

Tendances du marché

Sommaire

Panorama des marchés internationaux

- Après avoir été fortement secoués en début d'année, les marchés financiers se sont stabilisés le mois dernier, comme nous l'avions prévu quatre semaines plus tôt.
- Le marché des obligations corporate fait figure d'exception dans la mesure où les spreads de crédit ont continué à s'élargir. Selon nous, ce phénomène spécifique aux obligations corporate est attribuable aux pressions continues subies par les marchés de crédit structuré.
- Nos prévisions pour les quatre prochaines semaines s'inscrivent dans la lignée de nos recommandations de janvier dernier. Si les assureurs de crédit américains obtiennent le capital nécessaire, les tensions devraient s'apaiser, même si l'entrée en récession des Etats-Unis est de plus en plus manifeste.

Marchés actions

- Fin janvier, nous avons prévu un rebond «temporaire» des actions que nous confirmons ce mois-ci.
- Si les risques se sont accentués, la position adoptée par la Fed et les mesures prises par le gouvernement américain sont plus satisfaisantes.
- Les primes de risque ayant atteint des points hauts historiques et le pessimisme restant de mise, nous maintenons nos prévisions modérées et positives à court terme pour les actions.
- En cas de reprise notable du marché, nous limiterions à nouveau le degré de risque.

Marchés obligataires

- Malgré les craintes continues de récession, les marchés obligataires ont connu un retournement en février. Soutenus par la stabilisation des marchés actions, les rendements à long terme de la zone euro et notamment ceux des Etats-Unis sont significativement remontés.
- Contrairement à la partie longue de la courbe, les rendements à court terme ont continué à décliner tandis que la Fed annonçait de nouvelles baisses de taux et que les



investisseurs concluaient que la BCE commencerait à les réduire en été.

- Nous prévoyons une stabilisation des marchés financiers pour le mois à venir. En particulier, le sauvetage probable des rehausseurs de crédit américains devrait permettre un retour à l'optimisme et favoriser une hausse des rendements. Les investisseurs doivent néanmoins rester prudents dans la mesure où le resserrement du crédit n'est pas terminé et que des périodes de plus faibles rendements se profilent.

Devises

- Le taux de change dollar/euro est récemment passé sous la barre de 1,50 pour 1 euro, essentiellement en raison des bonnes surprises réservées par la zone euro et des moins bonnes nouvelles aux Etats-Unis.
- Nous anticipons l'annonce de mauvaises données macro-économiques aux Etats-Unis et une nouvelle baisse des taux par la Fed. Le billet vert devrait donc selon nous se maintenir au-dessus de 1,50 pour 1 euro dans les semaines à venir.



GENERALI
Investments

Tableau 1

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

Panorama des marchés internationaux

Après avoir été fortement secoués en début d'année, les marchés financiers ont réussi à se stabiliser ces quatre dernières semaines. Depuis la dernière édition des « Tendances du marché », les actions ont progressé de plus de 2% aux Etats-Unis et dans la zone euro. Les rendements des obligations d'Etat à long terme ont, eux aussi, augmenté. Ces évolutions ont largement correspondu à nos prévisions, justifiant notre recommandation de ré-augmenter temporairement l'exposition au risque dans les portefeuilles.

L'importance du plan de sauvetage des rehausseurs de crédit

Nous maintenons nos précédentes recommandations pour le mois à venir dans la mesure où nous entrevoyons davantage de potentiel de rendement pour les actions et les obligations à long terme. Cette évaluation repose essentiellement sur la perspective d'un plan de sauvetage imminent destiné aux assureurs de crédit américains.

Nous considérons que les rehausseurs de crédit sont « trop importants pour s'effondrer ». Si les banques ne vont sûrement pas se réjouir des nouvelles pressions sur leur capital, refuser l'aide aux assureurs de crédit serait probablement bien plus coûteux dans la mesure où les portefeuilles de crédit structuré accuseraient de nouvelles pertes. Le régulateur américain des assurances a imposé un délai très court aux rehausseurs de crédit pour réunir le capital requis, de sorte que nous sommes convaincus qu'une solution sera bientôt proposée. Une solution pérenne profiterait aux marchés. Deux semaines plus tôt, le plan Warren Buffet a permis un rebond des marchés financiers, même s'il s'agissait plus d'une mesure « superficielle » que d'une véritable réponse au problème.

Malgré ces perspectives plutôt favorables à court terme, peut-on considérer que la présente conjoncture aboutira à un redressement du marché baissier ?

Tableau 2

Obligations	Actuel	1M	12M
Bons du Trésor à 10 ans	3,83	3,95	4,20
Bunds à 10 ans	4,04	4,10	4,40
JGB à 10 ans	1,48	1,50	1,70
Obligations d'entreprises	Actuel	1M	12M
Indice IBOXX Oblig Corp non fin	152	145	85
Devises	Actuel	1M	12M
USD/EUR	1,49	1,51	1,40
JPY/USD	107	108	110
GBP/EUR	0,76	0,75	0,76
Actions	Actuel	1M	12M
S&P 500	1366	1380	1450
DJ EURO STOXX TML	326	328	345

Valeurs actuelles = moyenne des cinq dernières séances

Comme nous l'avons déjà indiqué, les marchés devraient connaître un second repli dans les trois à six mois à venir. Deux raisons à cela.

Premièrement, les retombées économiques de la crise du crédit ne sont pas encore palpables, du fait de la structure du repli. Le ralentissement de l'économie mondiale se diffusera des marchés du crédit, aux consommateurs américains avant de toucher le commerce mondial. Ce n'est qu'à partir de là qu'il commencera à affecter l'économie mondiale. Ce phénomène met du temps à se propager. Nous pensons pour l'instant que les retombées du fléchissement américain commenceront à se faire sentir sur l'économie mondiale dès l'été. Si ces prévisions sont avérées, elles généreront des craintes de contagion à l'échelle mondiale, qui pèseront à nouveau sur les actifs à risque.

La seconde raison a trait à la probabilité de nouvelles dépréciations d'actifs liées à l'exposition aux subprimes. Les pertes de crédit et dépréciations d'actifs actuellement annoncées s'établissent autour de 170 Md USD. Ce chiffre déjà élevé ne représente que la moitié des dépréciations totales actuellement attendues. Nous prévoyons d'autres annonces de pertes significatives pour ce trimestre, qui s'expliquent d'une part par les prix immobiliers, toujours en baisse, qui rendent moins « attractifs » les produits de crédit structuré exposés aux subprimes, et d'autre part par les procédures comptables. Une norme publiée en septembre 2006 par la FASB américaine (« FAS 157 ») interdit aux sociétés de reporter les pertes anticipées. Les pertes doivent être déclarées à une date aussi proche que possible de leur occurrence. Avec le début de la saison de publication des résultats du premier trimestre en avril, le sentiment du marché pourrait à nouveau se détériorer.

Les spreads au sein du marché des obligations corporate ont continué à s'élargir malgré l'amélioration de la conjoncture.

Cet écart s'explique principalement par l'origine du repli, notamment les excès du secteur du crédit structuré. Nombre de positions prises sont actuellement dénouées (vente forcée), tirant les primes de risque à la hausse pour l'ensemble des actifs

liés au risque de crédit. Si les plus hauts ne sont peut-être pas encore visibles, les spreads commencent à devenir attractifs en termes de valorisation.

Marchés actions

Les rendements des actions se sont stabilisés au cours du mois et les indices européens se sont notamment bien comportés par rapport aux indices américains. Cela dit, la performance du S&P500 reste supérieure de 300 points de base (pb) depuis le début de l'année. Ce sont le dollar et la position de la Fed qui contribuent le plus à cette amélioration relative des performances. Les marchés émergents ont progressé de 7% et la Russie de 9%. Après avoir reculé en début d'année à l'issue d'une longue période de survalorisation, l'indice MS des marchés émergents semble à nouveau se diriger vers une bulle. L'indice Pacifique hors Japon affiche une hausse de 3,7% et semble davantage correspondre à la valorisation théorique. Les matériaux de base et l'énergie ont réalisé un beau parcours, contrairement aux distributeurs, au secteur pharmaceutique et aux valeurs Télécoms.

Produits de base et taux d'intérêt

Les produits de base ont progressé de 9,5% (métaux compris) et notamment les produits agricoles, en nette augmentation de 16%. Le prix du baril de pétrole est grimé à 100 dollars et a augmenté de 6,5% depuis fin janvier. La courbe des rendements a connu une nouvelle pentification de respectivement 15 et 34 pb en Europe et aux Etats-Unis. Enfin, les écarts de rendement des obligations corporate se sont à nouveau élargis. A l'exception de l'appréciation du prix des métaux, qui représente un signe de confiance à court terme dans l'évolution du cycle économique, les autres variables indiquées ont pénalisé les actions. Les craintes d'inflation devraient notamment perdurer à court terme, pesant en particulier sur les actions de la zone euro. A cet égard, la divergence de position entre la BCE et la Fed pourrait s'accroître au détriment du billet vert et de la croissance des exportations de la zone euro. Les taux à 10 ans

ont augmenté de 12 pb en Europe et de 27 pb aux Etats-Unis, ce qui pourrait être de bon augure compte tenu de l'actuelle corrélation positive entre les actions et les rendements.

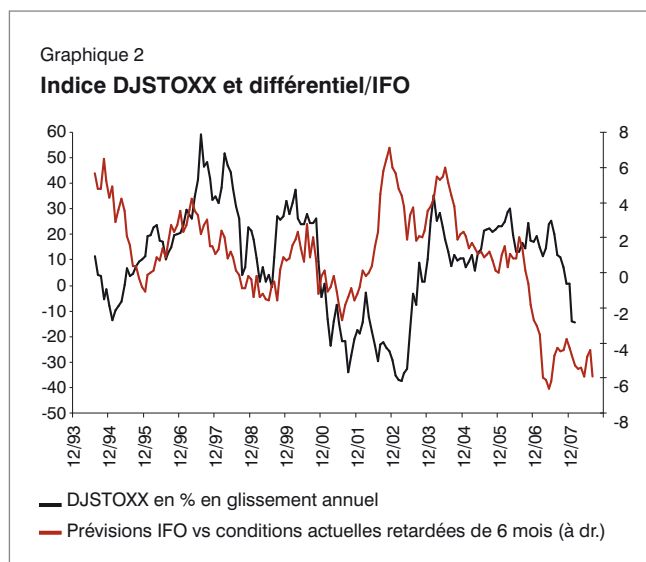
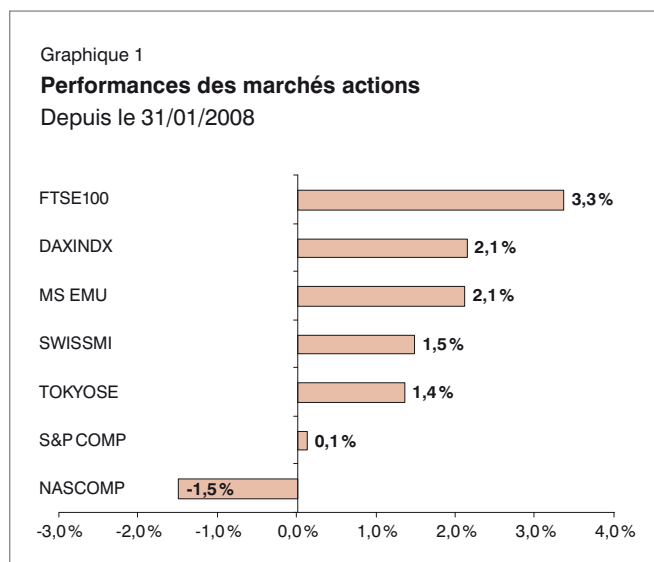
Risque de crédit

Tout semble se détériorer au niveau du crédit, les efforts politiques réalisés par la Fed constituant les seules bonnes nouvelles. L'écart de rendement des obligations d'entreprises notées BBB de la zone euro ou de la dette bancaire subordonnée s'est élargi d'environ 20 pb au cours du mois. Celui de la dette est particulièrement supérieur aux plus hauts observés en 2002. Les indices ABX et ITRAXX ont connu de fortes variations, signalant une nouvelle perte de cours substantielle par rapport à la valeur nominale théorique de 100. Comme nous l'avons déjà indiqué, d'autres segments du crédit seront touchés, sans que les effets définitifs ne soient clairs.

Impact économique sur les résultats et les actions

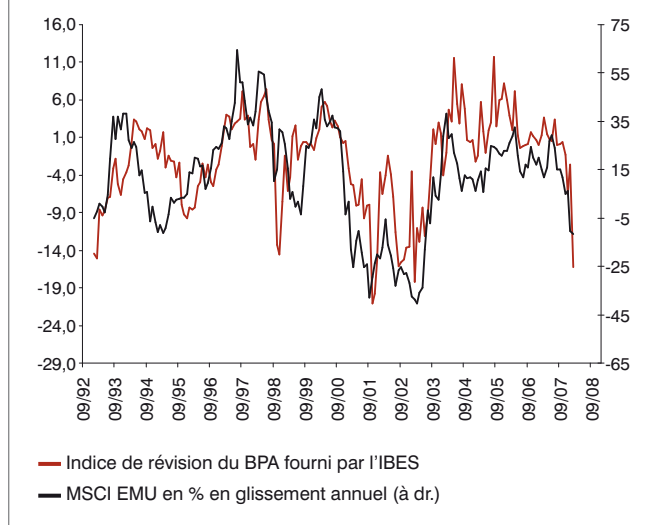
Les principaux indicateurs sont décevants tant aux Etats-Unis qu'en Europe. Le graphique montre que le marché évolue selon une tendance qui est considérée comme une tendance irrégulière de l'IFO. Aux Etats-Unis, le marché immobilier affecte les revenus et la confiance des ménages: l'ISM devrait poursuivre sa baisse de même que le taux d'emploi.

En Europe, la pression sur les salaires s'accroît, dans un contexte de forte croissance des dépenses en capital (en augmentation constante au cours des derniers trimestres par rapport aux ventes), de durcissement de la politique monétaire de la BCE et de faiblesse du dollar. Les marges sont en danger et les prévisions de BPA pour 2008 seront certainement revues à la baisse. Ceci s'était jusqu'à présent peu manifesté compte



Graphique 3

Indice MSCI EMU et indice de révision du BPA à 12 mois fourni par l'IBES



tenu des bons résultats publiés aux Etats-Unis au quatrième trimestre par les entreprises – hors secteur financier – en progression de 12% en glissement annuel.

La situation devrait se présenter différemment à l'avenir: les graphiques montrent à quel point les analystes ont revu le BPA à la baisse le mois dernier. Les pressions inflationnistes contribuent également à miner le sentiment et avec la récente flambée des prix du pétrole et des aliments, le thème de l'inflation devrait perdurer pendant quelques temps, jusqu'à ce que les effets du tassement du cycle économique soient plus manifestes.

La croissance des marchés émergents sera mise à rude épreuve même si l'écart par rapport aux pays occidentaux restera inchangé: les attentes doivent être modérées et les sociétés largement exposées à ces pays pourraient être temporairement pénalisées.

La croissance du BPA en Europe pourrait être nulle pour 2007, en tenant compte des pertes des banques. Les analystes prédisent une hausse de 6%. Il est alors parfaitement envisageable d'obtenir une croissance nulle en 2008, voire un ralentissement de l'ordre de 10–15%, comme cela s'est déjà produit dans des circonstances similaires (dépréciations d'actifs comprises). Les actuelles prévisions du consensus pour l'Europe en 2008 tablent sur une croissance de 8%, 7% notamment pour les banques. Si ce scénario moins « optimiste » se concrétisait, nous nous trouverions alors face à la situation la moins favorable que nous avons exposée en décembre.

Comment s'expliquent les perspectives plus réjouissantes à court terme?

Si l'actualité récente présente l'inconvénient d'avoir surtout annoncé de mauvaises nouvelles, la Fed et le gouvernement américain sont plus actifs pour proposer des solutions. Les fonds souverains, l'activité de fusion et acquisition et la faiblesse du dollar apportent également leur contribution.

Par ailleurs, les modèles à court terme des Etats-Unis sont positifs et les primes de risque liées aux actions ont atteint des niveaux sans précédent. Les indicateurs de confiance se sont également fortement dégradés.

Ainsi, les rendements pourraient être favorables à court terme, bien que nos conclusions semblent comporter une grande part de risque. Nous considérerions un rebond sensible du marché comme une opportunité pour réduire à nouveau le risque.

Marchés d'actions Japon

Stabilisation des actions japonaises le mois dernier

Après avoir accusé un net repli en janvier, les actions japonaises ont rattrapé une partie de leurs pertes ces dernières semaines. Les baisses de taux d'intérêt de la Fed fin janvier, l'apaisement dans une certaine mesure de la situation des rehausseurs de crédit américains, associés à l'annonce d'un PIB japonais bien plus élevé au quatrième trimestre de 2007, ont ravivé la confiance des investisseurs mondiaux et contribué à la progression des actions japonaises dans un contexte de volatilité des marchés ces dernières semaines.

Une progression modérée reste probable malgré la détérioration des données

Le retour à l'optimisme pourrait selon nous se maintenir pendant quelques semaines. Les investisseurs ont été agréablement surpris par l'annonce au quatrième trimestre 2007 d'un PIB en hausse de 0,9% par rapport au trimestre précédent. En outre, selon une enquête réalisée par la banque Shoko Chukin, la faible confiance des industriels est remontée pour la première fois depuis septembre dernier. En février, elle reste néanmoins proches du plus bas sur cinq ans. Les perspectives du marché du travail et d'évolution des salaires restent donc sombres alors que les petites et moyennes entreprises demeurent plutôt pessimistes. De plus, les analyses n'augurent rien de bon pour la croissance globale. Nous nous attendons également à ce que le ralentissement américain pénalise la croissance japonaise. Les données économiques vont probablement réserver de mauvaises surprises. En janvier, la production industrielle a déjà reculé de 2%, un chiffre supérieur aux anticipations. Environ deux tiers de ce déclin sont attribuables à la réduction de la production de pièces et appareils électroniques et d'équipement de transport.

Malgré la dégradation attendue des données économiques, les actions japonaises devraient modérément progresser en mars. D'une part, la crise des subprimes touche le Japon qui reste la zone la moins affectée parmi les grandes régions économiques. La tendance baissière des révisions de résultats est donc moins marquée. D'autre part, la Fed devrait baisser les taux à la mi-mars, permettant ainsi une certaine reprise à court terme. Nous considérons par ailleurs que les craintes à l'égard des risques liés aux assureurs obligataires américains sont exagérées et qu'un plan de sauvetage devrait probablement être mis en place. De nouvelles pertes associées aux crédits subprimes pourraient ainsi être évitées. Enfin, le fonds souverain chinois prévoit d'investir jusqu'à 10 Md USD en actions japonaises, ce qui pourrait porter ses fruits à plus long terme.

Marchés obligataires

Dans notre précédente édition, nous soulignons que les marchés obligataires avaient déjà pris en compte la récession américaine. Même si un fléchissement marqué de la croissance nous semblait inévitable, nous anticipions un retournement modéré des marchés obligataires à court terme. En réalité, les marchés actions ayant quelque peu rebondi en février et la perspective d'une solution à l'actuel problème des rehausseurs de crédit américains se faisant de plus en plus probable, les rendements à long terme ont progressé plus fortement que prévu. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est grimpé de pratiquement 30 pb et son équivalent dans la zone euro est en hausse de 10 pb, franchissant à nouveau la barre des 4%.

Pentification des courbes

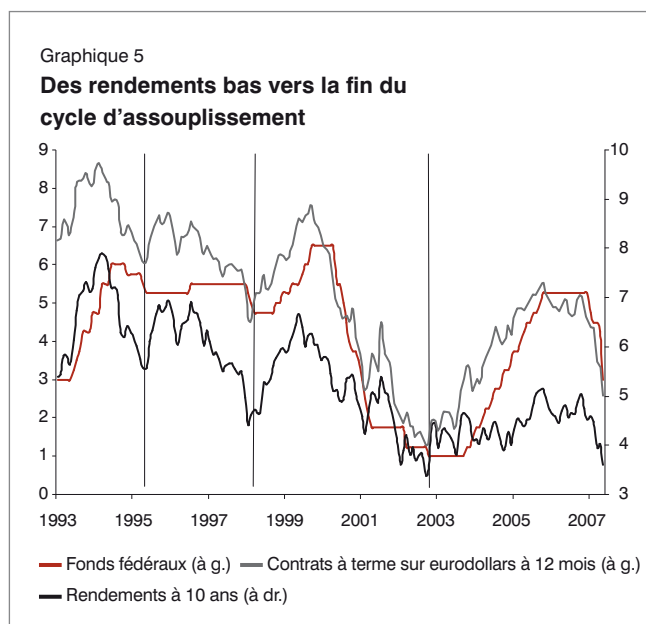
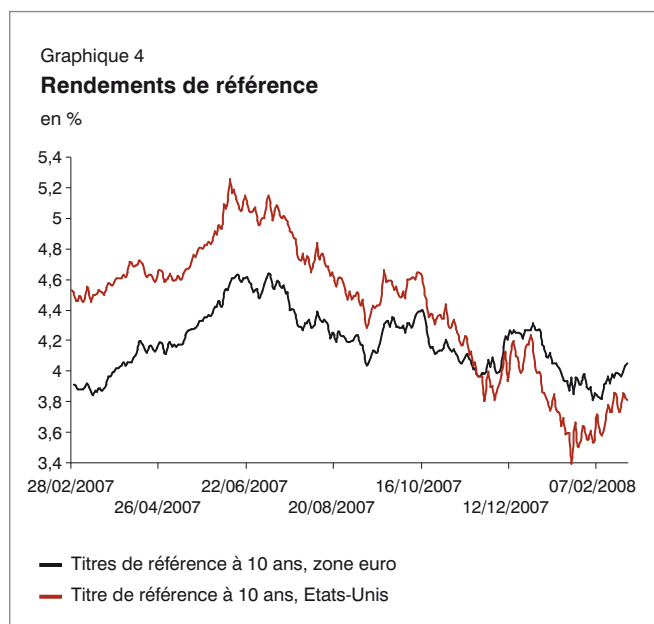
Les parties longues des courbes n'ont pas été les seules à évoluer selon les mêmes tendances: le segment court aux Etats-Unis et dans la zone euro a lui aussi suivi. La Fed a, sans surprise, tiré de nouveau à la baisse les rendements américains à court terme. Toutefois, le ton plus conciliant de la BCE par rapport à début février a provoqué un net recul des rendements à court terme dans la zone euro. Ce n'est que récemment que ceux-ci sont remontés, sous l'effet de l'amélioration des données économiques de la zone euro au-delà des attentes et du rappel des craintes d'inflation par les membres de la BCE. Au final, le spread entre les rendements à 2 et à 10 ans de la zone euro s'est élargi de 20 pb, à plus de 70 pb. La pentification aux Etats-Unis était encore plus prononcée. L'actuel spread de 185 pb dépasse de 45 pb celui du mois dernier. Ainsi, la politique monétaire porte ses fruits et l'idée selon laquelle les baisses de taux opérées par la banque centrale seraient vaines peut être trompeuse. La pentification est indispensable pour rétablir la rentabilité des banques dans la mesure où elle permet la transformation rentable des échéances. Même si elle est déjà bien entamée, nous estimons que la pentification n'est pas terminée et pensons que la Fed va continuer à réduire les taux et que la BCE devrait commencer à baisser les siens cet été. Ceci permettra au final de surmonter l'actuelle crise financière.

Le resserrement du crédit n'est pas terminé

Malgré le rebond des rendements à long terme et la stabilisation des marchés financiers ces dernières semaines, de nombreux segments du marché restent instables. La période de désendettement se poursuit et devrait selon nous se prolonger pendant quelques temps, compte tenu de la baisse des capitaux propres des banques imputable aux pertes liées à la crise des subprimes. Les marchés sont donc pénalisés par la vente forcée d'actifs à risque. En février, le problème sous-jacent des rehausseurs de crédit américains et l'éventualité d'un déclassement ont contribué à la détérioration de la performance des crédits. Qui plus est, d'autres segments du marché se sont retrouvés en difficulté. Le marché des obligations municipales à court terme a été confronté à des problèmes de liquidité alors que les investisseurs s'en sont détournés de crainte d'un déclassement des rehausseurs de crédit américains et du déclassement subséquent des obligations municipales. La perspective d'une récession américaine, qui entraînerait d'autres déclassements (pas seulement concernant les prêts liés au marché hypothécaire), a également fait fuir les acheteurs. Nous restons prudents même si un sauvetage des rehausseurs de crédit pourrait permettre une reprise à court terme. Jusqu'à l'apparition de signes de rebond du marché du logement américain – toujours au cœur du problème – ou de sortie du tunnel, certains segments du marché de la titrisation demeureront probablement gelés et les spreads de crédit devraient rester élevés.

Un certain potentiel haussier à court terme pour les rendements

Il y a un mois, nous prévoyions que l'actuel recul des marchés des obligations d'Etat perdurerait. Un plan de sauvetage des rehausseurs de crédit américains constitue l'issue la plus probable dans la mesure où une séparation en deux (assurance des obligations municipales/assurance des titres plus risqués) s'avérerait plus coûteuse pour les banques. Par ailleurs, les valorisations obligataires paraissent chères. Malgré le récent repli, l'actuel rendement annuel est bien plus élevé que celui des actions. Une nouvelle surperformance des obligations



semble peu probable. Les fondamentaux des obligations américaines ne justifient pas un prix aussi élevé. Diminué par l'IPC officiel, l'actuel rendement à 10 ans est proche de son plus bas sur plusieurs décennies. Même si les données économiques aux Etats-Unis devraient rester peu favorables et confirmer nos prévisions d'économie américaine au bord de la récession, il est peu probable que le rendement réel poursuive sa chute. Nous tablons donc sur une remontée des rendements à long terme côtés américain et européen, les Etats-Unis se retrouvant à nouveau en tête.

Ces prévisions à court terme ne devraient cependant pas être considérées comme présageant une tendance baissière à moyen terme pour les obligations. A plus long terme, nous estimons que de nouvelles opportunités d'allongement de durée se présenteront. Le contexte global de resserrement continu du crédit, d'assouplissement des banques centrales, de recul de la croissance et de chute de l'inflation devrait doper les obligations.

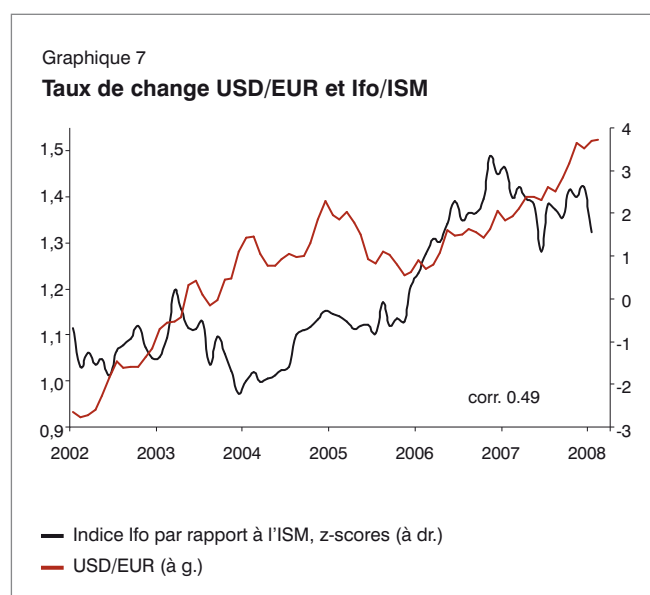
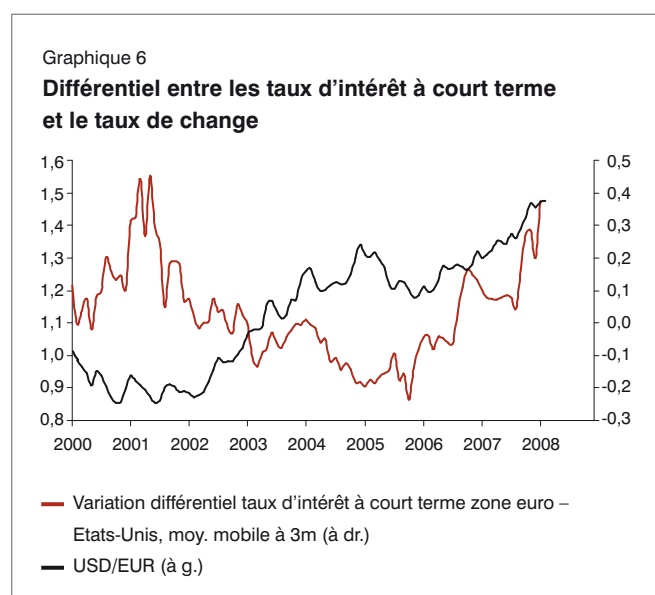
Devises

Le dollar s'est comme prévu déprécié face à l'euro ces quatre dernières semaines. Avec une parité de 1,49 pour 1 euro, il était même légèrement supérieur à notre prévision de 1,48. La fourchette de négociation était remarquablement large: début février, les espoirs de baisse de taux par la BCE ont été alimentés par Monsieur Trichet qui a affirmé que les risques pour la croissance de la zone euro se sont accrus. Cela dit, lors de sa dernière conférence de presse, la BCE a clairement indiqué que des baisses de taux ne sont pas à prévoir dans un avenir proche. Par contraste, la flambée des prix du pétrole a alimenté les prévisions d'inflation à court terme. En outre, les principaux indicateurs macroéconomiques ont surpris par leur hausse, comme les indices flash PMI et IFO. Ceci, associé au fait que Monsieur Bernanke a alimenté les rumeurs de baisse significative des principaux taux, a causé le repli du billet vert à 1,50 pour 1 euro. La faiblesse du dollar était généralisée, touchant également un plancher en termes de taux de change effectif.

Nous n'entrevoions aucun signe d'appréciation du dollar pour le mois à venir. Nous prévoyons par contraste que les chiffres de février montrent de nouvelles pertes d'emploi et que la Fed baisse les taux d'au moins 50 pb. Nous anticipons aussi une

nouvelle publication de mauvais résultats par le secteur financier, concernant les entreprises qui n'avaient pas été touchées par la crise des subprimes jusqu'à présent, accentuant ainsi les risques systémiques pour l'économie américaine, tout du moins dans la perspective du marché. Nous prévoyons une parité de 1,51 dollar pour 1 euro d'ici à un mois.

Nous considérons que l'actuelle reprise de l'euro ne va pas durer à moyen terme. Elle s'explique par l'entrée en récession des Etats-Unis à un moment où la conjoncture semble encore solide dans la zone euro. Nous estimons néanmoins que l'essoufflement de l'activité économique de la zone euro est décalée par rapport aux Etats-Unis. Aussi l'actualité devrait-elle se dégrader sensiblement au cours du deuxième trimestre jusqu'en milieu d'année. Même l'euro semble pour l'instant onéreux compte tenu de l'activité économique. La BCE devrait finalement adopter une position moins intransigeante et annoncer des baisses de taux. Nous pensons donc que le billet vert va atteindre son point bas cyclique face à l'euro au deuxième trimestre et se réapprécier au second semestre. Nous tablons sur un retour à une parité de 1,40 dollar pour 1 euro dans les douze mois à venir.



Auteurs:

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

Tél.: + 49 221/1636-340

E-mail: klaus.wiener@geninvest.de

Actions: **dott. Michele Morganti**

Tél.: + 39 040/671-599

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

Actions Japon: **Dr. Markus Irngartinger**

Tél.: + 49 221/1636-349

E-mail: markus.irngartinger@geninvest.de

Marchés obligataires: **Dr. Florian Späte**

Tél.: + 49 221/1636-367

E-mail: florian.spaete@geninvest.de

Devises: **Dr. Martin Wolburg**

Tél.: + 49 221/1636-346

E-mail: martin.wolburg@geninvest.de

Publication

Directeur de Recherche:

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

Équipe:

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

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

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

Dr. Markus Irngartinger (Tél.: +49 221/1636-349)

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

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

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

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

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

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

Frank Ruppel (Tél.: +49 221/1636-347)

Courrier électronique Allemagne:

prénom.nom@geninvest.de

Courrier électronique Italie:

prénom.nom@am.general.com

Publié sous la direction de:

Astrid Süße (Tél.: +49 221/1636-354)

Distribué par:

Generali Investments Research Department

Cologne, Allemagne · Trieste, Italie

Gereonswall 68, D-50670 Köln

Version terminée le:

29 février 2008

Sources des tableaux et graphiques:

Thomson Financial Datastream, propres calculs.

Generali Investments, Cologne/Trieste 2008 · Generali Investments a conduit des recherches minutieuses et vérifié les informations contenues dans la présente publication. Néanmoins, Generali Investments décline toute responsabilité quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations en question.

Generali Investments France

7 boulevard Haussmann

F-75309 Paris Cedex 09

Phone: +33 1 58 38 18 74

E-Mail: gif-marketing@general.com