,70%	0,63%	0,66%	+3 bp	-4 bp
Obligataire					
<i>Taux Bund 10 ans</i>	3,39%	3,09%	3,02%	-8 bp	-37 bp
<i>Spread iTraxx Main</i>	76	79	87	+9 bp	+11 bp
<i>Spread iTraxx Xover</i>	432	427	426	-1 bp	-6 bp
Actions					
<i>DJ Euro Stoxx 50</i>	2 964,96	2 931,16	2 816,86	-3,90%	-5,00%
<i>S&P 500</i>	1 115,10	1 169,43	1 186,69	1,48%	6,42%
<i>MSCI Emerging Markets</i>	989,47	1 010,33	1 020,03	0,96%	2,11%
Change et matières premières					
€/\$	1,43	1,35	1,33	-1,93%	-7,39%

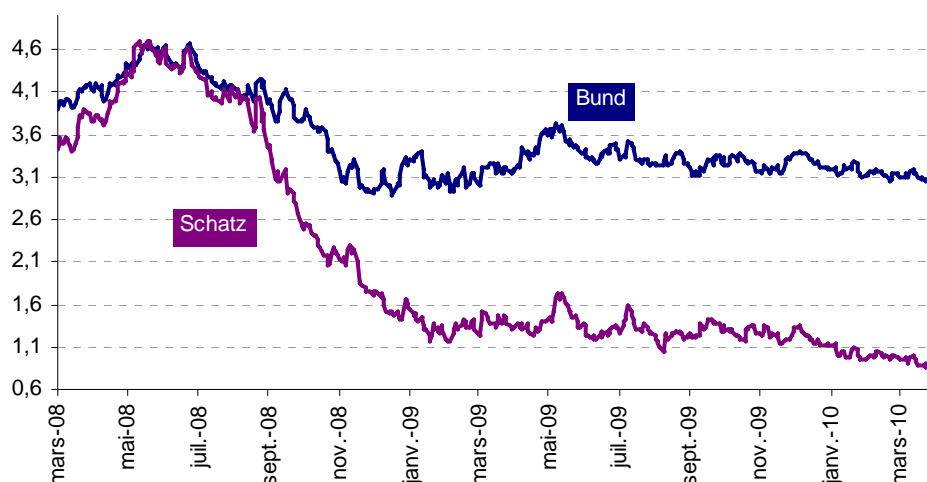
Marché monétaire



Au cours du mois d'avril, les taux monétaires sont restés très bas avec un Eonia qui évoluait toujours dans la zone [0.30-0.35]. Les tensions du marché interbancaire, mesurées par le spread Euribor 3 mois/BTF 3 mois, se sont quelque peu accrues en raison de la hausse du risque de contrepartie bancaire. En termes de politique monétaire, nous n'attendons pas, tout comme les marchés, de hausse du taux directeur pour cette année en zone euro et les communiqués de la BCE nous confortent dans ce scénario. Ces derniers jours, la BCE a pris une importante décision pour tenter d'enrayer la crise grecque : l'institution monétaire européenne acceptera désormais en collatéral les papiers grecs quelque soit leur notation ce qui permettra d'éviter tout problème de refinancement. A court terme, nous avons toujours en ligne de mire la fin du premier LTRO 12 mois en juin. A cette occasion, les banques rembourseront les 442 milliards empruntés un an auparavant, ce qui devrait avoir pour effet de ramener les taux monétaires vers des niveaux plus en ligne avec le taux directeur. Nous anticipons une remontée de l'Eonia à 0.50% à 3 mois et à 1.00% à fin d'année.



Marché obligataire



Sur le front de la conjoncture, les statistiques du mois de mai ont confirmé le scénario de reprise économique. Aux États-Unis, on retiendra la poursuite de l'amélioration des indicateurs de confiance des directeurs d'achat (ISM manufacturier à 60.4). Le consommateur américain est lui aussi plus optimiste (l'indice du Conférence Board s'est établi à 57.9 en avril contre 52.3 le mois précédent) principalement du fait de l'amélioration du marché de l'emploi (en mars l'économie américaine a créé 230 000 emplois et 290 000 en avril). Cette amélioration se traduit naturellement dans les chiffres de consommation : les ventes aux détails ont augmenté de 1.6% en mars. Enfin, l'immobilier a lui aussi donné des signes d'amélioration, comme en atteste la progression des ventes immobilières en mars.

En zone euro les indicateurs économiques étaient également dans le vert et sont ressortis bien souvent supérieurs aux attentes. Ainsi, la confiance des directeurs d'achat s'est encore améliorée dans le secteur manufacturier comme dans le secteur des services, l'indice du sentiment économique s'est établi à 100,6 en avril contre 97,9 un mois auparavant.

Du côté des entreprises, les bénéfices ont continué de surprendre à la hausse les analystes alors que les chiffres d'affaire des entreprises se sont affichés globalement en ligne avec les attentes.

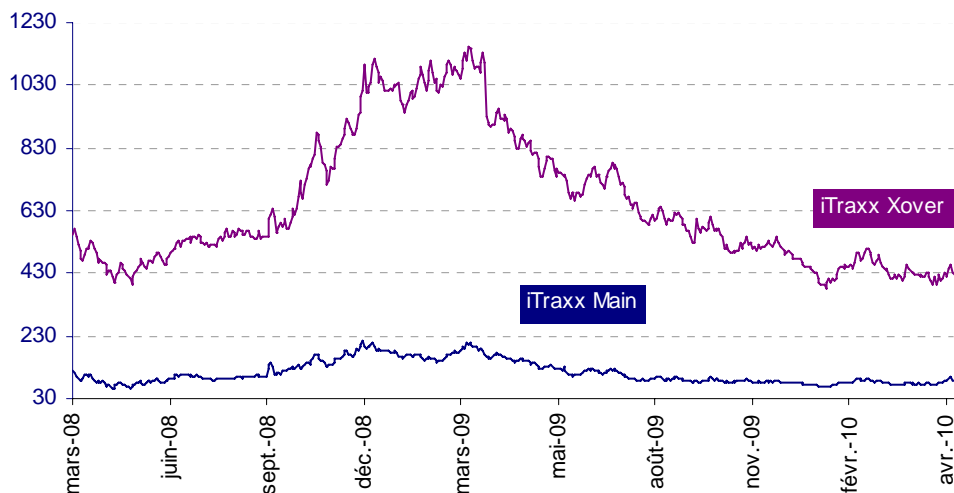
Malgré les indicateurs conjoncturels et les résultats d'entreprises encourageants, les marchés obligataires ont continué leur progression en raison de l'aggravation de la crise grecque.

Les incertitudes qui ont entouré la mise en œuvre du plan d'aide à la Grèce (une première version avait été annoncée début avril) ainsi que les hésitations de l'Allemagne à s'engager dans un soutien ferme ont accentué la crise, qui a atteint son paroxysme lorsque la notation du pays a été abaissée en catégorie spéculative par l'agence S&P. Cette dernière a également baissé la notation du Portugal (A-) et de l'Espagne (AA) ce qui a eu pour effet de renforcer les craintes de contagion à ces pays. Dans ce contexte, les pays notés AAA, au premier rang desquels l'Allemagne, ont bénéficié d'un mouvement de « fuite vers la qualité ». Ainsi, les taux allemands sont tombés à des plus bas historiques. La partie courte de la courbe a surperformé les maturités plus éloignées ce qui a entraîné une reprofittation du segment 2-10 ans. Le taux Schatz 2 ans est passé de 0.96% à 0.77% sur le mois et le taux Bund 10 ans de 3.09% à 3.02%.

Notre scénario de remontée des taux a donc été mis à mal par le fort rebond de l'aversion pour le risque. A moins de privilégier une explosion de la zone euro, ce qui n'est pas notre cas, nous

considérons que les niveaux actuels sont totalement irrationnels. A court terme, la nervosité des marchés rend toute prévision délicate. Dès que des solutions crédibles aux yeux des marchés seront proposées par les Etats de la zone euro et par les autorités monétaires, les fondamentaux (baisse de la liquidité interbancaire, progression des actifs risqués, amélioration de la situation économique,...) devraient de nouveau être privilégiés. Par rapport au mois dernier, nous révisons légèrement en baisse nos prévisions de hausse de taux. A 3 mois, le taux Schatz est attendu à 1.25% et à 1.90% à fin d'année. Sur les échéances plus lointaines, nous tablons sur un taux du Bund à 3.30% à 3 mois et à 3.90% à fin d'année.

Marché crédit



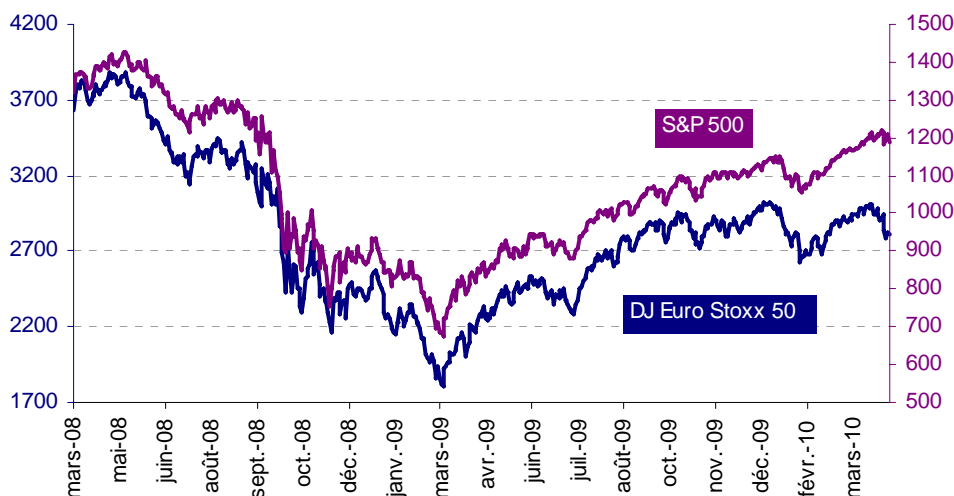
En dépit de la poursuite de l'amélioration des fondamentaux macroéconomique aux États-Unis comme en zone euro et des solides résultats des entreprises au 1^{er} trimestre 2010 la crise grecque a provoqué un écartement des spreads sur les indices iTraxx. L'iTraxx Main est passé de 78 bp à 87 bp sur le mois d'avril mais a continué de s'écarter sur les premiers jours de mai pour atteindre 134 bp. Ce mouvement a été plus marqué sur le segment des financières en raison de leur exposition à la Grèce. On notera que seul l'indice iTraxx Xover a bien résisté et ne s'est pas détérioré sur le mois écoulé.

Si les marges des CDS se sont élargies, les marchés du crédit cash ont continué à afficher de bonnes performances, encore une fois supérieures à celles des obligations d'États. Comme sur les marchés dérivés, les bancaires ont particulièrement souffert en raison de leur exposition à la Grèce et aux autres pays périphériques (Espagne, Portugal,...).

Du côté des émissions, les corporates « Investment Grade » ont émis 9 milliards d'euros et les entreprises notés « High Yield » 4 milliards d'euros.

Les marchés du crédit nous semblent toujours attractifs : les résultats d'entreprises ont confirmé la bonne santé des émetteurs, les taux de défauts historique se sont repliés en mars à 10.9% aux États-Unis, le ratio downgrade/upgrade a fait état d'une accélération des révisions à la hausse des émetteurs de la part des analystes. Nous continuons donc à privilégier la classe d'actif en prenant désormais soin de couvrir la sensibilité aux taux d'États. A 3 mois, nous attendons un indice iTraxx Main à 70 bp et à 50 bp à fin d'année.

Marché actions



Les marchés actions n'ont pas évolué de manière similaire au cours du mois d'avril. Aux Etats-Unis, la bonne tenue des indicateurs économiques a encouragé les acteurs des marchés financiers, et le S&P 500 a progressé de 1.48%. Cette croissance s'explique en partie par la réaction positive aux annonces des résultats des entreprises au titre du premier trimestre 2010. A ce jour, les bénéfices annoncés par les sociétés qui publient leurs résultats trimestriels sont supérieurs (d'environ 16%) aux consensus des analystes, comme pour les saisons précédentes. Cela montre la robustesse des entreprises en termes de profitabilité, avec une surperformance nette du secteur financier. Nous observons aussi une tendance clairement haussière sur les prévisions de bénéfices pour les autres trimestres de 2010. Mais, outre les taux de rentabilité, les niveaux de chiffres d'affaires étaient également attendus cette-fois. Ils n'ont pas déçu en s'affichant en moyenne 1.3% au dessus des prévisions. Par ailleurs, les données économiques sont venues soutenir l'optimisme sur les marchés américains : les indices de conjoncture économique ISM et de la Fed de Philadelphie confirment la tendance haussière, tout comme les indicateurs avancés du Conference Board. La confiance des consommateurs, mesurée par le Conference Board se redressent, même si l'indice calculé par l'université du Michigan marque une pause en avril. Les derniers chiffres du secteur immobilier pour le mois de mars, telles les mises en chantier et les ventes dans le neuf et l'existant, sont aussi encourageants et en hausse depuis le mois de janvier.

En zone euro, la crise grecque a tenu les investisseurs en haleine et les craintes sont restées vives. Ainsi, le DJ Euro Stoxx 50 cède 3.90% sur le mois, entraîné par les grosses capitalisations (le MSCI Europe Large Cap recule de 1.75%). Sans surprise, ce sont les valeurs financières qui enregistrent la plus forte chute ce mois-ci (-4.4%), leur progression étant entravée par le dossier grec. Les autres valeurs qui reculent sont les valeurs des secteurs Telecom et Utilities, sociétés ayant traditionnellement les Etats comme actionnaires. Or les différents membres de la zone euro souffrent, à différents degrés, de la crise grecque, du manque de crédibilité et de l'impact financier attendu du plan de secours...

L'analyse technique du S&P souligne la poursuite de la tendance haussière débutée en mars 2009, et le support à 1 121 points ne représenterait qu'une correction d'ampleur limitée. A noter également, le rebond de la volatilité sur les marchés, suite notamment aux réactions des

investisseurs en relation avec le problème grec (validation et modalités d'un plan de sauvetage européen en accord avec le FMI)...

Au final, les fondamentaux restent bons, et compte tenu du faible niveau des taux d'Etat, les marchés d'actions restent attractifs (en termes de prime de risque), aussi bien aux Etats-Unis qu'en zone euro. Cette dernière ayant accusé le coup de la crise grecque, il est probable que son potentiel de rattrapage sera plus significatif qu'outre-Atlantique. Ainsi, nous voyons le DJ Euro Stoxx 50 revenir sur des niveaux de 2 970 points à 3 mois et 3 100 points à fin d'année. La croissance du S&P 500 sera légèrement plus modérée à 3 mois : +8% (1 260 points) à 3 mois et +12% à fin d'année (1 310 points).

Les changes et les matières premières



L'euro a beaucoup souffert ce mois-ci des limites de l'union européenne, qui a encore une fois démontré la difficulté d'une réponse unique au problème grec (les allemands s'opposant dans un premier temps à un plan de sauvetage...). Cette crise de crédibilité du gouvernement grec, mais aussi des institutions européennes a continué à faire plonger l'euro : son taux de change contre le dollar passe de 1.35 à 1.33. Pour mémoire, il était à 1.43 en début d'année. A court terme, nous prévoyons une poursuite de cette dégradation de la monnaie unique jusqu'aux alentours de 1.25 euro pour un dollar. A fin d'année, nous pensons que les fondamentaux reprendront le dessus et voyons l'euro remonter légèrement (taux €/ \$: 1.3).

L'appréciation récente du dollar devra freiner légèrement l'appréciation du prix du baril de pétrole, mais la demande reste soutenue et les matières premières devraient continuer à voir leur prix s'apprécier à court terme et à fin d'année. Le CRB pourrait progresser à 290 points à 3 mois et à 300 points à fin d'année.

Article rédigé par Manuel Iglesias et Judith Levi le 06 mai 2010

Synthèse

MONETAIRE		PERSPECTIVES 3 MOIS	
<i>Eonia</i>		→	
<i>Euribor 3M</i>		→	
OBLIGATAIRE		PERSPECTIVES 3 MOIS	
<i>Taux Bund 10 ans</i>		→	
<i>Spread iTraxx Main</i>		→	
<i>Spread iTraxx Xover</i>		→ →	
ACTIONS		PERSPECTIVES 3 MOIS	
<i>DJ Euro Stoxx 50</i>		→ →	
<i>S&P 500</i>		→	
<i>MSCI Emerging Markets</i>		→ →	
CHANGE ET COMMODITIES		PERSPECTIVES 3 MOIS	
<i>€/\$</i>		↘	
<i>CRB</i>		→	



INVITÉ DU MOIS

Quatre questions à Jean Claude Leconte, Directeur général d'Image et Finance

Image et Finance a créé un observatoire de référence de la gestion déléguée. AssetFi a souhaité avoir l'analyse d'un expert reconnu des politiques de placement des investisseurs institutionnels

À partir des études que vous réalisez, quelles évolutions observez-vous ces derniers temps dans les allocations d'actifs des investisseurs institutionnels?

Le Baromètre de la gestion déléguée que nous réalisons depuis 10 ans porte sur les investisseurs institutionnels français. Cette année, nous avons interrogé 153 institutions dans le domaine de l'assurance, des comptes propres bancaires, des Institutions de Retraite et de Prévoyance (IRP), ainsi que le Fonds de Réserves pour les Retraites (FRR), l'Etablissement pour la retraite additionnelle de la Fonction Publique (ERAFP) et une catégorie diverse dans laquelle on trouve les associations, les fondations et quelques grandes entreprises ayant des actifs financiers à long terme, dont EDF est la plus emblématique.

Ces institutions représentaient au quatrième trimestre 2009 un montant d'actifs de près de 1 700 milliards d'euros. La caractéristique du marché français, c'est la place extrêmement importante occupée par les produits de taux dans les allocations. Ils représentent en effet 77% des actifs gérés chez les assureurs, 75% chez les banques et 61% chez les IRP.

Que s'est-il passé en 2009 ? Après la crise de 2008, on peut dire qu'au premier semestre 2009, les investisseurs institutionnels se sont rués sur les placements obligataires, et notamment sur le risque de crédit qui représente aujourd'hui plus de 40% des allocations taux de cette population. Il représentait aux environs de 30% il y a deux ou trois ans. Voulant profiter des « spreads », les investisseurs institutionnels ont souscrit massivement aux émissions du premier semestre et ont complètement déserté le marché actions.

Au second semestre, les marchés actions ont rebondi, mais ce n'est pas pour autant que les institutionnels ont investi de façon significative sur ce marché, car ils ont été fortement marqués par les baisses très importantes qu'ils avaient supportées en 2008 et même en 2007. Cela, c'est quelque chose qu'un institutionnel a beaucoup de mal à accepter.

Qu'ont fait les institutionnels ? Fort curieusement, malgré le très faible niveau des taux courts, les investisseurs institutionnels ont maintenu, dans leurs allocations stratégiques, de long terme, une part importante de placements purement monétaires. Aujourd'hui beaucoup d'institutions ont dans leurs allocations longues plus de 10% de monétaires, ce qui est évidemment beaucoup.

Que peut on dire pour la suite ? En 2010 : les marchés sont volatils, aucune véritable tendance ne se dessine et l'attentisme demeure. On n'observe pas encore véritablement de retour aux actions ;



le plafond pour le risque de crédit d'entreprise semble atteint et les spreads sont devenus beaucoup moins intéressants. Où investir ? Il est difficile de le dire, peut être recherchera-t-on un peu de protection contre l'inflation et sans doute encore des obligations convertibles qui fournissent un parachute contre la baisse des marchés actions et permettent de profiter de la hausse des marchés actions si celle-ci se produit.

Que pensez-vous de l'internalisation de la gestion financière?

Sur le marché français, il faut avoir en tête les grandes données : sur 1 679 milliards, un peu moins de 500 milliards sont gérés en interne, c'est-à-dire par les directions financières des institutions, 68 milliards sont des placements immobiliers, 32 milliards des produits structurés, et, en revanche, près de 900 milliards sont délégués aux sociétés de gestion internes.

Il reste donc 227 milliards qui sont le vrai marché de la délégation concurrentielle. C'est ce marché sur lequel se battent plus de cent sociétés de gestion pour essayer de conquérir des parts plus importantes.

La question qui se pose est de savoir si la réinternalisation de la gestion, qu'elle se fasse en direct ou via la filiale de gestion (le résultat est le même) va se développer, ou si au contraire on pourrait constater un accroissement de la délégation externe.

J'ai évoqué tout à l'heure le problème des investissements en début d'année, au premier semestre, sur le risque d'entreprise. Ces placements ne sont pas intermédiés. Il s'agit d'acquisition de titres en direct sur le marché, faits par soit la filiale de gestion dans le cadre d'un mandat, soit directement par l'institution. On est là dans une optique de souscription de papiers qui vont être, le plus souvent, gardés jusqu'à leur terme.

L'appétit pour les placements obligataires s'est donc traduit par une diminution de l'appel à des sociétés de gestion extérieures. Car les institutionnels gérant directement ou via leur filiale ne font appel à des sociétés de gestion extérieures que pour tout ou partie des actions, la gestion alternative, le monétaire bien évidemment, et les obligations convertibles.

Globalement, peut-on en conclure que la tendance de 2009 à la réinternalisation de la gestion va se poursuivre ou pas ? Cela va beaucoup dépendre de l'évolution des allocations en 2010. À ce titre, il y a quand même deux risques majeurs pour les sociétés de gestion : Solvency 2 concernant les assureurs et Bâle 3 concernant les banques, dans la mesure où le besoin de fonds propres pour la détention d'actions en direct va devenir infiniment plus important qu'il ne l'était jusqu'à présent. Cela va inévitablement conduire les assureurs et les mutuelles à restreindre la part des actions dans leurs allocations ; ce qui veut dire, par voie de conséquence, qu'ils vont maintenir, voire accentuer la composante taux de leurs allocations qui est moins fréquemment déléguée.

Certains investisseurs utilisent des trackers. N'est-ce pas une solution de facilité ?

Je rappelle ce qu'est un tracker, autre nom de l'ETF. C'est un OPCVM qui va répliquer l'indice d'un marché. Je prends un exemple très simple, il y a des trackers qui vont répliquer le CAC 40, le SBF 250 ou l'Eurostoxx 50, etc.

Effectivement le nombre de trackers et des indices répliqués a considérablement augmenté. Ce très grand succès depuis deux ans pourrait laisser penser que le tracker va devenir le placement privilégié de beaucoup d'institutions. La réalité est infiniment plus nuancée : nous

avons mesuré, dans les 1 700 milliards que j'évoquais tout au début, la place effective des trackers à fin 2009 : elle représentait chez les assureurs 0,3% de leurs actifs globaux, 4,5% dans les comptes propres bancaires et 1,8% chez les IRP. Il faut donc raison garder.

Toutefois, les trackers conservent un certain intérêt. Pour les institutionnels français, l'allocation stratégique est celle qui génère la performance à long terme. Mais contrairement aux investisseurs étrangers qui pensent qu'une fois l'allocation stratégique définie, il ne faut plus la toucher et au contraire la respecter en permanence, les investisseurs français sont persuadés que le « market timing », le pilotage tactique des allocations, génère de la valeur. Malgré la difficulté des prévisions, les investisseurs font du pilotage tactique de leur allocation ; et pour ce pilotage tactique, les trackers sont extraordinairement simples d'utilisation, puisqu'on les achète et qu'on les vend à valeur connue, comme une action, sur le marché boursier. De plus, apparemment, cela n'est pas cher et c'est sans risque.

Si l'on pense qu'un marché a quelques perspectives de gain dans les semaines, voire les jours à venir, alors on achète un tracker et on se positionne immédiatement, ce que l'on ne peut pas faire avec un OPCVM traditionnel, puisque l'OPCVM s'achète à valeur inconnue. L'investisseur peut donc être pris à contre-pied par une évolution de marché brutale. Cela étant, les institutionnels ne sont pas encore prêts à passer complètement de la gestion dite active à la gestion passive que représentent les trackers, gestion passive dans la mesure où elle reproduit simplement l'évolution d'un marché ou de plusieurs marchés.

Aujourd'hui, les institutionnels français demeurent fondamentalement attachés à une gestion active : ils demeurent persuadés que les sociétés de gestion sont à même de générer de la valeur et à faire mieux que les indices. La place de la gestion passive n'est donc pas appelée, selon nous, à prendre des développements considérables, et nous avons le sentiment que les ETF ont atteint aujourd'hui un certain plafond d'utilisation. Si les institutions augmentaient significativement la part de la gestion passive dans leur allocation stratégique, ils le feraient au travers de la gestion indicielle.

Quelles sont les attentes des investisseurs institutionnels aujourd'hui ?

Les institutionnels souhaitent avant tout une plus grande capacité d'écoute de la part de leur partenaire société de gestion. Ce qui est frappant dans l'étude que nous faisons depuis 10 ans maintenant, c'est la très grande diversité des comportements et des opinions. Au travers des grandes tendances que j'ai pu développer précédemment, la réalité est beaucoup plus complexe ; ce qui veut dire que les attentes des investisseurs institutionnels sont extrêmement variées, selon qu'il y a plus ou moins de gestion interne, selon qu'il y a une filiale de gestion ou pas, selon que l'on recourt à plus ou moins de délégation externe...Seule une écoute attentive permet d'apporter une solution adaptée.

Quelle comparaison peut-on faire entre Réunica ou l'Agirc/Arrco qui délèguent la totalité de la gestion de leurs actifs, et puis des institutions comme AG2R ou Malakoff-Médéric ou d'autres qui délèguent seulement à la marge ? Dans le premier cas, l'institution va vouloir que soit prise en charge l'intégralité de ses actifs, donc y compris la partie taux, se réservant ou non la gestion tactique, alors que dans le deuxième cas, les taux vont être gérés en interne et l'institution ne délèguera que les placements plus risqués, notamment une partie des placements en actions, les convertibles et, le cas échéant, la gestion alternative.

On pourrait rajouter, qu'au travers de Solvency 2 et Bâle 3, la détention des actions va devenir plus coûteuse, plus difficile, plus délicate. Les investisseurs ont été fortement marqués par les baisses très lourdes vécues au cours de ces dernières années : tout ce qui peut permettre de limiter la volatilité des placements en actions répond à une attente relativement forte de la part des institutionnels.

Enfin une dernière observation: compte tenu justement de la forte baisse des actions, on aurait pu penser que le dogme financier traditionnel selon lequel les actions rapportent plus à long terme que les obligations, qui rapportent plus que le monétaire, aurait pu être remis en cause.

Il n'en est rien ; les institutions ne remettent pas en cause la hiérarchie des rendements et demeurent persuadées que dans une optique de long terme, les placements en actions demeurent intéressants. Simplement, ils sont à la recherche de solutions permettant d'en limiter la volatilité ; d'où le retour sans doute, et l'intérêt que peuvent représenter à nouveau des produits structurés et toutes les techniques de protection. Peut être s'attacheront ils aussi à mieux segmenter leur allocation en différentes strates adossées aux horizons et à la nature de leurs passifs.

Article rédigé par Pierre Grapin le 03 mai 2010



ANNEXES

Principes de gestion

Sécurité

La sécurité du capital est primordiale, procurer un rendement ne suffit pas.

Seule la recherche de sécurité à travers l'organisation du suivi et du contrôle et la mise en œuvre de ceux-ci permettent de garantir une performance régulière pour un niveau de risque accepté.

Service

Chaque client est porteur d'enjeux et d'objectifs qui lui sont propres. Des solutions spécifiques sont élaborées pour chaque investisseur en fonction de sa problématique. La satisfaction du client est ancrée dans notre culture. La recherche de solutions adaptées au contexte de nos clients permet la fixation d'objectifs réalistes.

Innovation

L'innovation revêt plusieurs formes :

- ➔ la façon dont nous identifions et formalisons les objectifs de nos clients,
- ➔ le dispositif de gestion ou de conseil que nous lui proposons
- ➔ L'organisation de travail spécifique que nous instaurons (en respectant toujours les principes de séparation des tâches)
- ➔ la mise en œuvre d'outils de suivi et de contrôle adaptés aux besoins de chaque client

Adaptabilité

La relation mise en place avec nos clients se caractérise **par un grand respect mutuel, une grande flexibilité et disponibilité** de la part des collaborateurs et dirigeants d'AssetFi Management Services.



AssetFi Management Services

11/13 rue René Jacques - Immeuble Le Vivaldi
92130 Issy-les-Moulineaux
Tél. : 33 (0)1 55.95.91.30
Email : infoams@assetfi.fr

www.assetfims.fr



Partenaire d'AssetFi Management Services pour les analyses macroéconomiques et sectorielles.

Il participe également à l'élaboration de cette note mensuelle.

www.bipe.fr

Co-directeurs de la publication :
Ont collaboré à cette note :

Vincent ZELLER, Président AMS
Nathalie FENARD
Pierre GRAPIN
Manuel IGLESIAS
Judith LEVI
Aline SAUCE
Amine TAZI

Elisabeth ROCHA, Vice-présidente BIPE



Lexique

EONIA (Euro OverNight Index Average) : c'est un indice calculé chaque jour ouvré qui indique la valeur du taux pratiqué au jour le jour sur le marché interbancaire (emprunts et prêts des banques entre elles) pour les opérations libellées en euros. L'EONIA est calculé par la BCE (Banque Centrale Européenne) comme la moyenne des taux des prêts accordés un jour donné par un panel de 57 établissements bancaires représentatifs de la zone euro dont 47 établissements de la zone euro proprement dite et 10 établissements bancaires de pays européens susceptibles d'intégrer à terme la zone euro, ou encore de pays hors Union Européenne (3 banques américaines, 2 japonaises et 1 suisse) mais dont les volumes de transactions en euros sont significatifs.

Euribor 3 mois (Euro Interbank Offered Rate) : taux moyen publié chaque jour par la Fédération Bancaire Européenne (via l'agence Reuters) et qui est le taux auxquels 41 banques de l'Union Européenne et 8 banques internationales de premier rang se prêtent et s'empruntent des euros pour une période de 3 mois.

Bund : Ils 'agit de l'emprunt à 10 ans émis par l'Etat fédéral allemand.

iTraxx Main : Les indices iTraxx® sont publiés par Markit, principal fournisseur d'indices de dérivés de crédit en Europe et en Asie. Ce sont des indices synthétiques, représentatifs de Credit Default Swap (CDS) faisant référence à la qualité de crédit d'entreprises sélectionnées. L'indice iTraxx main est composé des 125 CDS les plus liquides du marché. La liste des sous-jacents des séries est revue deux fois par an et les nouvelles séries sont émises en mars et en septembre par Markit

iTraxx Crossover : La série iTraxx® Crossover offre une exposition aux dérivés de crédit sur 50 entreprises européennes de l'univers du « high yield », émetteurs à haut rendement notés au mieux BBB- (Standard & Poor's).

CAC 40 : le CAC 40, qui prend son nom du système de Cotation Assistée en Continu, est le principal indice boursier d'actions de la place de Paris.

Dow Jones Euro Stoxx 50 : Indice boursier européen lancé en février 1998 et constitué de 50 des plus grandes valeurs européennes de l'indice plus large DJ Euro Stoxx.

Nikkei 225 : Le Nikkei 225 est le principal indice boursier d'actions de la bourse de Tokyo. Il est composé de 225 sociétés.

CRB : L'indice Reuters-CRB (CCI) est un indice des prix des matières premières, publié pour la première fois en 1958. Aujourd'hui, il est composé des prix de 19 matières premières cotées.

Aplatissement de la courbe des taux : désigne la convergence des taux courts et des taux longs sur un même niveau.

Carry Trade : transaction financière qui permet à une négociation d'obligations d'emprunter des fonds à long terme. Dans le cas du Japon, les investisseurs empruntent à des niveaux de taux proches de zéro et les investissent majoritairement dans des obligations américaines.

Courbe des taux : décrit la relation entre la maturité d'une obligation et son rendement. Nous l'utilisons fréquemment pour les obligations d'Etat (OAT). Si la courbe des taux a souvent une pente positive (plus la maturité est éloignée, plus le taux d'intérêt est élevé), il arrive qu'elle prenne d'autres formes (inversée, en U, etc.).

Déflation : caractérise une période suffisamment longue durant laquelle une baisse générale des prix est observée. La déflation est donc l'opposée de l'inflation. En règle générale, la déflation est la traduction d'un net ralentissement ou d'une baisse de la demande, et elle est associée à une période peu favorable à l'activité économique. La déflation ne doit pas être confondue avec la désinflation qui est un ralentissement de taux d'inflation, c'est-à-dire que le niveau général des prix augmente à un taux décroissant.

Event Driven : stratégie de la gestion alternative qui spéculé sur toutes les situations atypiques de la vie des entreprises : changement de management, rapprochement (changement de management, rapprochement, etc.)

Future : un contrat standardisé, coté et transférable qui exige la livraison d'une matière première, d'une monnaie, d'une obligation, d'un index ou d'un taux à un prix et à une date spécifiée d'avance sur le contrat. Les contrats futures sont en fait des contrats à terme car ils obligent à réaliser une certaine transaction à une date précise. Mais les futures se distinguent des contrats à terme du fait qu'ils sont standardisés, sont échangés sur un marché organisé, sont régulés par des agences de contrôle et garantis par des centres d'échange et de compensation.

Gestion alternative : se définit comme une gestion décorrélée des indices de marchés. Elle se fonde sur d'autres situations que la hausse des cours enregistré des gains. Elle repose donc sur des stratégies et des outils à la fois diversifiés et complexes.



Gestion directionnelle : Une stratégie de la gestion alternative qui parie sur l'évolution du marché dans un sens.

High Yield : Obligations non convertibles émises par des entreprises présentant généralement un niveau d'endettement élevé, ayant un profil risqué et portant un rendement élevé.

Inversion de la courbe des taux : Lorsque les taux longs deviennent inférieurs aux taux courts, cela décrit le phénomène « d'inversion de la courbe des taux ».

Investment Grade : Obligations correspondantes à un niveau de risque faible et ayant comme notation des agences de rating situées entre AAA et BBB selon l'échelle de Standard & Pools.

Long/Short : Une stratégie de la gestion alternative qui tire profit des hausses comme des baisses du marché actions en associant un investissement à la hausse (long) dans des titres jugés sous-évalués avec des positions à la baisse (short) sur des sociétés surévaluées.

Obligation privé/Crédit : Titre de créance négociable représentatif d'une fraction d'un emprunt émis par une entreprise. En tant que créancier d'une entreprise, le porteur d'une obligation ne court pas le risque industriel de celle-ci puisque sa rémunération est contractuelle. Il sera remboursé avant les actionnaires en cas de faillite de l'entreprise. En contrepartie, il ne bénéficie pas des droits sociaux liés à l'action (droit au bénéfice et droit à la gestion de l'entreprise via le droit de vote).

Opportunités d'arbitrage : Les stratégies d'arbitrage consistent à profiter des inefficiences du marché (différences de cours entre deux placements identiques ou semblables sur le même marché ou sur des marchés différents) et de réaliser des gains.

Option : contrat entre deux parties par lequel l'une accorde à l'autre le droit (mais non l'obligation) de lui acheter (**option** d'achat) ou de lui vendre (**option** de vente) un actif, moyennant le versement d'une prime. L'achat (ou la vente) de cet actif se fera à un prix déterminé (prix d'exercice), durant une période (période d'exercice pour les **options** dites "américaines") ou à une date précise (**date d'exercice** pour les **options** dites "européennes"). Le fondement de l'**option** est la rémunération du **risque**.

Prime de risque : La prime de risque d'un marché financier mesure l'écart de rentabilité attendue entre le marché dans sa totalité et l'actif sans risque (l'obligation d'Etat). Pour déterminer la prime de risque propre à chaque titre, il suffit ensuite de multiplier la prime de risque du marché par le coefficient bêta du titre en question.

Spread : Ecart. Dans le cas des obligations gouvernementales, le spread désigne souvent l'écart entre taux longs et taux courts. Dans le cas des obligations privées et corporates, le spread désigne le plus souvent l'écart de rendement entre les obligations d'Etat et les obligations corporates qui doivent avoir des meilleurs rendements du fait de la prime de risque de crédit.

Volatilité : La volatilité de la valeur (ou du taux de rentabilité) d'un titre financier caractérise l'amplitude des variations de la valeur (ou de la rentabilité) de ce titre. Cette volatilité se traduit mathématiquement par une variance ou un écart-type. Dans une économie de marché, elle mesure en fait le risque de ce titre : plus un titre financier est risqué, plus son cours est volatil, et réciproquement.

