

PHI

1. L'environnement économique

La conjoncture boursière de ce premier semestre boursier a été éprouvante. Le bilan ressort largement négatif. Toutes les places ont enregistré des contre-performances et leurs indicateurs sont dans le rouge. Les replis avoisinent les 15 % pour les places américaines ou japonaises, et les 20 % en Europe. Les marchés financiers ont été fortement impactés par la crise des « 3 F » (Fuel, Finance, Fall of the dollar – pétrole, finance et chute du dollar). Les valeurs financières ont largement souffert de cette situation qu'elles soient ou non fortement exposées à la crise des « subprimes ». Dans leur activité, les institutions bancaires ont fortement pâti de la crise hypothécaire immobilière américaine. Contraintes de reconstituer leur solvabilité en faisant appel aux marchés financiers, elles ont été victimes de la perte de confiance de l'ensemble des intervenants de la place. Les Banques Centrales, pour calmer les inquiétudes, ont facilité l'accès à plusieurs lignes de crédits à court terme pour permettre la continuité de l'activité bancaire et financière dans des conditions correctes.

Le ralentissement économique américain s'est propagé sur l'ensemble de l'activité mondiale en raison de la conjonction d'un choc des prix (du pétrole, des matières premières agricoles et de l'alimentation), des tensions qui perdurent sur les marchés financiers et des conditions plus restrictives de la part des banques pour l'octroi de crédits qui pèsent sur l'investissement des entreprises et des ménages. Le baril du Brut a battu de nouveaux records (au delà des 147 dollars) ; faisant l'objet de mouvements de spéculation, comme l'ensemble des matières premières, il contribue au premier chef aux tensions inflationnistes mondiales.

Aux **Etats-Unis**, Ben Bernanke, le Président de la Fed s'est efforcé de soutenir l'économie en baissant à plusieurs reprises, depuis le début de l'année, son principal taux directeur qui atteint son niveau le plus bas depuis novembre 2004 : 2 % (en mai). Sa stratégie repose clairement sur la relance de l'économie caractérisée par un marché immobilier bloqué, l'augmentation du nombre de demandeurs d'emploi, une devise affaiblie, la croissance revue à la baisse et l'inflation proche de 5 %. La Fed est également intervenue pour contribuer à la sauvegarde du secteur bancaire. L'opération la plus significative de ce premier semestre a été celle de la 5^{ème} banque d'affaires américaine, Bear Stearns, rachetée par JP Morgan Chase, avec le concours financier (événement inédit) de la Fed.

En **zone euro**, dans un contexte de surchauffe inflationniste et malgré un net ralentissement de l'activité, le Gouverneur de la Banque Centrale Européenne, J-C. Trichet a augmenté de 0,25 point le principal taux directeur à 4,25 %, prenant le risque de faire l'impasse, temporairement, sur la croissance. Cette décision a été très critiquée par les pays membres en mal de relance de leur économie. Les entreprises européennes subissent les conséquences de la combinaison d'un pétrole cher qui fait fondre leurs marges (le surcoût n'étant qu'imparfaitement répercuté sur le prix final), et une devise forte freinant leurs exportations.

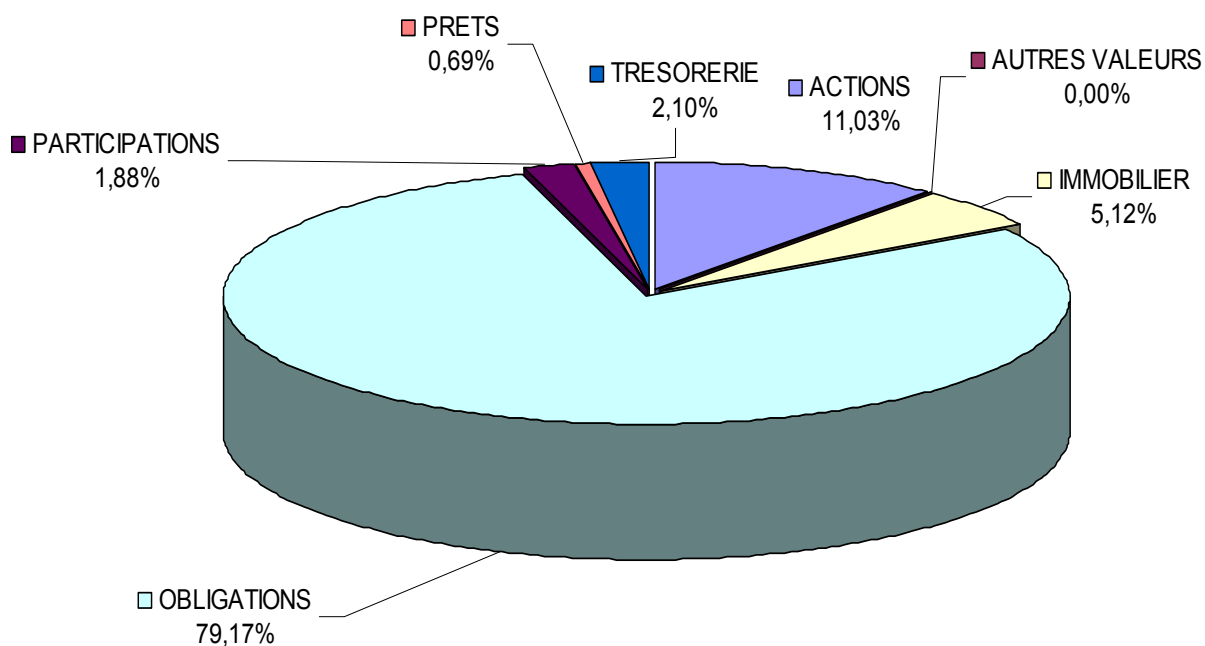
En **France**, le thème du pouvoir d'achat est au centre de toutes les réformes pour relancer une consommation en net retrait, avec un marché immobilier au ralenti, des entreprises inquiètes par un euro fort et une croissance revue à la baisse.

2. Notre politique d'investissement

Encours sous gestion au 30/06/2008 : 7 991,24 millions d'euros (Valeur boursière)

Répartition des actifs :

G.VIE EPARGNE / Y Répartition par instrument au 30/06/08



Principales lignes au 30/06/2008 :

| Actions | Obligations |
|------------------------------|-------------------------------|
| GENERALI AMER.DU NORD I FCP | BELGIQUE 3.25%06-16 OLO S.47 |
| GENERALI GLOB EQU SICAR | P08/09 EUR6M/4.48 |
| EPARGNE RETRAITE INTL FCP | OAT 1%05-25072017 INDX |
| GTIF MULTI-STRATEGY FCP 4DEC | GRECE 6.5%99-19 |
| GENERALI JAPON I FCP | GRECE 5.25%02-12 |
| GENERALI HEDGE LCF FCP | ALLEMAGNE 3.75%04-040115 |
| GENERALI EURO-ACTIONS D 4DEC | OAT 3%05-25102015 |
| GENERALI GLOB EQU SICAR | DEUTSC.BK 4.50%08-070311 EMTN |
| TELCO | ESPAGNE 3.80%06-310117 |
| GENERALI INV.HI CEE S.AY D | OAT 3.75%05-25042021 |

- **La politique de gestion actions**

Le rebond boursier du début d'année a fait progressivement place à une tendance générale à la baisse. Les marchés actions ont quasiment effacé l'ensemble des gains enregistrés lors de la hausse de mars dernier. Ce retournement s'explique essentiellement par les annonces de nouvelles pertes liées aux subprimes qui ont provoqué de nouvelles dépréciations d'actifs dans les secteurs banques et assurances au 2^{ème} trimestre, puis par des baisses de leurs « ratings » par les agences de notations. A cette situation déjà quelque peu préoccupante viennent se rajouter les records sur le prix du pétrole, l'augmentation des prix alimentaires et la progression des tarifs des services aux collectivités avec, à terme, le risque sérieux de contraction des dépenses de la part des ménages.

Dans cet environnement financier dégradé et incertain, notre politique d'investissement est restée prudente. Nous avons poursuivi la mise en place d'un portefeuille défensif, avec une sous représentation de petites et moyennes capitalisations. Le portefeuille est par ailleurs relativement équilibré entre valeurs de croissance et valeurs de rendement. Nous avons géré de manière active nos différentes positions en combinant une approche « Top down » (macroéconomique) et « Bottom up » (sélection de titre). Notre politique de gestion est ainsi volontairement interventionniste, ce qui se traduit par des achats dans les forts mouvements de baisse, et des ventes dans les phases de reprise.

Nous avons d'une manière générale allégé notre pondération sur les valeurs bancaires et, anticipant des prises de bénéfices liées à la bulle spéculatives sur les marchés des matières premières, nous avons également vendu la majeure partie des actions liées à ce secteur. A titre d'exemple, nous nous avons cédé nos lignes sur Natixis, RBS (Royal Bank of Scotland), Dexia, Rio Tinto, BHP Billiton.

En ce qui concerne les acquisitions, nous avons profité des phases de vifs retournements des marchés pour acheter des actions de sociétés présentant des valorisation attractives. A titre d'exemple nous avons acquis des valeurs telles que France Télécom, Porsche, Continental et Legrand.

Conformément à notre politique de gestion prudentielle, nous avons poursuivi notre politique de sécurisation de plus values latentes via l'utilisation d'instruments de couverture.

• La politique de gestion obligataire

Dans un contexte de baisse des marchés actions en début d'année, les obligations ont joué pleinement leur rôle de valeur refuge pour des investisseurs quelque peu désorientés. Au premier trimestre, la partie courte de la courbe a particulièrement évolué à la baisse, reflétant les interventions agressives des banques centrales. Par la suite, les inquiétudes liées aux tensions inflationnistes ont eu comme principal effet d'accroître les rendements, toutes échéances confondues. L'évolution de la courbe des taux est représentative du tiraillement des marchés entre les craintes inflationnistes et celles pesant sur la croissance : le mouvement de pentification amorcé au 1^{er} trimestre tant aux Etats-Unis qu'en Europe s'est, par la suite, inversé jusqu'à l'aplatissement voire l'inversion. Cette tendance renforce l'idée que le financement de l'économie est en train de devenir moins abondant et plus onéreux, indépendamment de la politique menée par les banques centrales. Un an après le début de la crise du crédit, les rendements des emprunts d'Etat remontent sous la double pression des risques d'inflation et de la défiance croissante vis-à-vis de la dette globale. Face aux incertitudes et au retour de la volatilité sur les marchés obligataires, notre politique d'investissement a visé à tirer profit de l'élargissement des primes de risques sur les obligations (spreads), notamment en ce qui concerne les émetteurs du secteur privé (crédits entreprise).

Saisir les opportunités de marchés au fur et à mesure de l'évolution de la courbe des taux :

Depuis le début de l'année (tendance du 1^{er} trimestre), nos investissements ont privilégié, dans une certaine mesure, la partie courte de la courbe des taux (2/3 ans). Nous avons néanmoins, en fonction des opportunités, procédé à des investissements sur des échéances plus longues. Dans un premier temps, nous avons arbitré des titres d'Etat au profit d'obligations garanties par l'Etat, ces dernières procurant une meilleure rémunération à risque identique. Par la suite, la hausse des taux liée aux craintes inflationnistes ayant impacté positivement les rendements obligataires à long terme, nous nous sommes progressivement, à nouveau, portés acheteurs de titres d'Etat de maturité 10 ans.

Le rendement moyen des portefeuilles a évolué à la hausse sur le semestre.

Fort d'un volume significatif à investir sur les marchés obligataires; parallèlement à nos investissements en titres d'Etat ou garantis par un Etat, nous avons diversifié nos actifs en achetant des obligations de notations inférieures, appartenant au segment des émetteurs privés et présentant des rémunérations attractives. Ces investissements qui ont essentiellement concerné des entreprises de grandes capitalisations ont un peu abaissé le « rating » moyen des portefeuilles mais également permis d'améliorer leur rendement.

Répartition sectorielle de nos achats sur le segment des emprunts du secteur privé :

Les secteurs les plus représentés sont : les Financières (JP Morgan, Crédit Agricole, Deutsche Bank, FORTIS ...), les Services aux collectivités (EON...), les Télécoms (British Telecom) ainsi que les Industrielles (Daimler, Saint Gobain, Schneider, Siemens...).

Le portefeuille obligataire au 30/06/08:

| Rating | % |
|---------------|----------------|
| ETAT | 61,04% |
| AAA | 18,60% |
| A | 3,96% |
| AA- | 3,73% |
| BBB+ | 3,67% |
| A- | 3,36% |
| A+ | 2,87% |
| BBB | 1,30% |
| AA | 1,14% |
| AA+ | 0,24% |
| BBB- | 0,09% |
| Total | 100,00% |

| Maturité | % |
|-----------------|----------------|
| De 10 à 30 ans | 54,76% |
| De 7 à 10 ans | 28,12% |
| De 3 à 5 ans | 6,24% |
| De 1 à 3 ans | 4,30% |
| De 5 à 7 ans | 4,16% |
| Plus de 30 ans | 2,03% |
| Moins de 1 an | 0,40% |
| Total | 100,00% |

Sensibilité au 30/06/2008 :5,76

Duration au 30/06/2008 : 6,07