

Krach obligataire : Mythe ou Réalité ?

Nicolas Forest, Head of Interest Rate Strategy

Koen Van de Maele, CFA, Global Head of Fixed Income

6 Octobre 2009 - Bruxelles

Krach obligataire : Mythe ou Réalité ?

Nicolas Forest, Head of Interest Rate Strategy

Koen Van de Maele, CFA, Global Head of Fixed Income

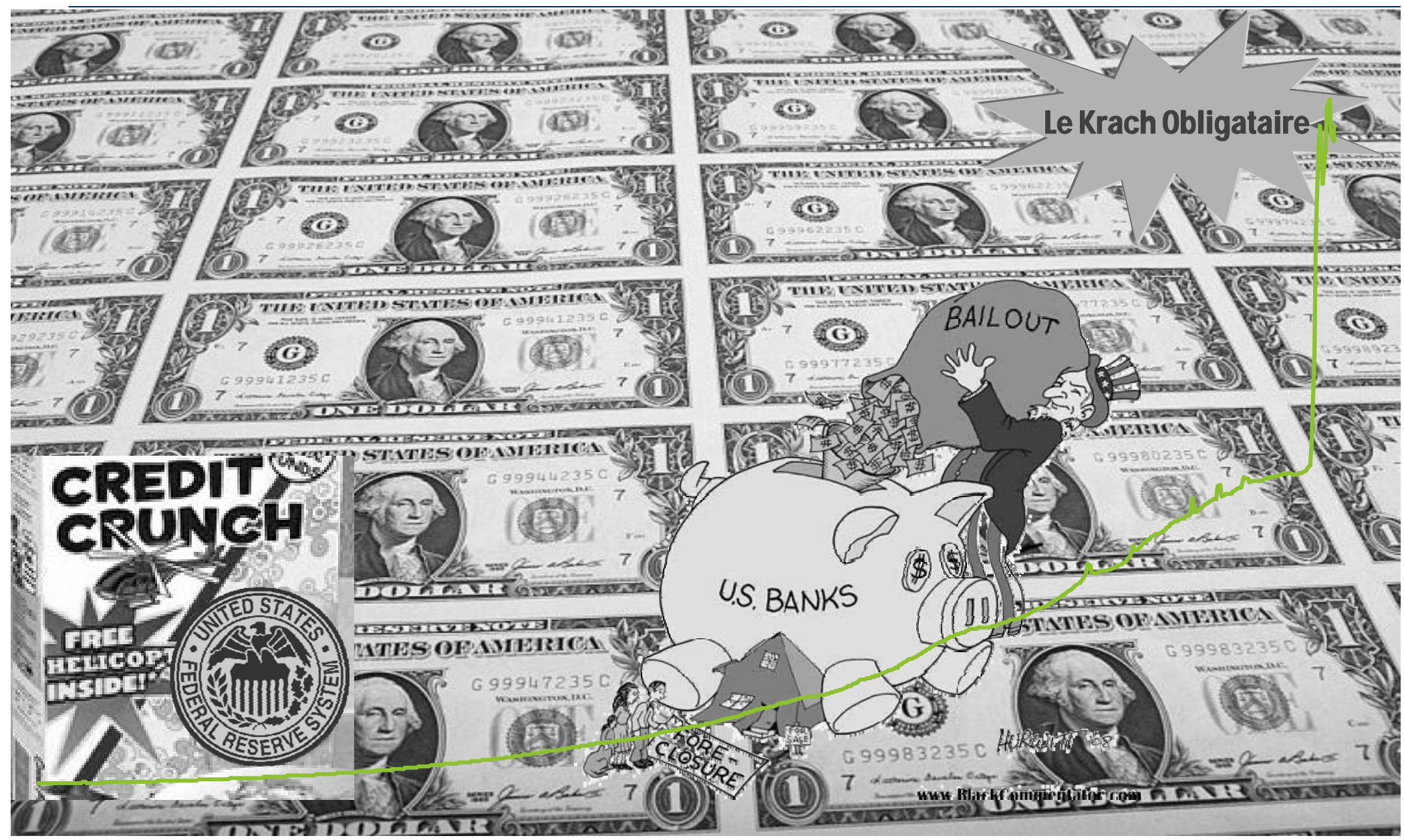
6 Octobre 2009 - Bruxelles

Agenda

- I. The Usual Suspects
- II. Peut-on avoir confiance dans les Banques Centrales ?
- III. Peut-on avoir confiance dans les Gouvernements ?
- IV. Peut-on avoir confiance dans les marchés obligataires ?
 - Les obligations gouvernementales
 - Les obligations d'entreprise

The Usual Suspects

— Les maniaques de la planche à billet et de l'endettement public...



The Usual Suspects

... pourraient entraîner un krach obligataire ?

“Central banks around the globe **are printing money**, lowering interest rates, and altogether loosening up monetary policy—all of which will lead to inflation and high commodity (i.e., gold) costs.” *Epoch Times*, 15 Septembre 2009



“At some point, the Fed will need to drain this cash out of the financial system as it raises interest rates. **If it doesn't act soon enough**, it could risk letting inflation rise above desired levels.” *The Wall Street Journal*, 17 Septembre 2009



« L'ensemble de la dette américaine (État, entreprises, ménages) est de 400 % du PIB, proche des niveaux de 1929», prévient Michaël Benhaïm, responsable de la gestion obligataire chez Pictet. **Faut-il craindre un krach obligataire ?** « On ne peut pas écarter ce scénario lors de la sortie de crise» *Moneyweek*, 25 Juin 2009

“The U.S. Congressional Budget Office is pegging the federal budget deficit for 2009 at US\$1.6-trillion "I would not be surprised that at some point after **2011 that yields rise as high as 6% to 7%.**" says Mr. Zandi chief economist of Moody's. This rise in yields would equate to significant capital losses for bondholders.” *Financial Post*, 22 Septembre 2009

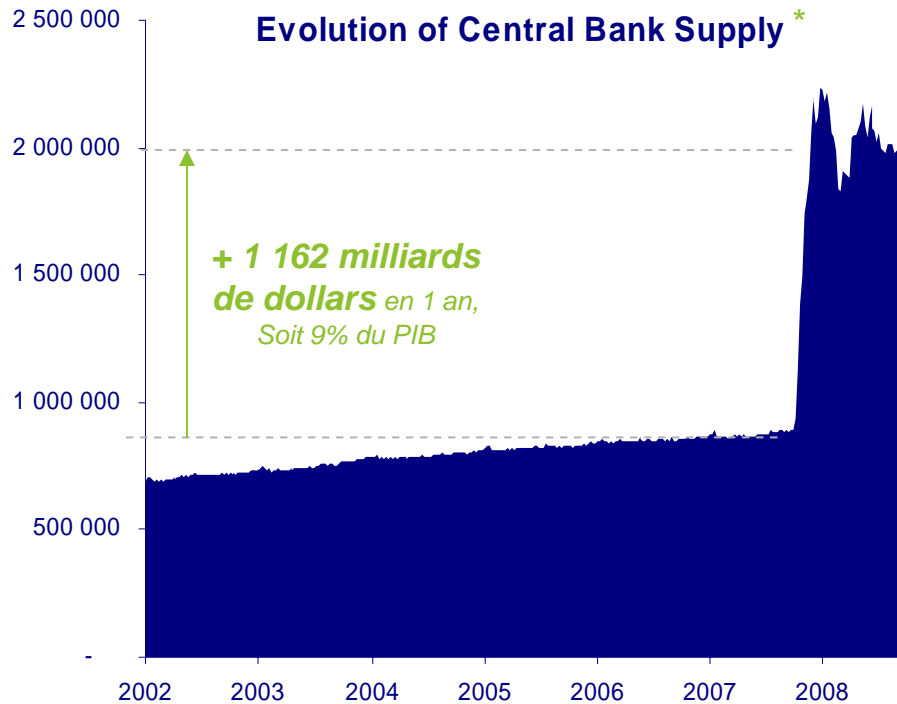
“**L'ombre du krach obligataire de 1994** plane à nouveau sur les marchés” *La Tribune*, 15 Septembre 2009



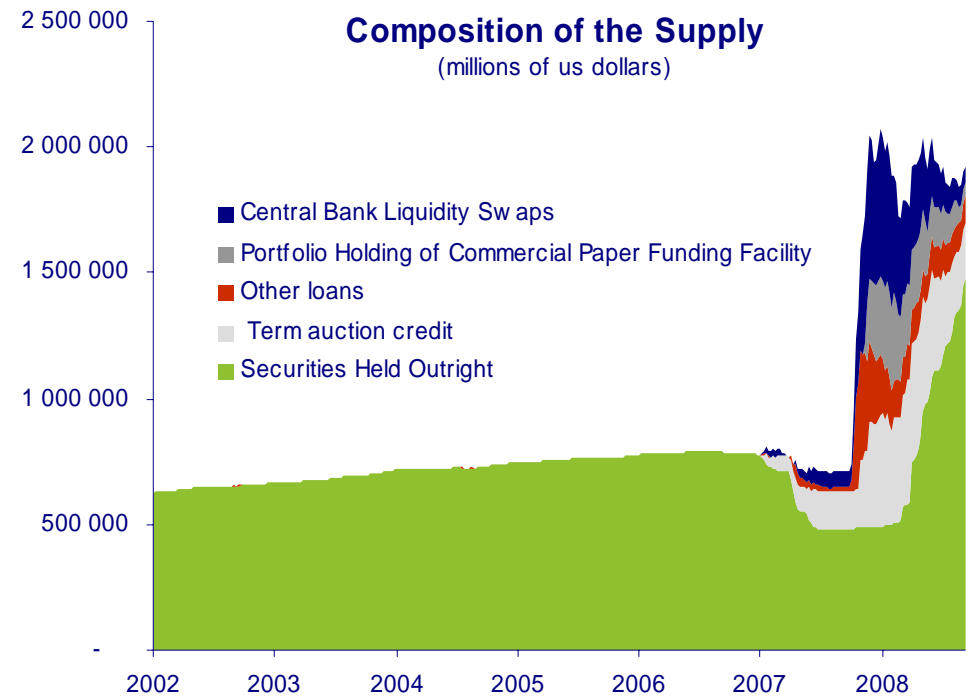
“Ben Bernanke said this week that the recession is "very likely over." Yes, the recession may be over in nominal terms, but massive inflation has just begun and prices of stocks and real estate will continue to plummet when valued in real money, gold and silver. And it may still be too late to prevent **hyperinflation**” *National Inflation Association*, Septembre 2009

Peut-on avoir confiance dans les Banques Centrales ?

— La quantité de monnaie dans le système bancaire s'est fortement accrue...



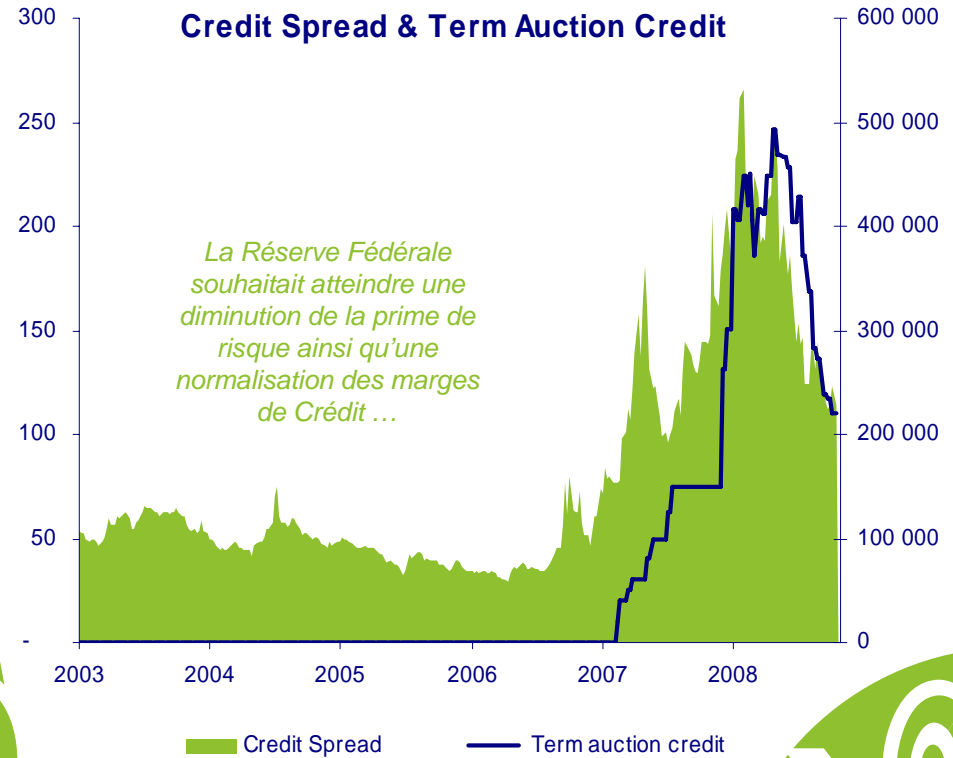
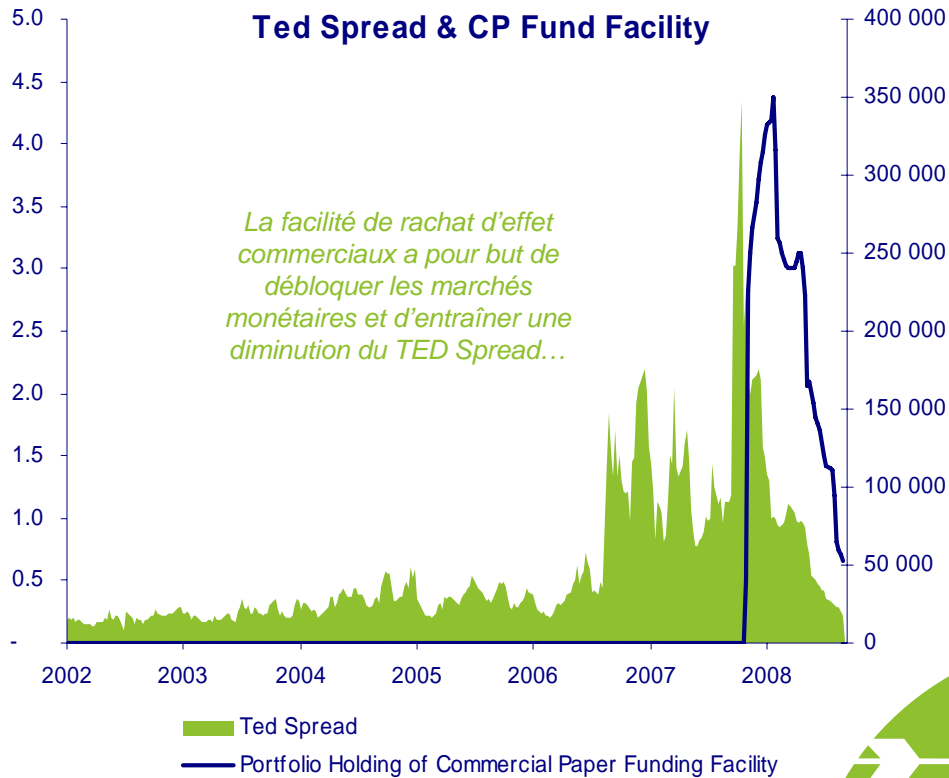
** La Réserve Fédérale Américaine a la capacité d'acheter des actifs ou de proposer des prêts via la monnaie qu'elle crée elle-même : elle peut donc imprimer de la monnaie.*



Les achats d'actifs, couplés à l'utilisation massive des Facilités de Crédit ont conduit à l'augmentation spectaculaire de l'offre de monnaie par la Réserve Fédérale

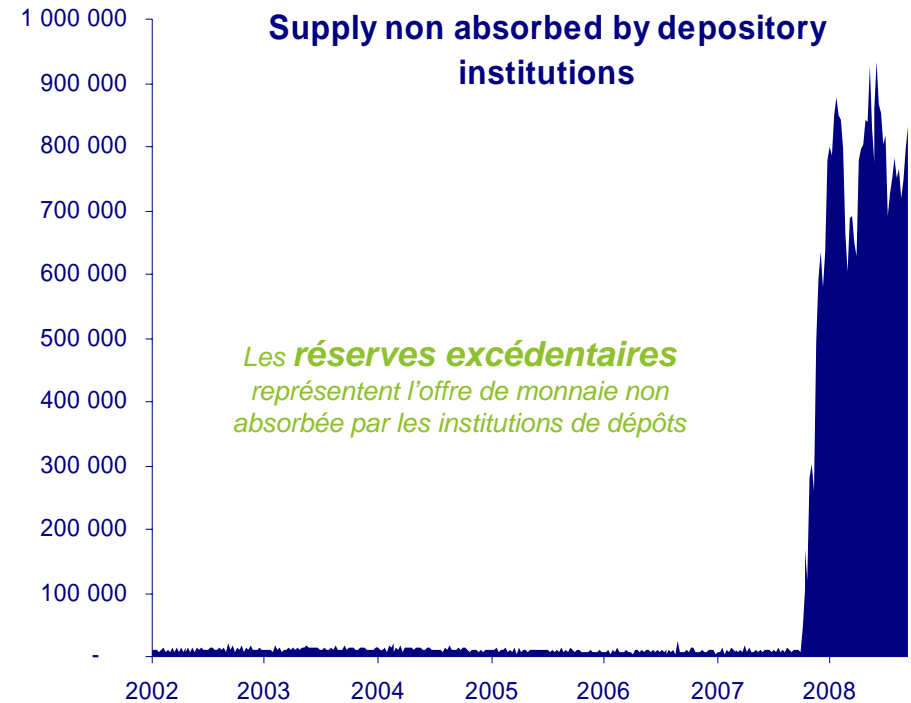
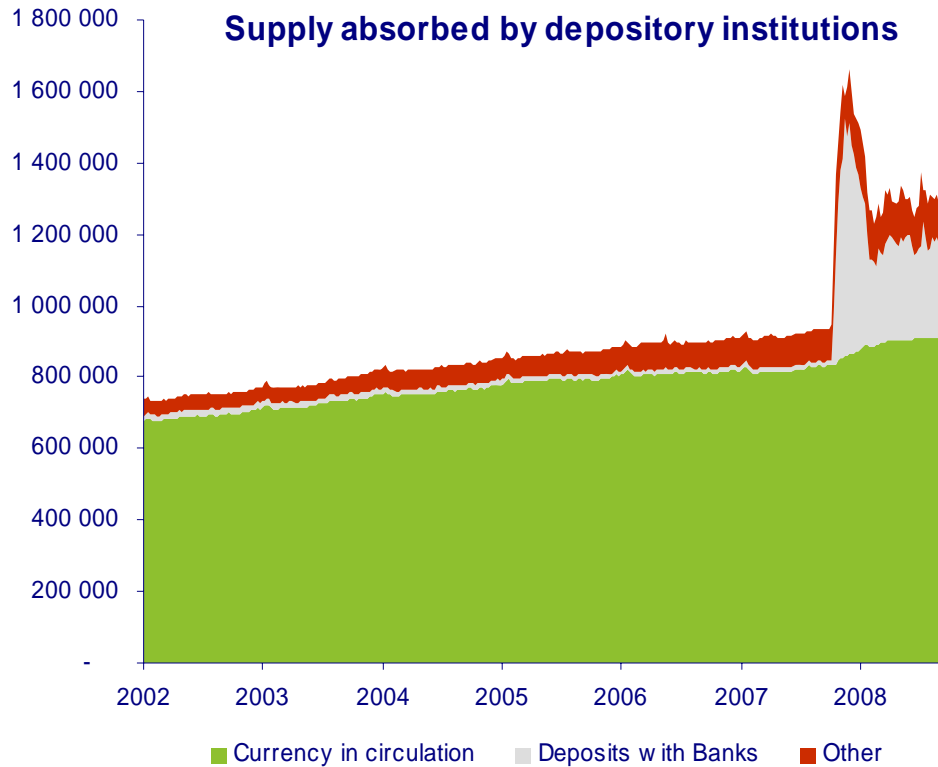
Peut-on avoir confiance dans les Banques Centrales ?

... permettant un dégel du marchés du crédit ...



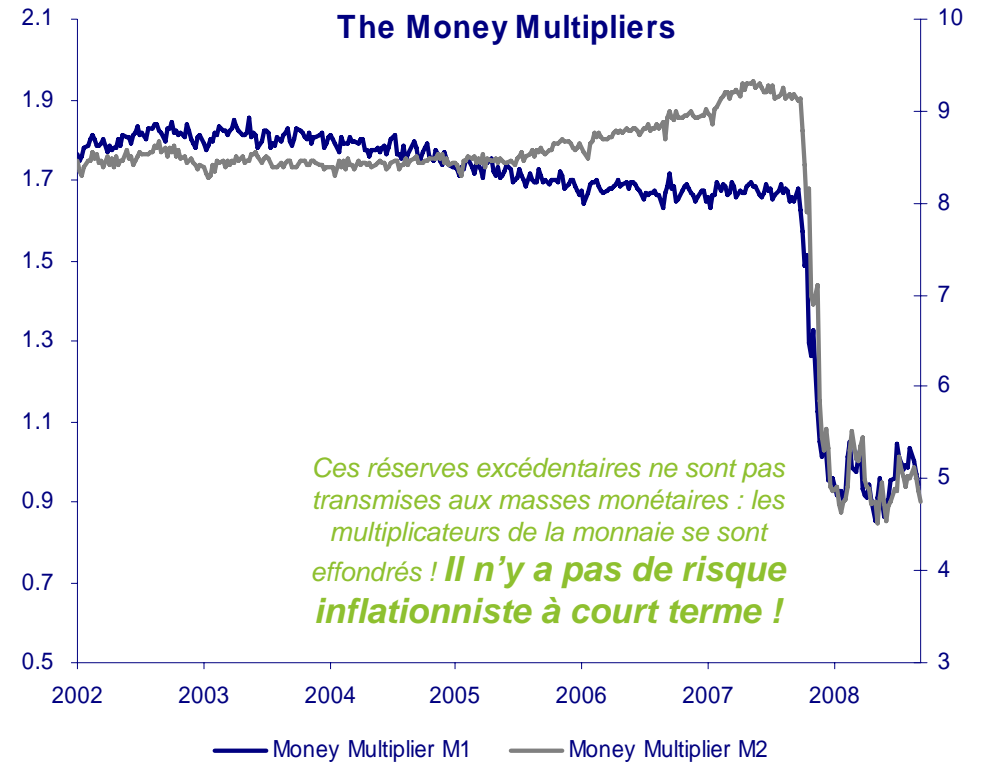
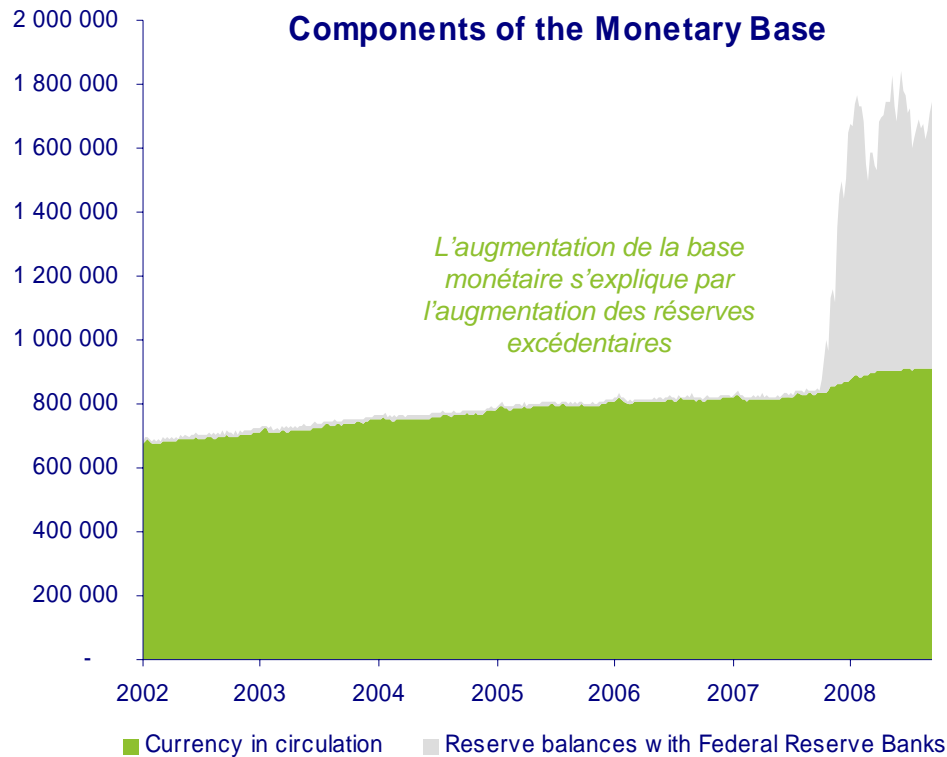
Peut-on avoir confiance dans les Banques Centrales ?

... mais créant de larges surplus de réserves excédentaires...



Peut-on avoir confiance dans les Banques Centrales ?

... aujourd'hui non transmises dans le reste de l'économie

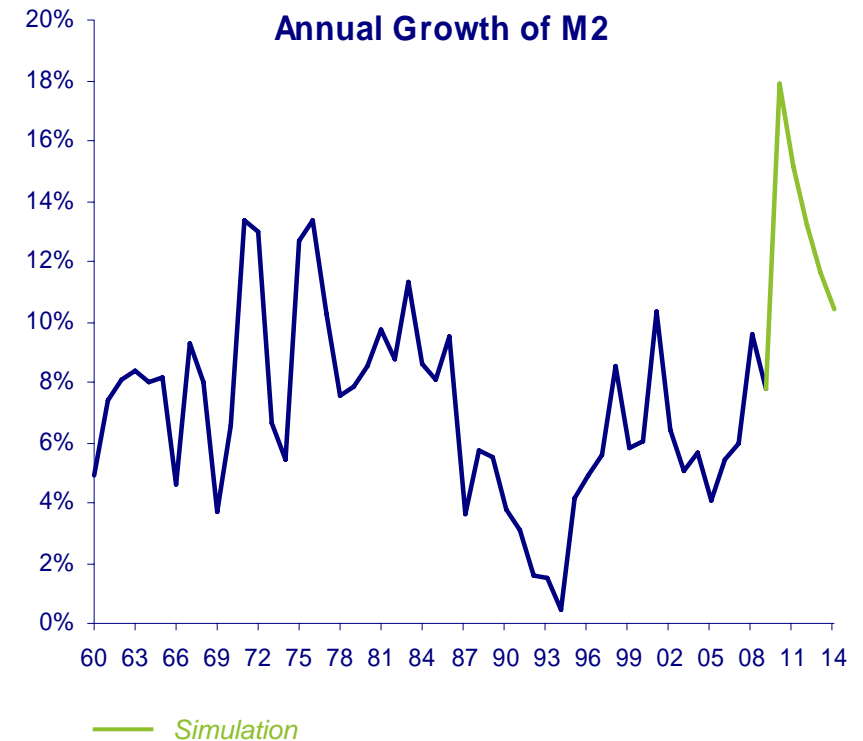


Peut-on avoir confiance dans les Banques Centrales ?

L'utilisation des réserves excédentaires via des nouveaux prêts ferait progresser M2...

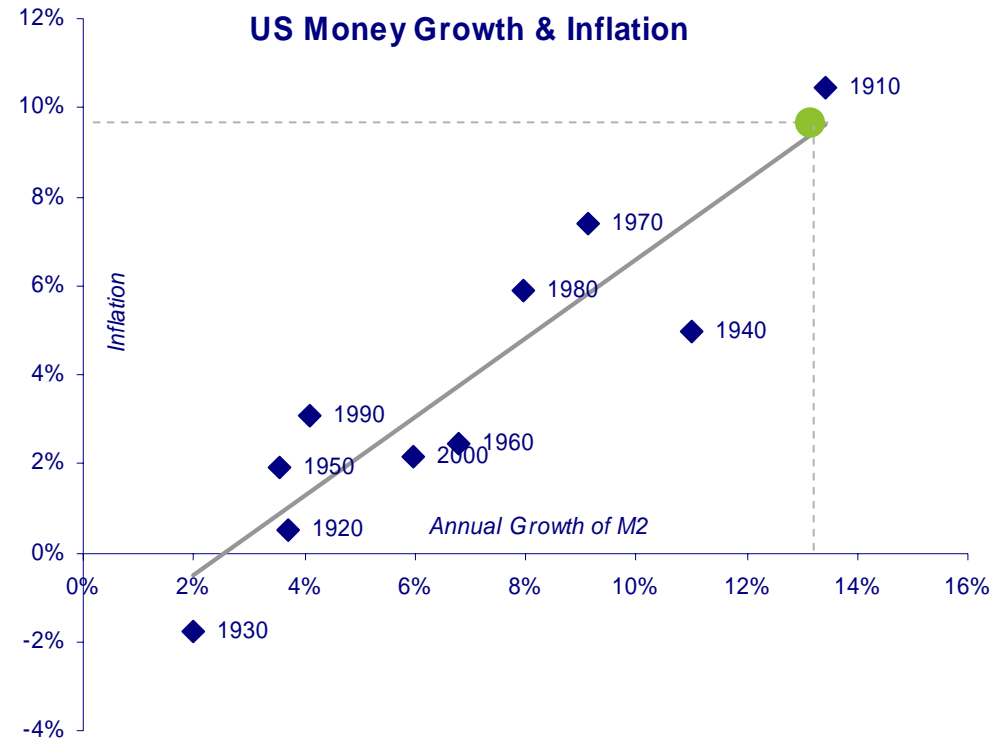
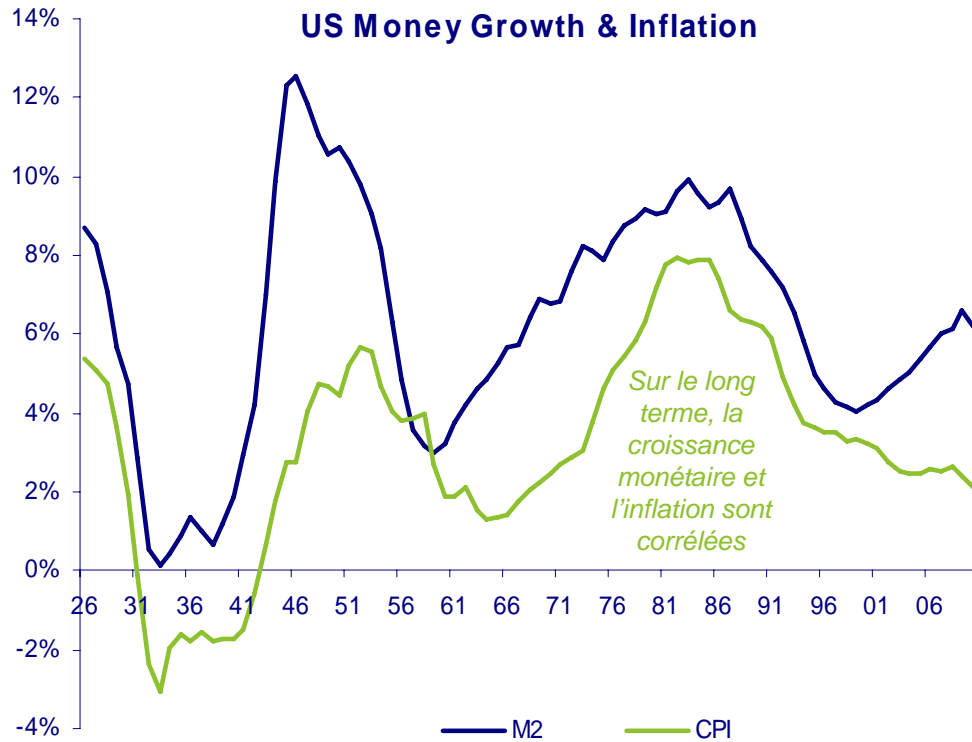
	Actuellement	Simulation
Réserves excédentaires (milliard de \$)	833	833
Base Monétaire (milliard de \$)	1 743	1 743
M2 (milliard de \$)	8 283	15 688
Multiplicateur Monétaire	4.75	9.00
Croissance Annuelle M2	8%	13%

- Si les réserves excédentaires demeurent inchangées ...
- ... mais que les multiplicateurs se normalisent ...
 - Les réserves excédentaires vont dans l'économie réelle
 - M2 augmente de 7 405 milliards de dollars
- ... la croissance annuelle de M2 exploserait
 - En calculant l'impact sur 5 ans
 - On atteint une croissance annuelle moyenne de M2 de 13%



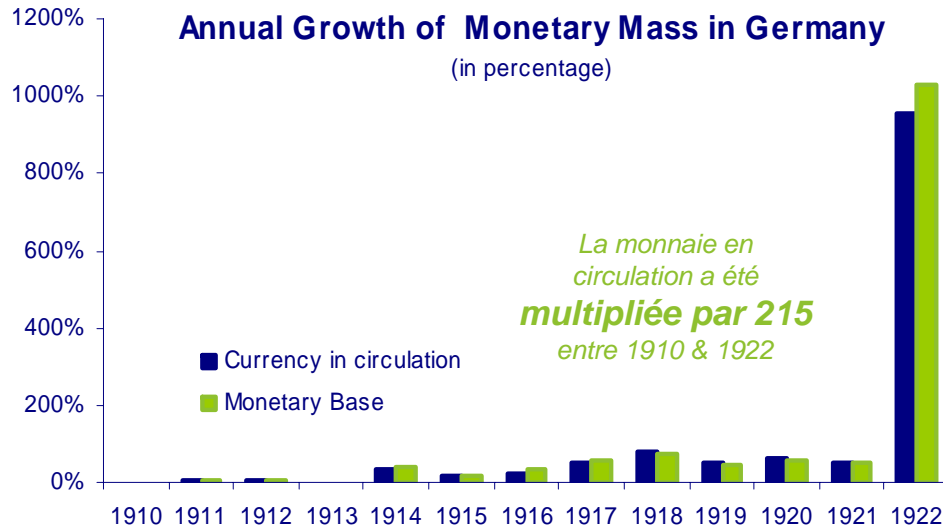
Peut-on avoir confiance dans les Banques Centrales ?

... et entraînerait un sévère dérapage de l'inflation



Peut-on avoir confiance dans les Banques Centrales ?

Le cas de l'Allemagne des années vingt et le drame de l'hyperinflation



Source : Bloomberg & Dexia Asset Management Interest Rate Research

Peut-on avoir confiance dans les Banques Centrales ?

— La Réserve Fédérale a la possibilité de réduire les réserves excédentaires ...

La Fed peut diminuer la taille des réserves ...

- En vendant des titres de son bilan
 - Certificats, Bons du Trésor, Obligations
 - Titres de dette des agences fédérales & titrisations hypothécaires
- En réduisant les facilités de crédit
 - Facilité de crédit à terme (Term Auction Facility)
 - Autres programmes (ABCP Liquidity Facility, Term Asset-Backed Securities Loan Facility...)

... mais cela impacterait la stabilité des marchés

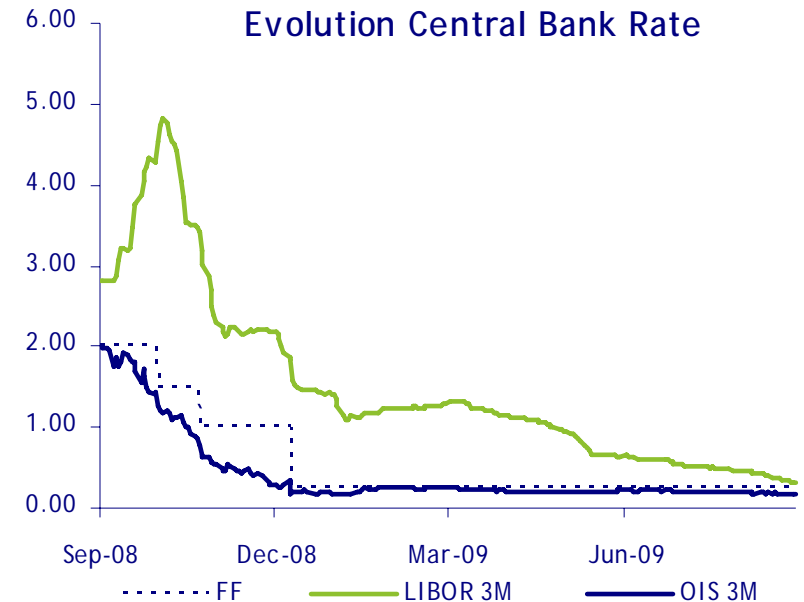
- En vendant des titres de son bilan
 - Risque sur les taux d'intérêts
 - Risque sur les marges de crédit
- En réduisant les facilités de crédit
 - Risque sur le marché interbancaire

Peut-on avoir confiance dans les Banques Centrales ?

...ou de relever son taux directeur afin de contrôler le marché de l'emprunt

Depuis octobre 2008, la Fed rémunère les réserves excédentaires

- Une augmentation du taux d'intérêt réduirait la transmission des réserves excédentaires dans l'économie réelle
- La Fed peut décider de conserver ses actifs pour supporter le marché obligataire
- Les attentes d'inflation seraient réduites
- Le début du cycle de resserrement monétaire peut favoriser un aplatissement de la courbe



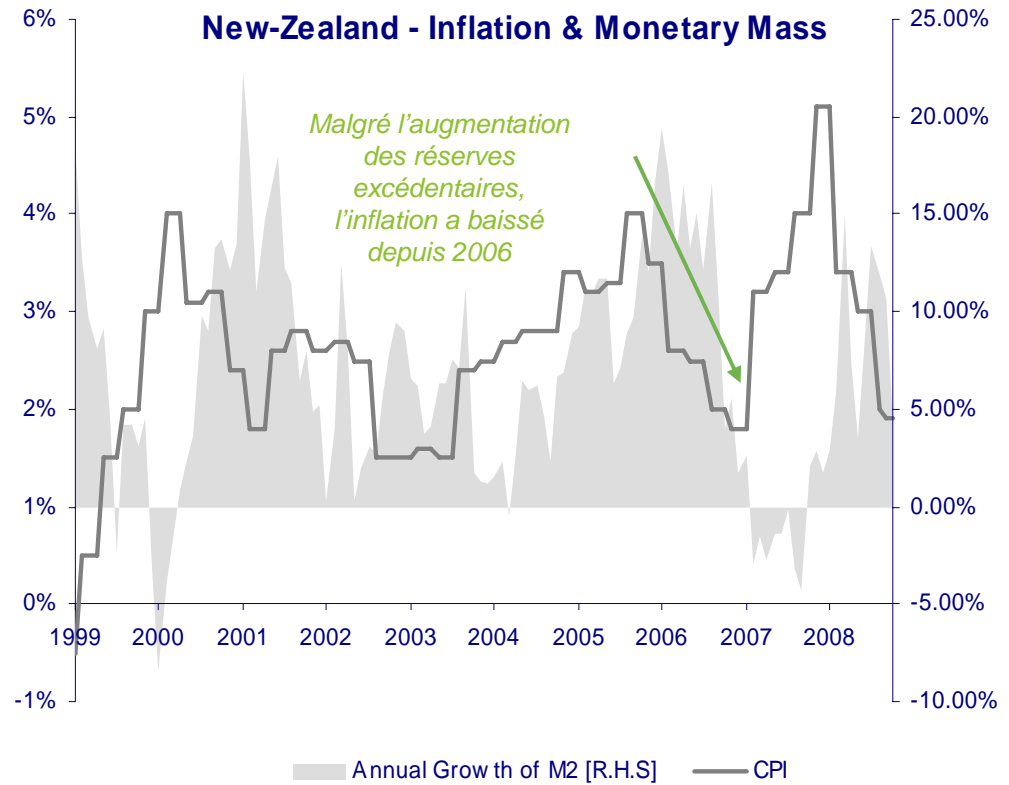
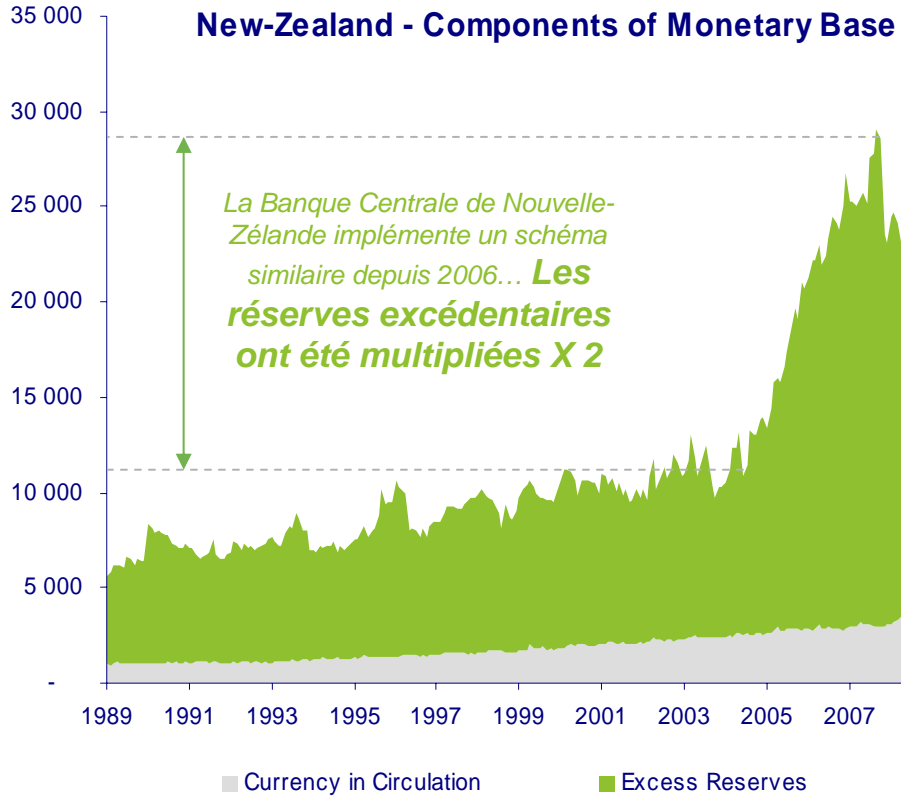
Pour quelles raisons la Réserve Fédérale souhaite-t-elle rémunérer les réserves excédentaires ?

“Paying interest on excess balances should help to establish a lower bound on the federal funds rate by lessening the incentive for institutions to trade balances in the market at rates much below the rate paid on excess balances. Paying interest on excess balances will permit the Federal Reserve to provide sufficient liquidity to support financial stability while implementing the monetary policy that is appropriate in light of the System's macroeconomic objectives of maximum employment and price stability”

Board of Governors of the Federal Reserve System.

Peut-on avoir confiance dans les Banques Centrales ?

Les réserves excédentaires ne sont pas toujours inflationnistes



La Banque de Suède impose un taux d'intérêt négatif de -25 points de base pour l'utilisation de sa facilité de dépôt. L'idée est d'inciter les banques à utiliser leurs réserves excédentaires sous forme de prêts destinés à soutenir l'économie réelle

Peut-on avoir confiance dans les Banques Centrales ?

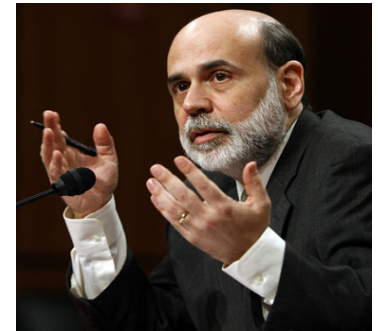
— Yes, we can

- Les réserves excédentaires massives **ont sauvé le système bancaire...**
 - Normalisation des marchés monétaires
 - Réduction des primes de risque

- ...et peuvent être **maîtrisées par un schéma monétaire spécifique**
 - Augmentation des taux d'intérêts
 - Sans ôter les réserves excédentaires du système bancaire

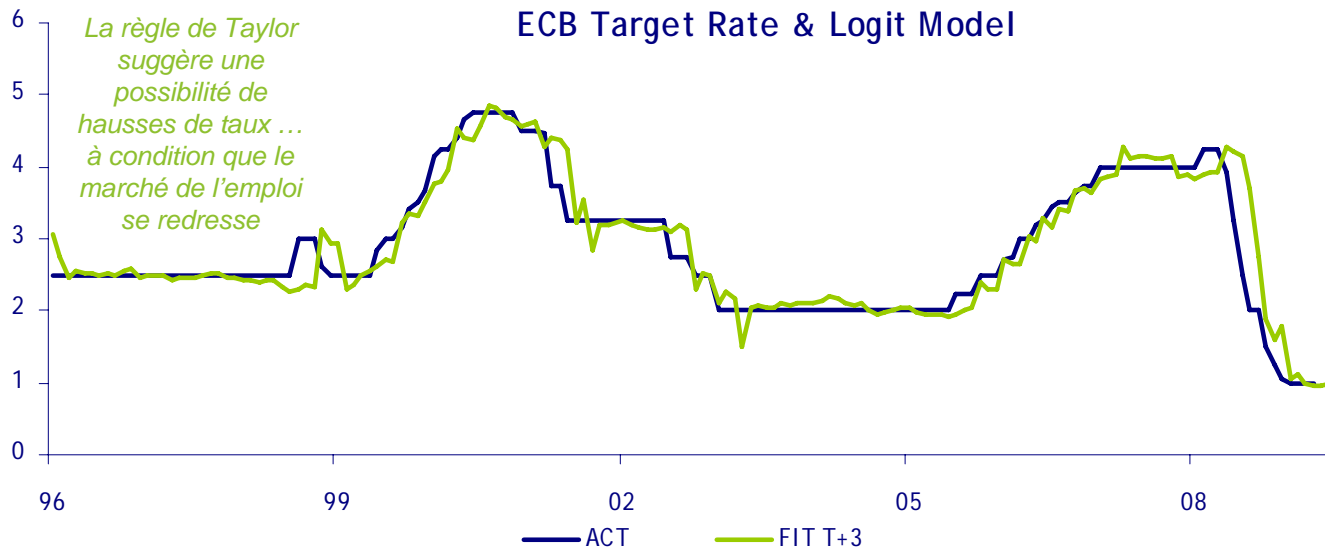
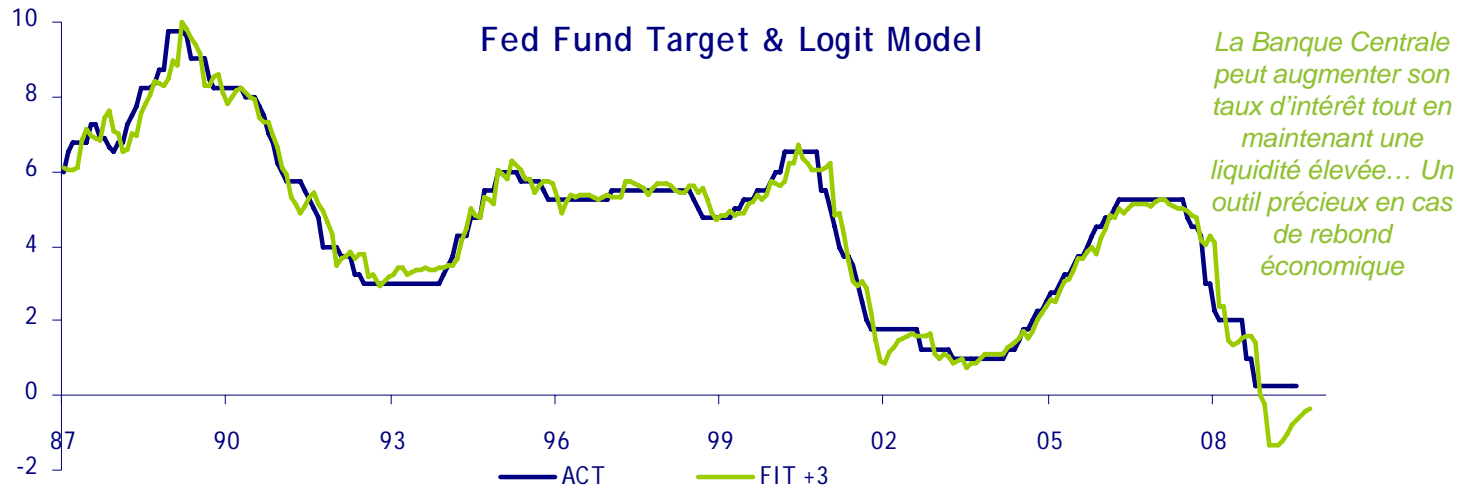
- L'assouplissement quantitatif permettent de réguler l'économie...
 - Stabilisation des taux hypothécaires
 - Stabilisation des marchés obligataires

- ...à condition que les banques centrales **conservernt leur crédibilité**
 - Consensus économique parfait afin d'éviter le risque de déflation
 - Politique monétaire mondiale coordonnée



Peut-on avoir confiance dans les Banques Centrales ?

Nous attendons la fin de la politique de taux Zéro en 2010

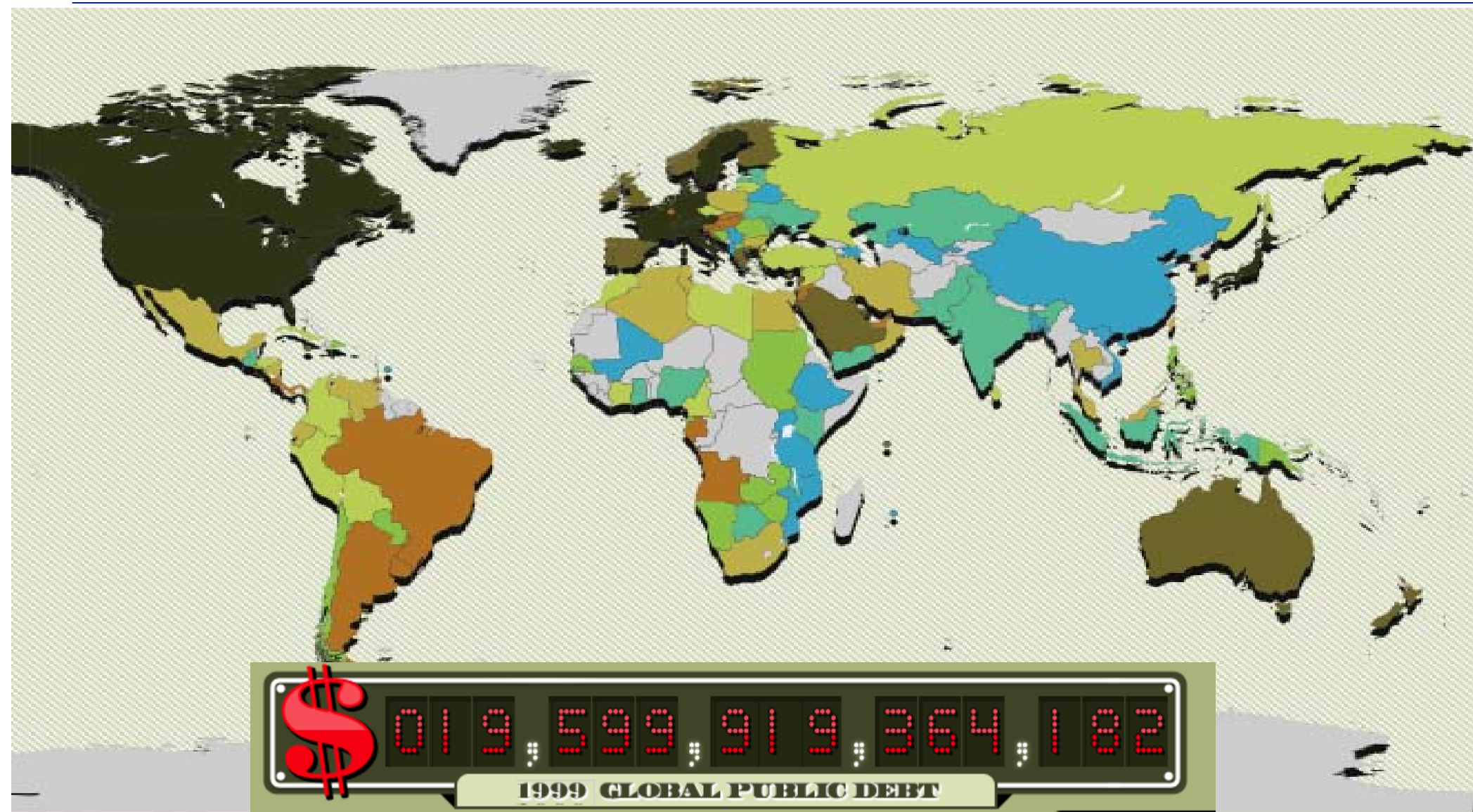


Source : Bloomberg & Dexia Asset Management Interest Rate Research

Peut-on avoir confiance dans les Gouvernements ?

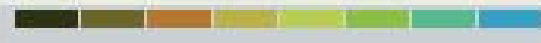
— La dette publique globale augmente...

1999



Debt per Capita

Higher Debt



Lower Debt

Source : The economist

Peut-on avoir confiance dans les Gouvernements ?

...de plus en plus

2011

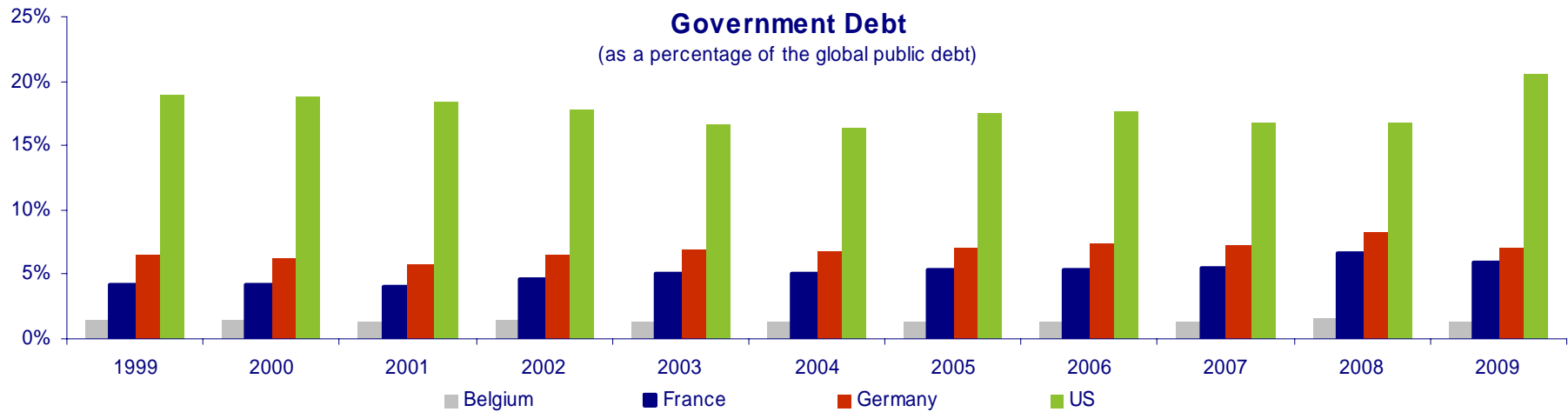
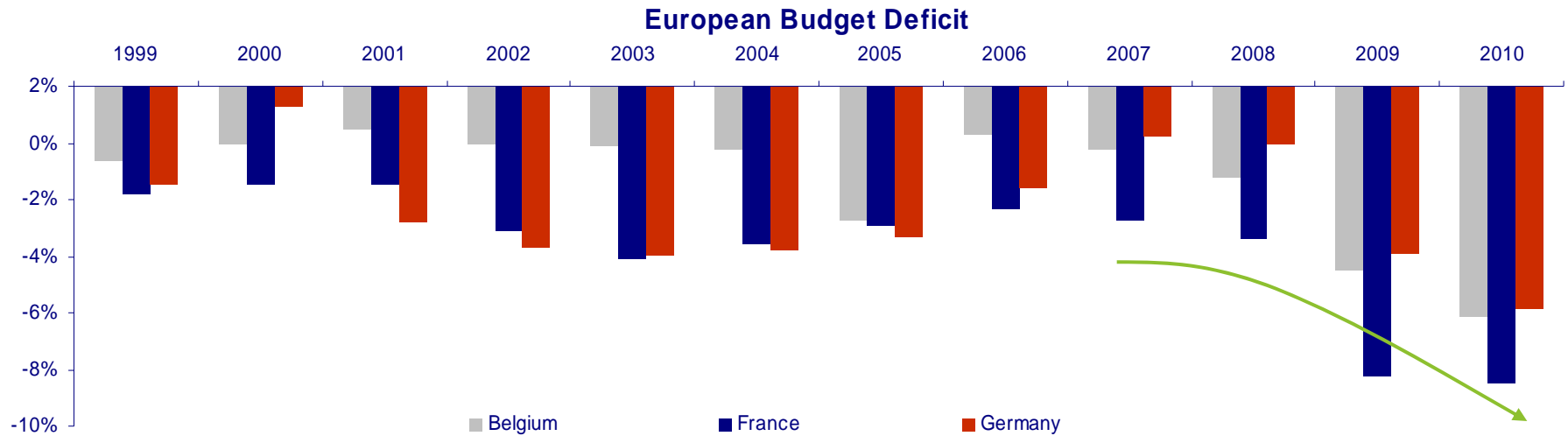


Debt per Capita

Source : The economist

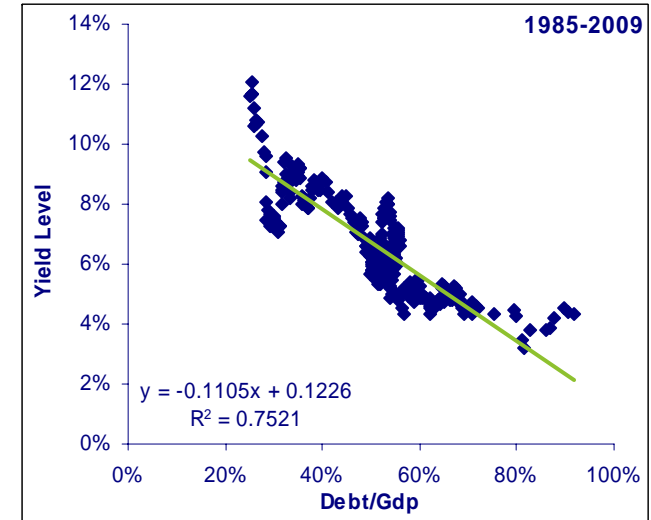
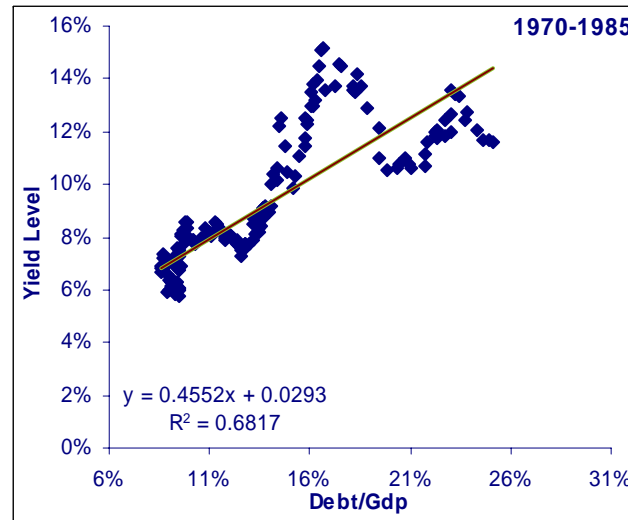
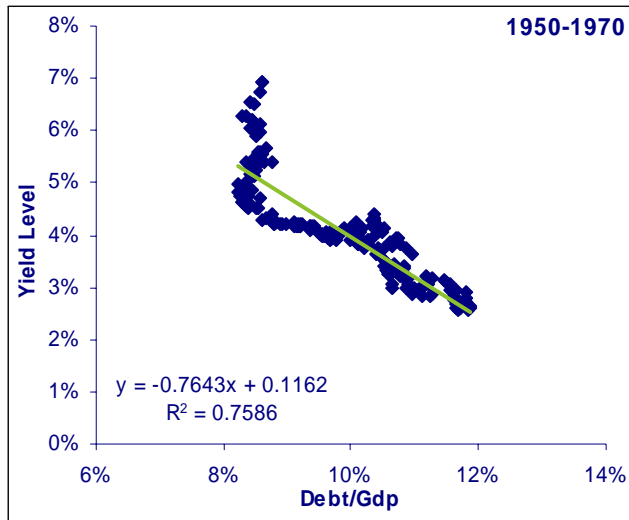
Peut-on avoir confiance dans les Gouvernements ?

...de plus en plus



Peut-on avoir confiance dans les Gouvernements ?

Mais il est difficile d'inférer une relation stable entre dette publique et taux d'intérêt ...



- L'impact de l'augmentation de la dette gouvernementale sur les taux obligataires est incertaine
 - Le sens de la relation entre la dette et les taux peut être négatif

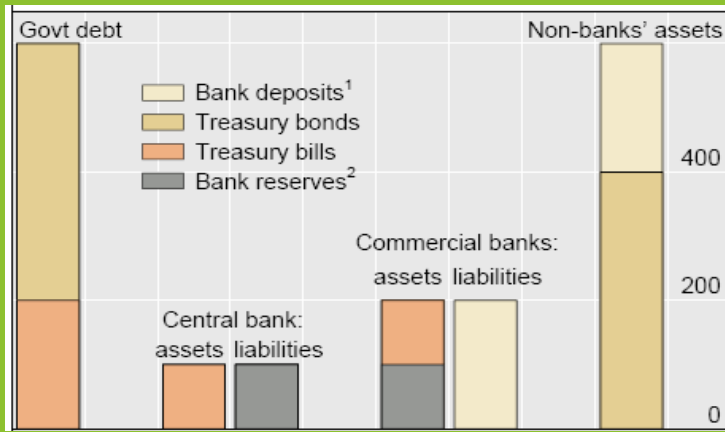
- La Fed a estimé l'impact d'une hausse de la dette gouvernementale
 - Pour 1% d'augmentation du ratio Dette / PIB : augmentation des taux d'intérêts entre 3 et 4 points de base
 - Ainsi, une augmentation de 35% de ce ratio entraine une hausse des rendements obligataires de 1.25%

Peut-on avoir confiance dans les Gouvernements ?

La demande pour la dette gouvernementale se modifie...

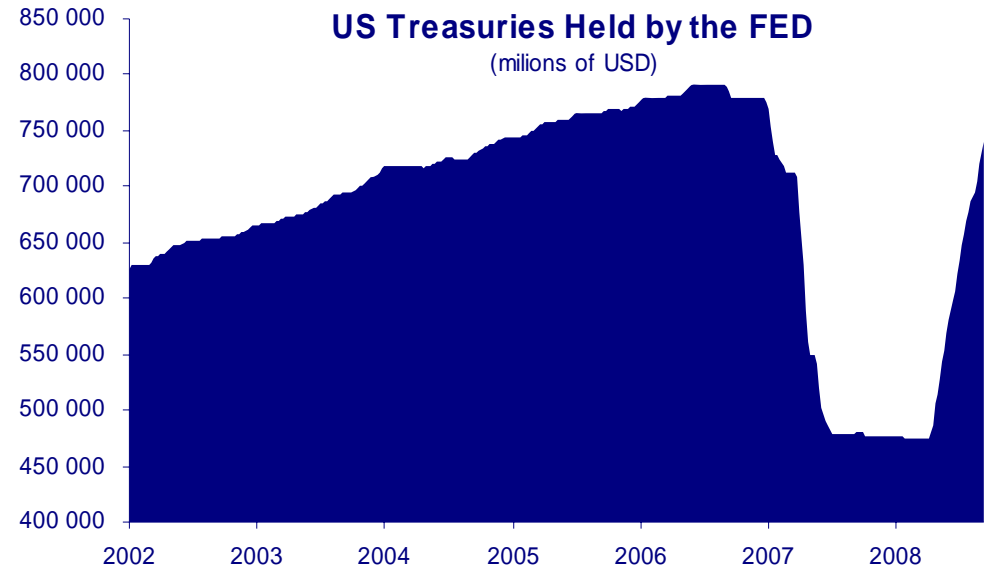
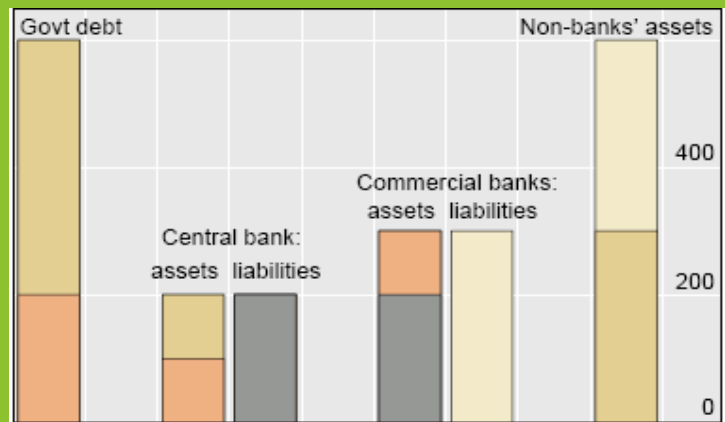
(Banques Centrales)

Initial Situation



Source
Gongdon
(2003)

Final Situation



- Si une Banque Centrale achète des Bons du Trésor
 - Cela augmente les réserves des banques
 - Et impacte les prix de ces obligations

- La Fed détient 740 milliards de Bons du Trésor
 - 7% de la dette publique totale
 - L'annonce du programme d'achat a un impact significatif sur les rendements obligataires

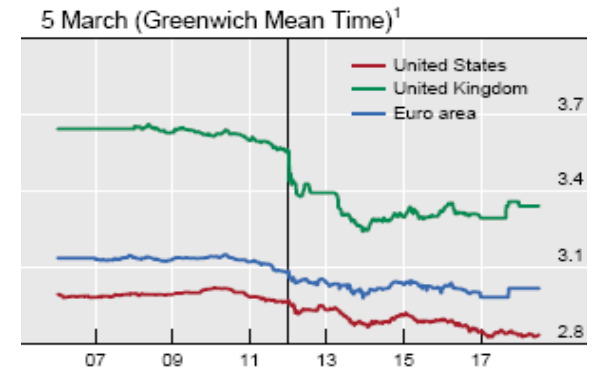
Peut-on avoir confiance dans les Gouvernements ?

— La demande pour la dette gouvernementale se modifie...

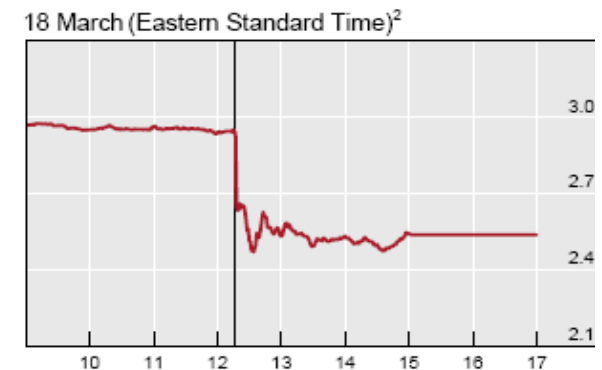
(Banques Centrales)

Overview of three central bank policies to buy government bonds, 2009			
	Bank of England	Bank of Japan	Federal Reserve
Date	5 March, 7 May	18 March	18 March
Action	Initial purchase of £75 billion of gilts and corporates over three months, to £125 billion in May, £52 billion purchased by 6 May.	Monthly purchases of JGBs raised from ¥1.4 to ¥1.8 trillion	Purchase of \$300 billion in Treasury bonds over six months, \$92 billion bought as of 6 May
Relevant debt stock/flow	£300 billion outstanding in five- to 25-year bonds as of 6 May; issuance of seven- to 15-year gilts in April 2009–March 2010, £70 billion	¥679 trillion at end-2007	\$4.4 trillion Treasury notes and bonds outstanding on 30 April; borrowing for current fiscal year estimated at \$1.3 trillion
Rationale	Boost nominal demand by increasing broad money (bank deposits), lowering gilt yields and improving corporate credit markets	Take burden off of short-term operations	Improve the terms of private credit
Market reaction	40–60 basis points on gilt yield and 30 basis points on corporate bond yield (Dale (2009))	2–3 basis points	40 basis point immediate reaction
Risk management	Exchange of letters between Chancellor and Governor; indemnity for any Bank of England losses	JGB holdings by BoJ limited to note issue; JGBs to be purchased in specific brackets of residual maturity to control the maturity of BoJ's portfolio	No reference in Board of Governors (2009b)
Sources: UK Debt Management Office (2009); US Treasury (2009); Bank of England; Bank of Japan; Federal Reserve.			

La BOE annonce £75 milliard d'achats



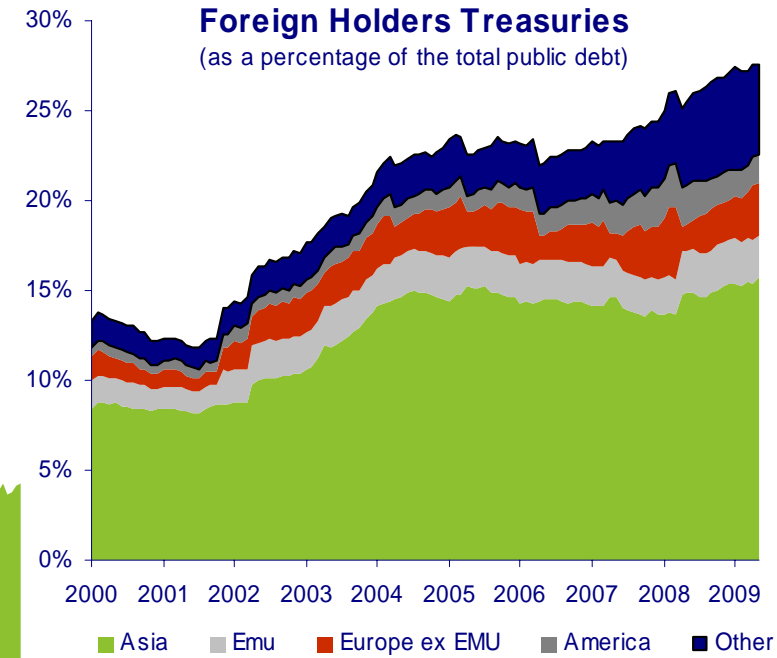
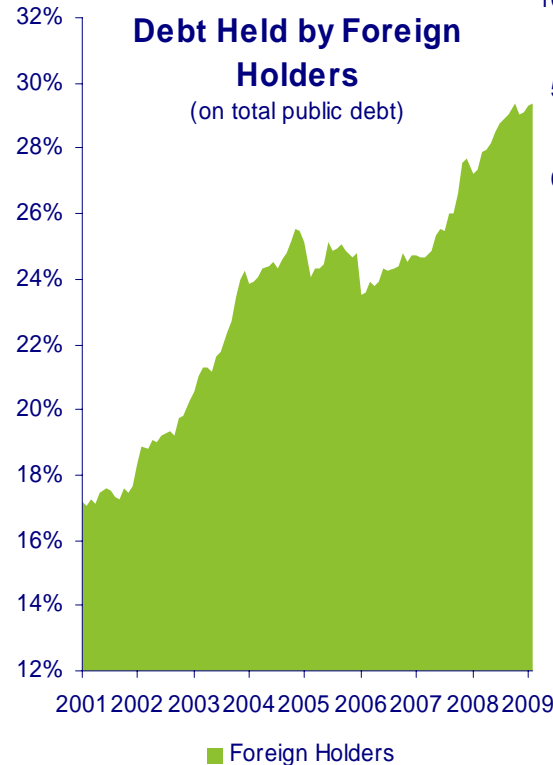
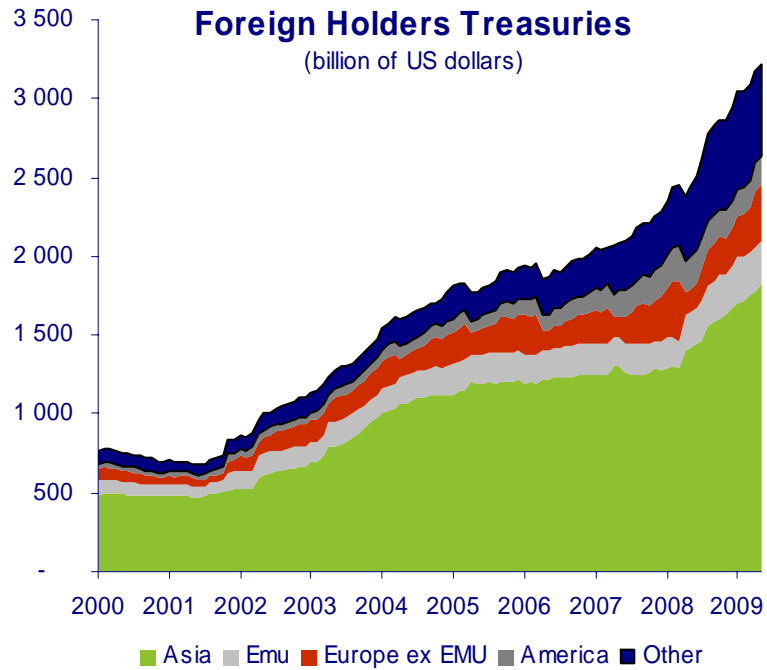
La FED annonce \$300 milliard d'achats



Peut-on avoir confiance dans les Gouvernements ?

La demande pour la dette gouvernementale se modifie...

(Investisseurs étrangers)



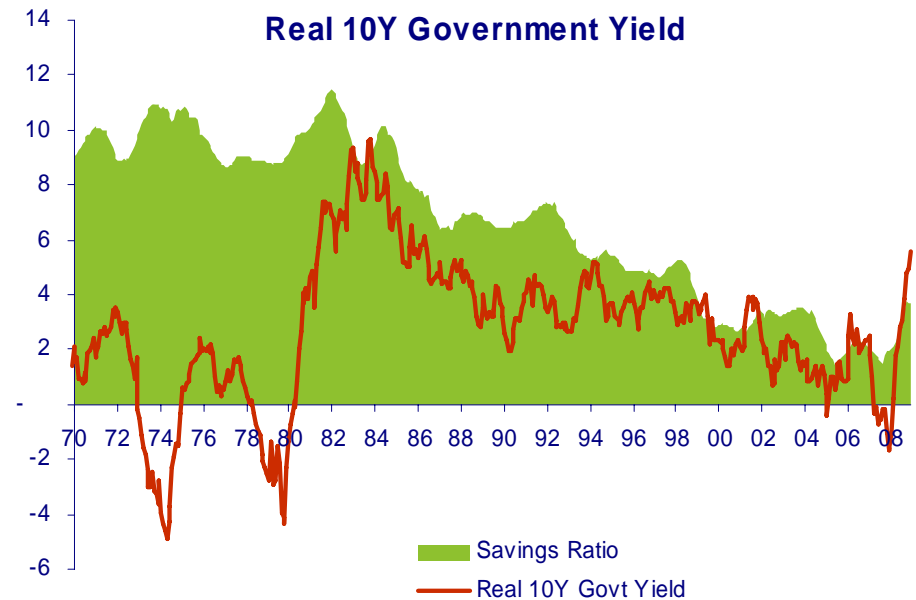
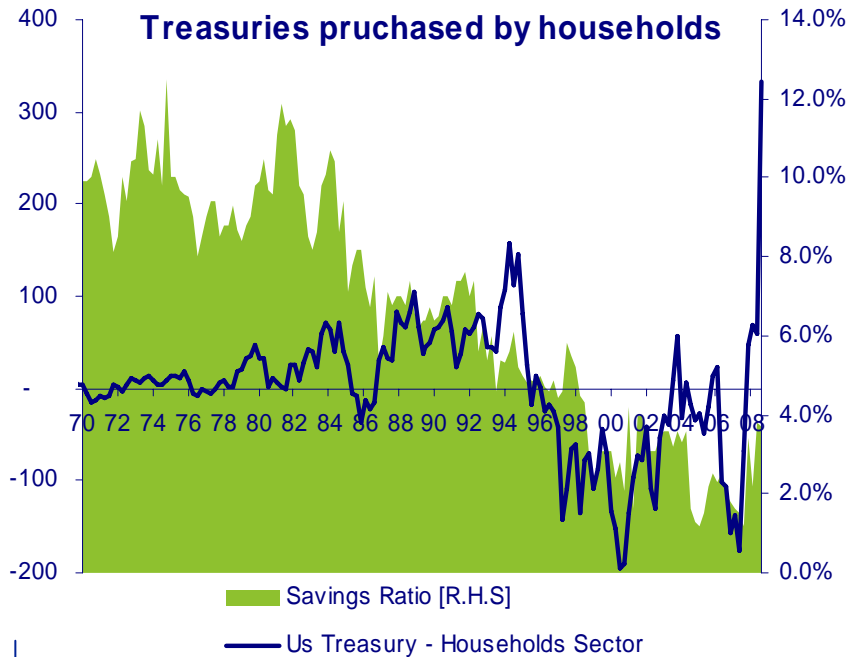
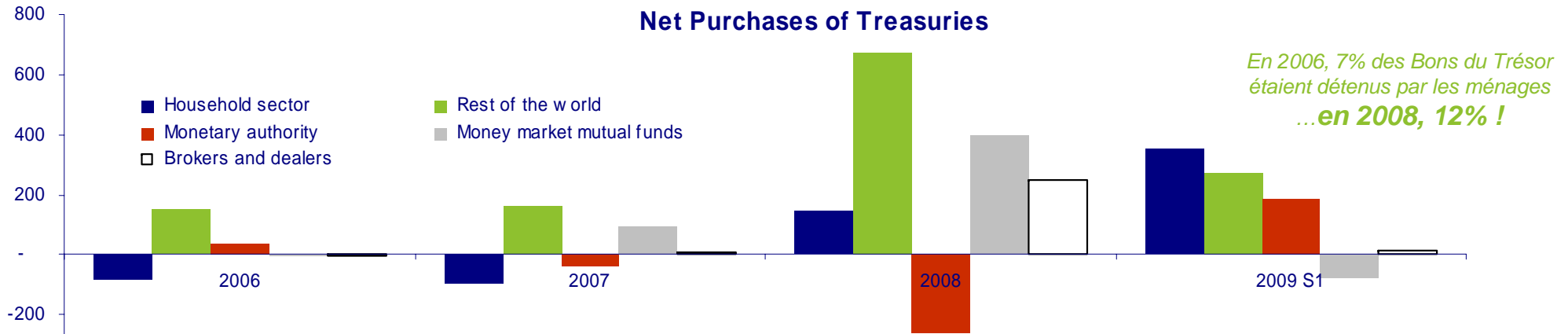
En 1 an la dette publique US a augmenté de 22%...

...cette hausse a été financée à **38% par des investisseurs étrangers**

Peut-on avoir confiance dans les Gouvernements ?

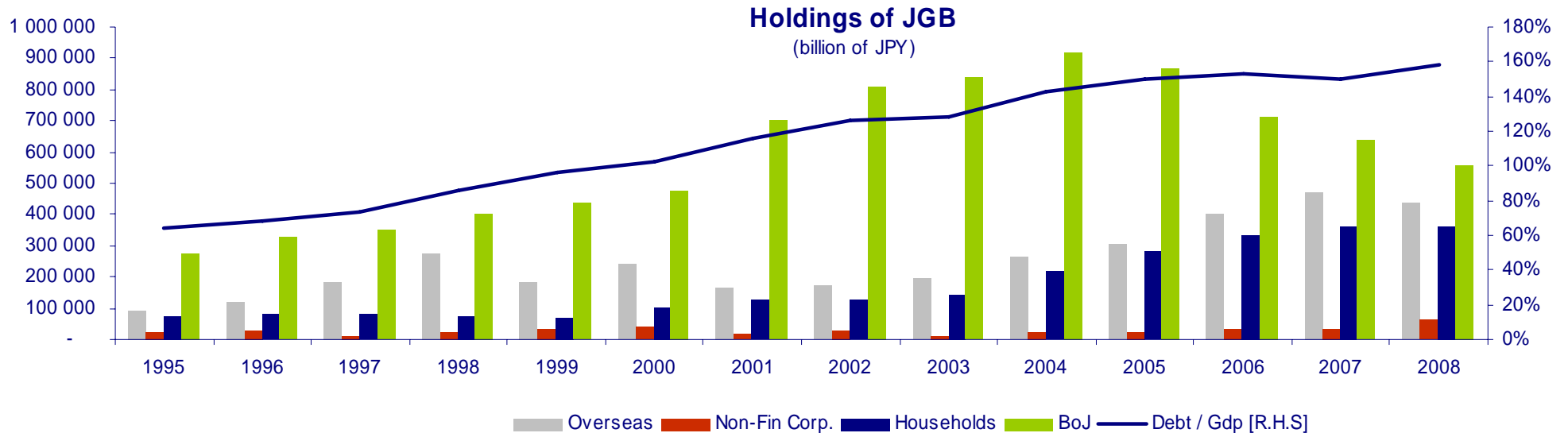
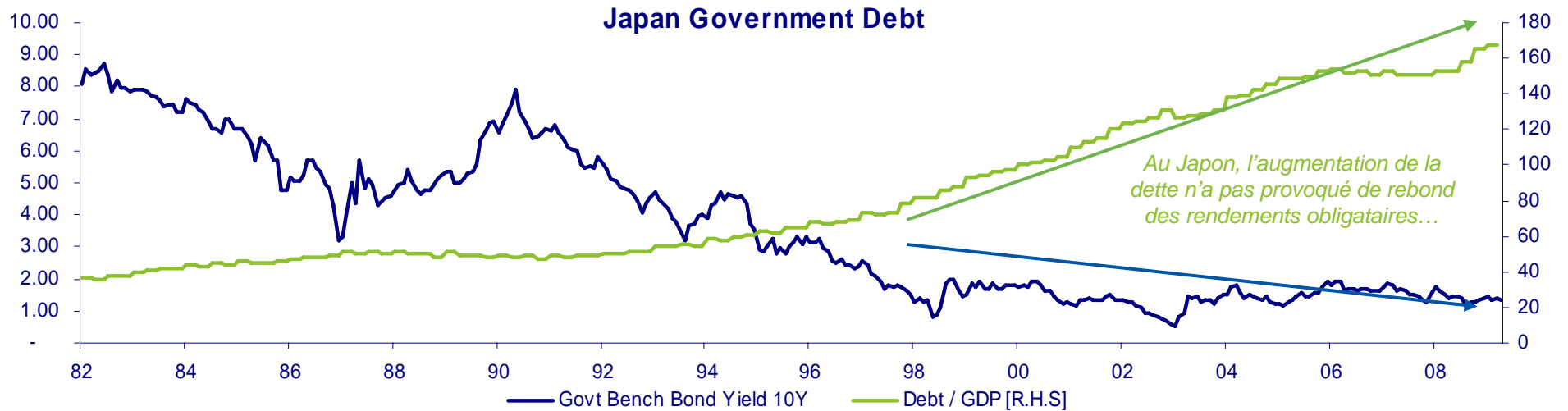
La demande pour la dette gouvernementale se modifie...

(Demande domestique)



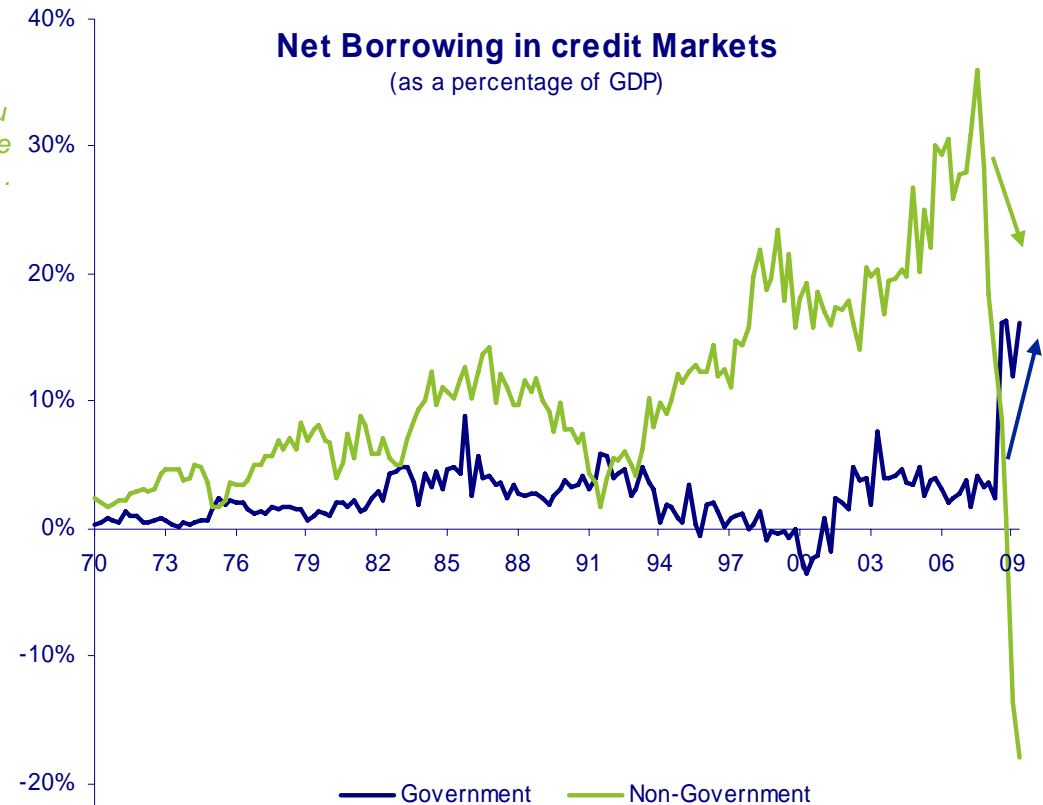
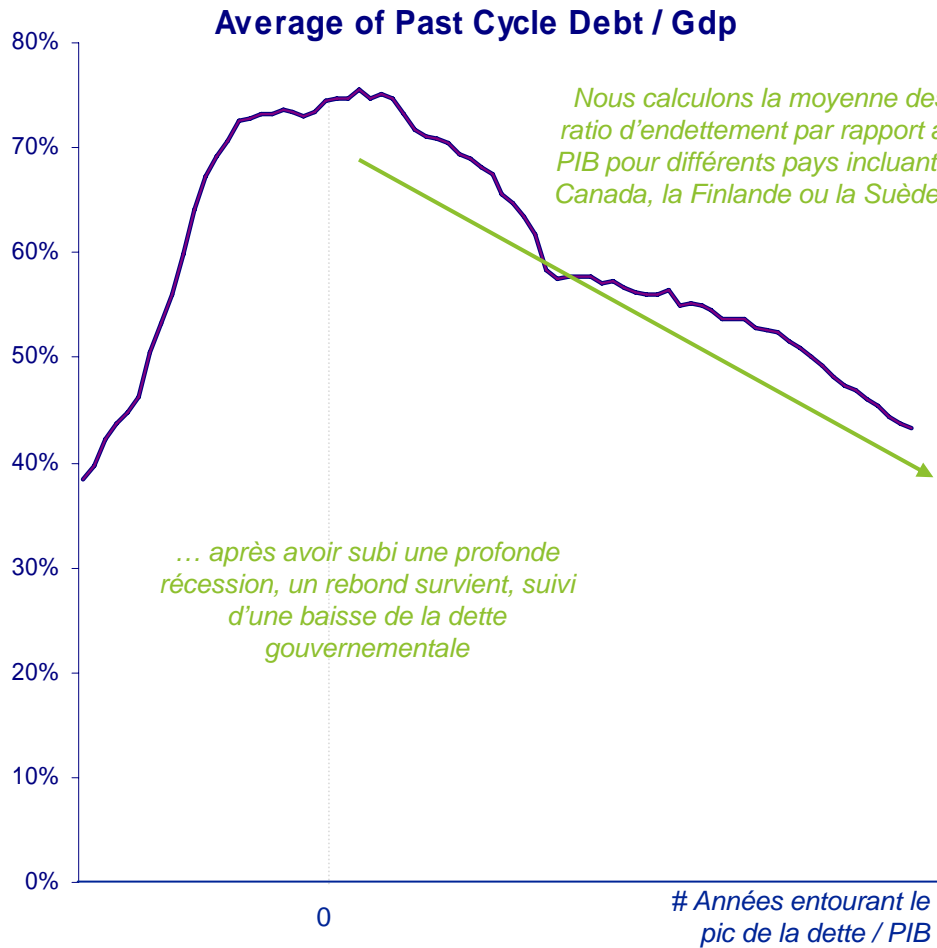
Peut-on avoir confiance dans les Gouvernements ?

L'exemple Japonais



Peut-on avoir confiance dans les Gouvernements ?

La capacité du retour à l'équilibre



Peut-on avoir confiance dans les Gouvernements ?

— Yes, we can

- Les stimuli fiscaux ont permis **d'éviter une autre "Grande Dépression"...**
 - Sauvetage du système bancaire
 - Aide aux consommateurs

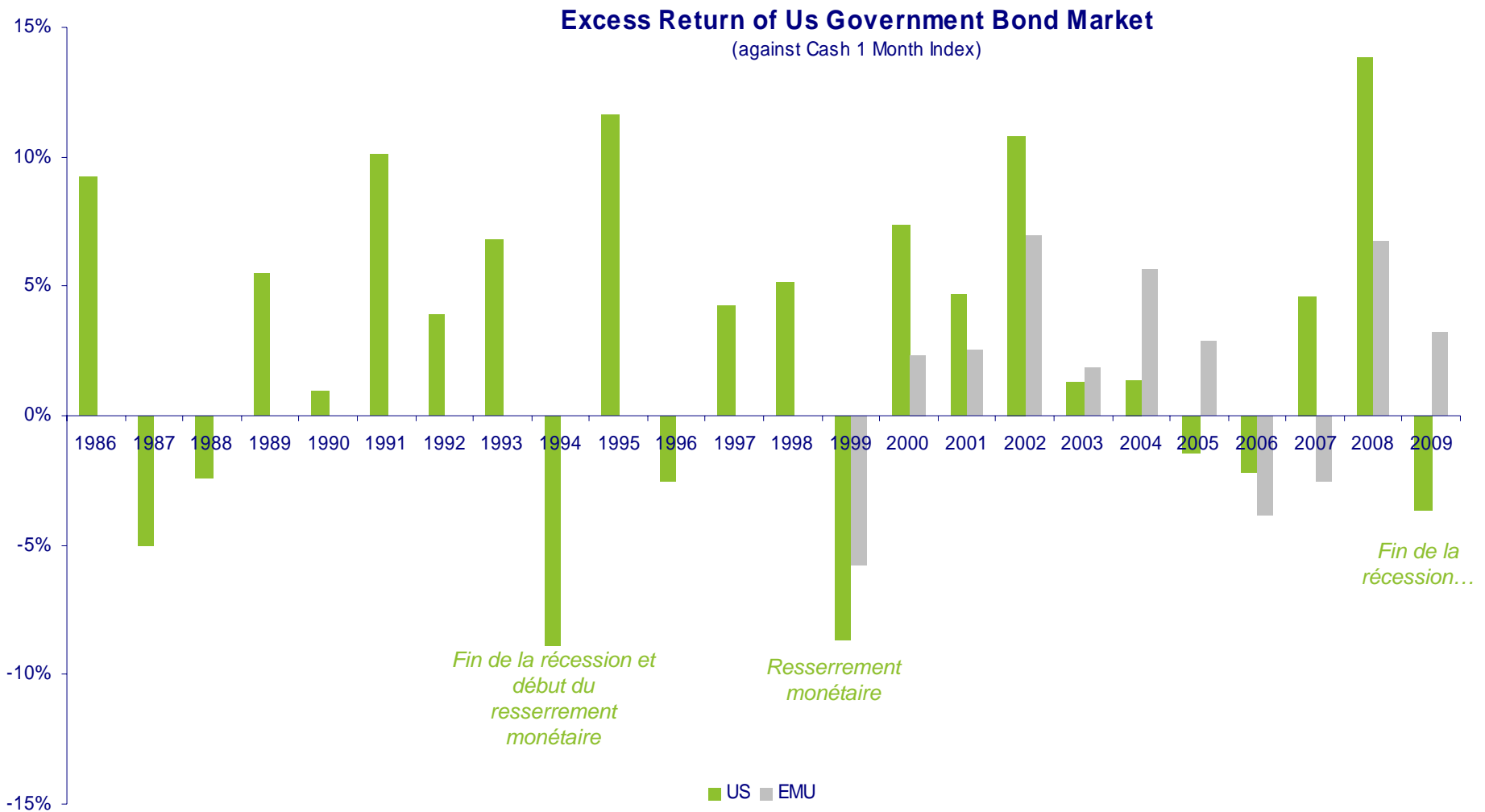
- ...mais ont causé **une explosion des déficits budgétaires**
 - Déficit budgétaire record
 - Augmentation de l'offre de dette gouvernementale

- Cette offre de dette souveraine peut être absorbée par **une nouvelle demande...**
 - Assouplissement quantitatif mis en place par les Banques Centrales
 - Détenteurs étrangers
 - Le retour de l'épargne des ménages

- ...à condition que les gouvernements **conservernt leur crédibilité**
 - Volonté de retourner à l'équilibre budgétaire
 - Le ré-endettement du secteur privé devra prendre la relève du désendettement du secteur public

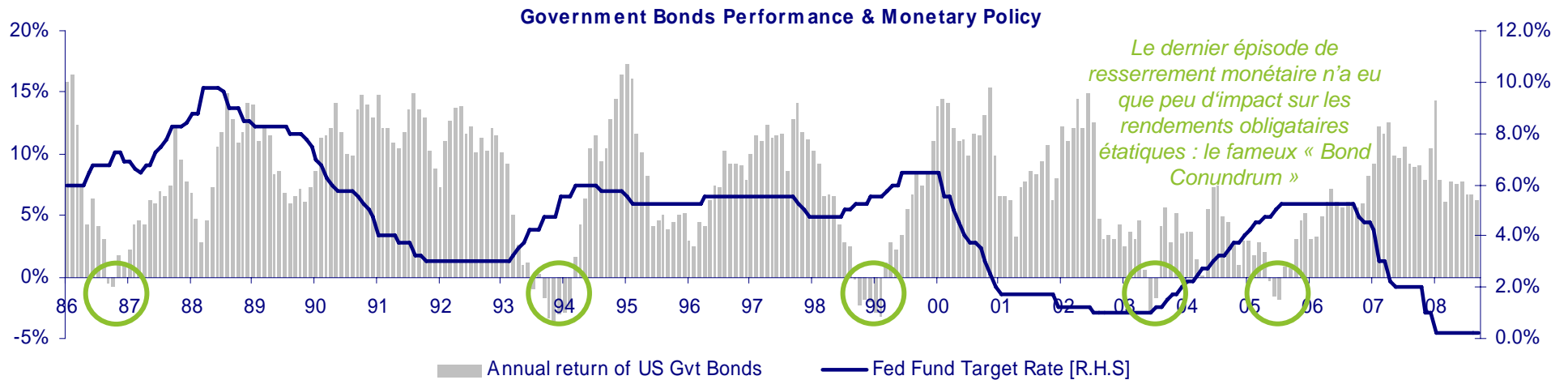
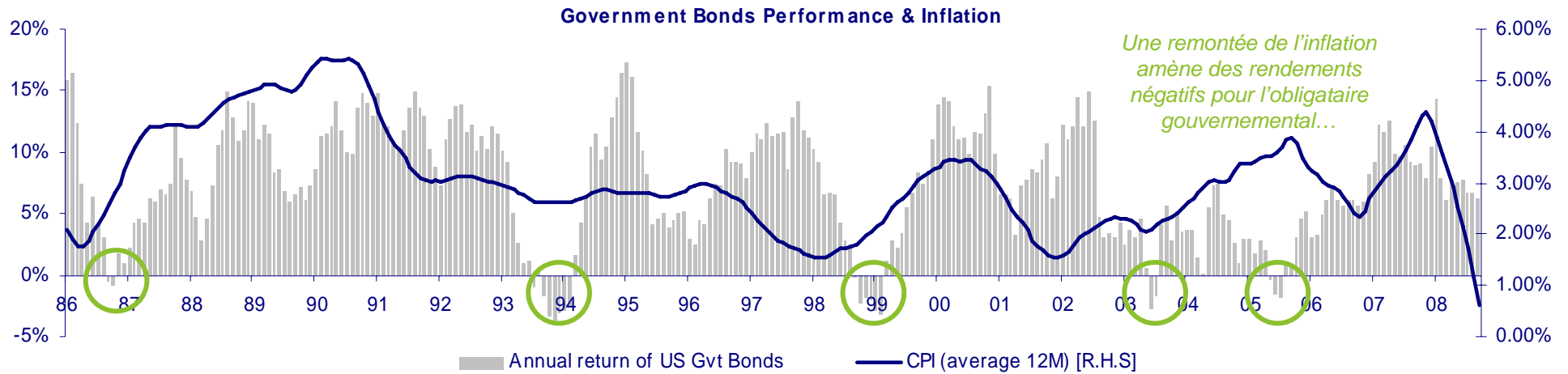
Peut-on avoir confiance dans les marchés obligataires ?

— Les obligations ont offert une surperformance significative par rapport aux taux monétaires



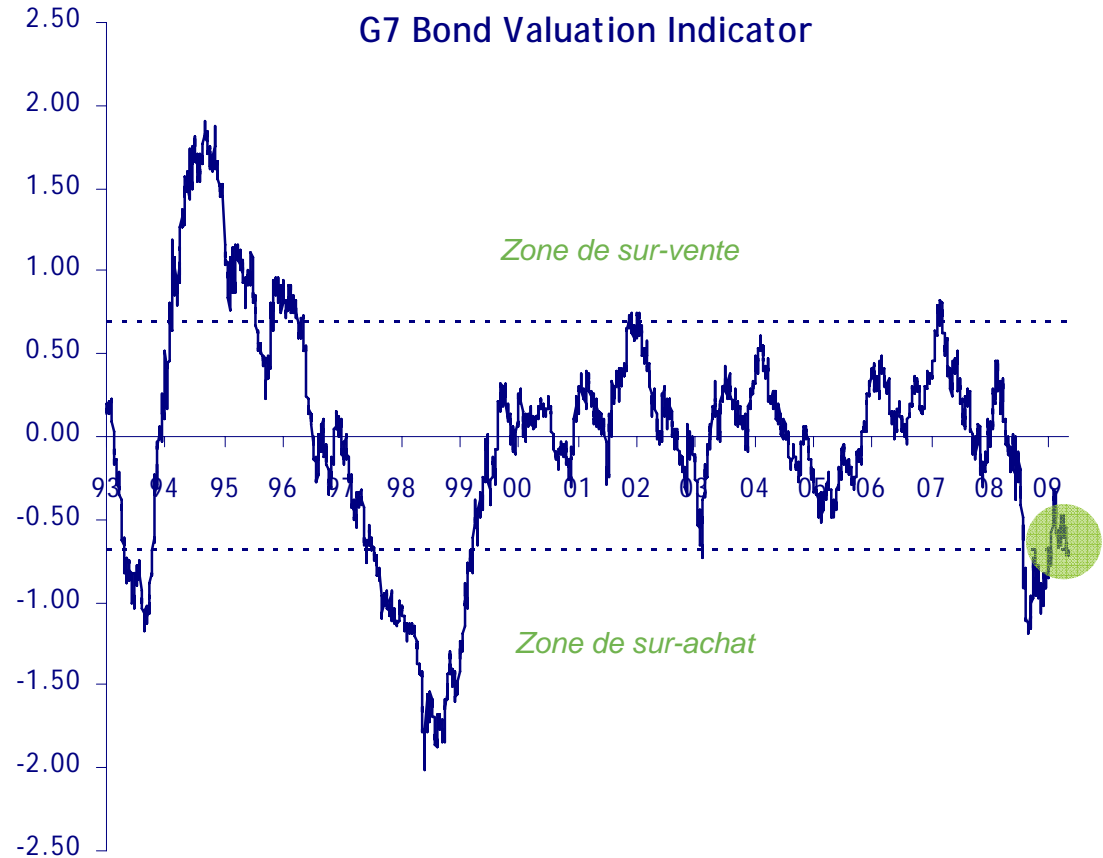
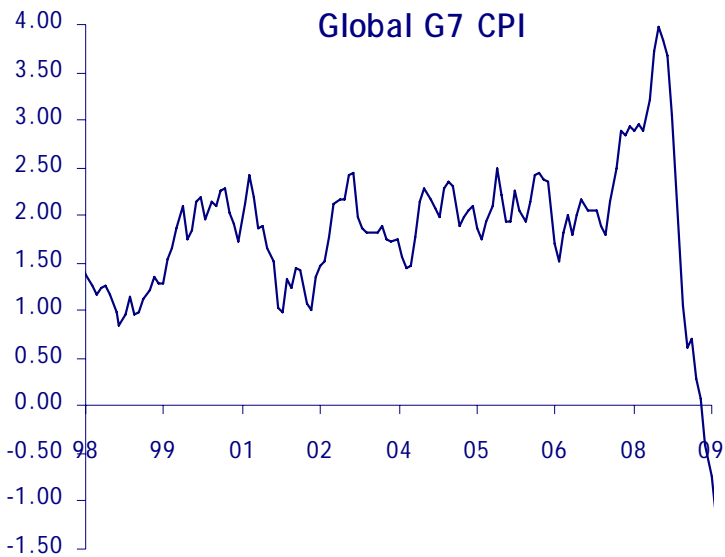
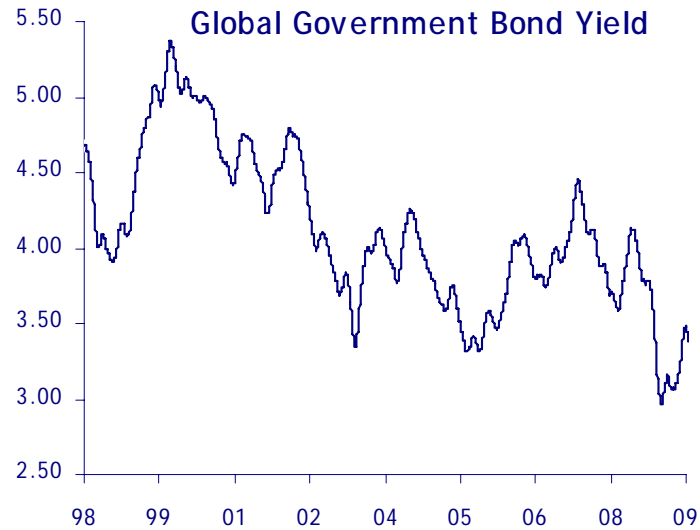
Peut-on avoir confiance dans les marchés obligataires ?

— La combinaison Inflation-Resserrement Monétaire est source de pression pour l'obligataire



Peut-on avoir confiance dans les marchés obligataires ?

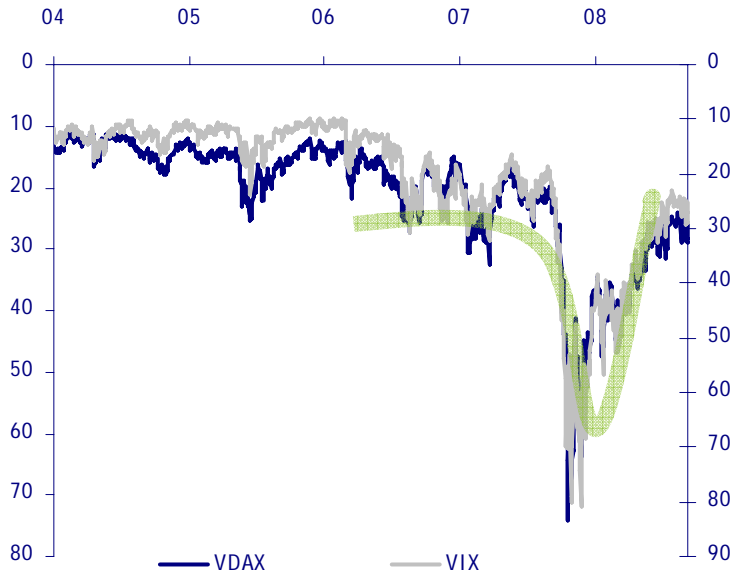
Actuellement, le taux de rendement obligataire mondial est proche de sa juste valeur



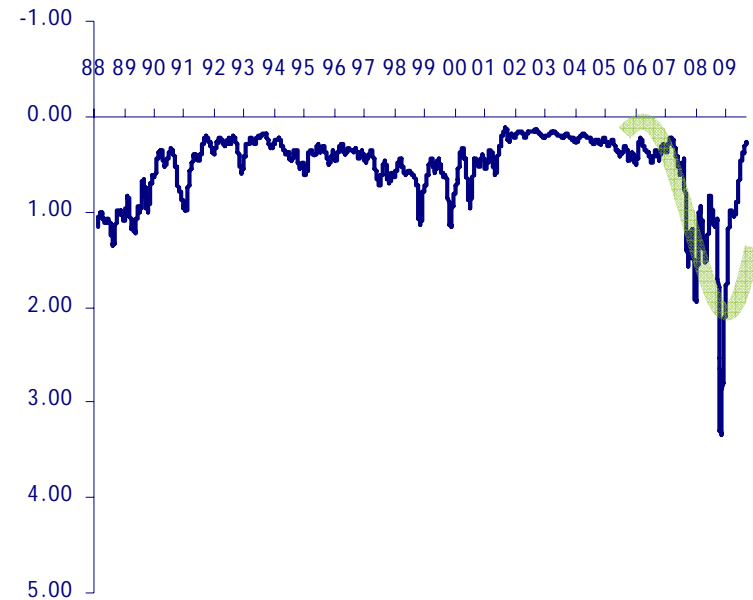
Peut-on avoir confiance dans les marchés obligataires ?

— La fin de la récession est proche...

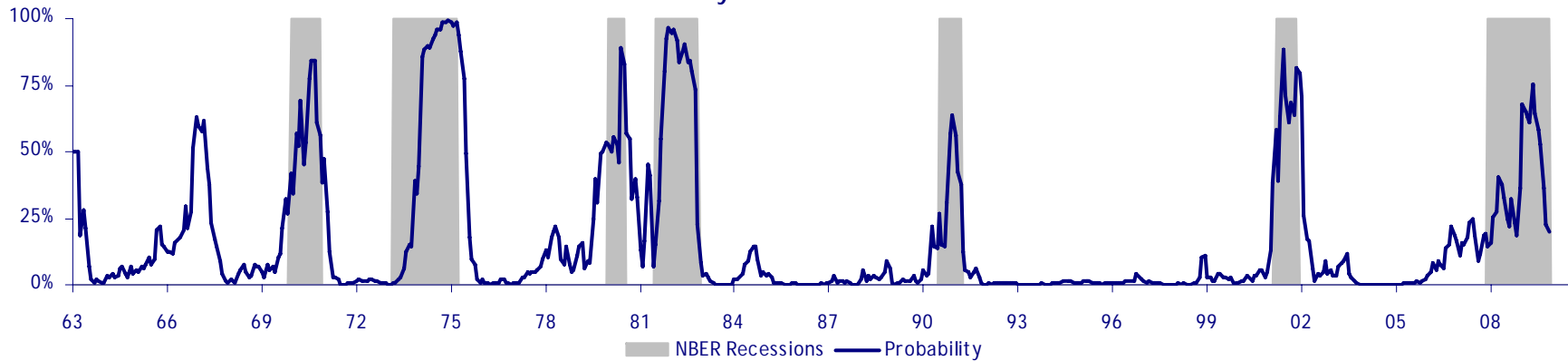
Implied Volatility



US TED Spread

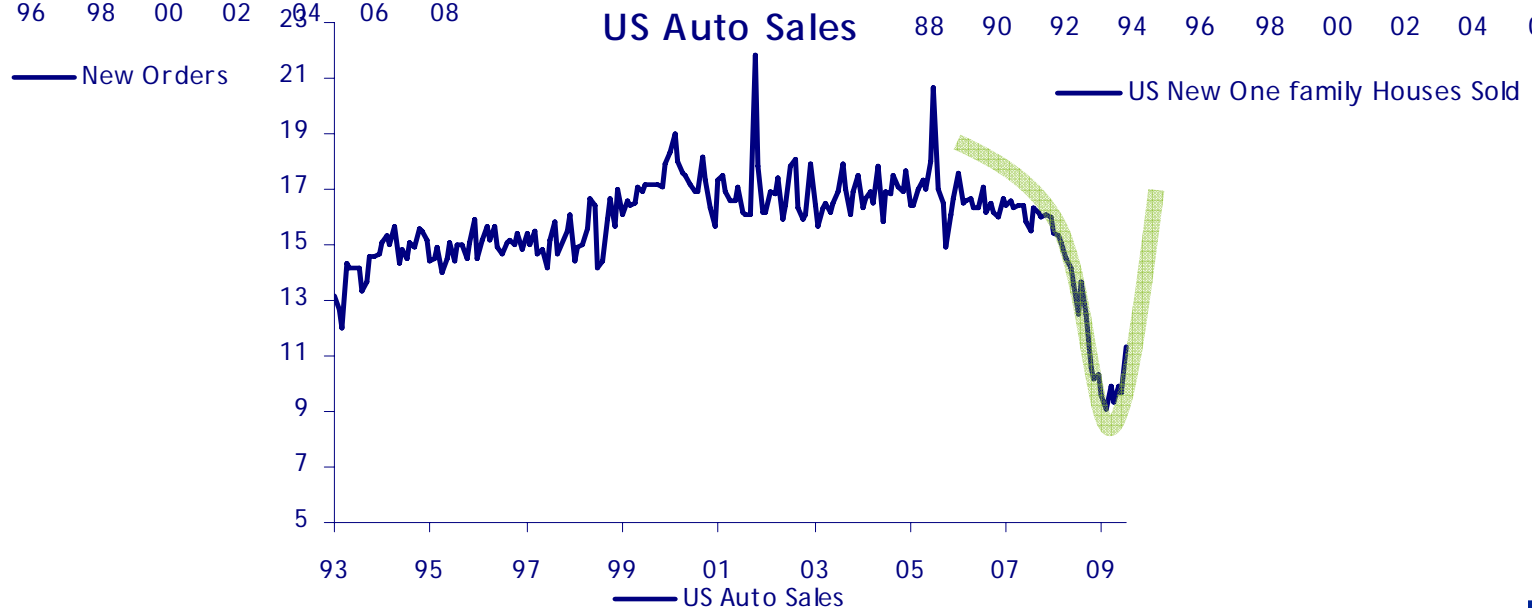
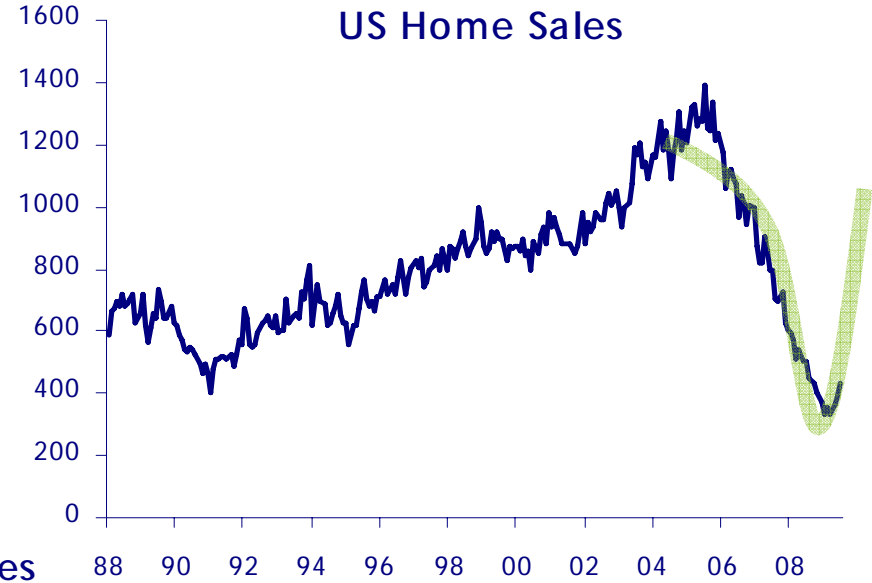
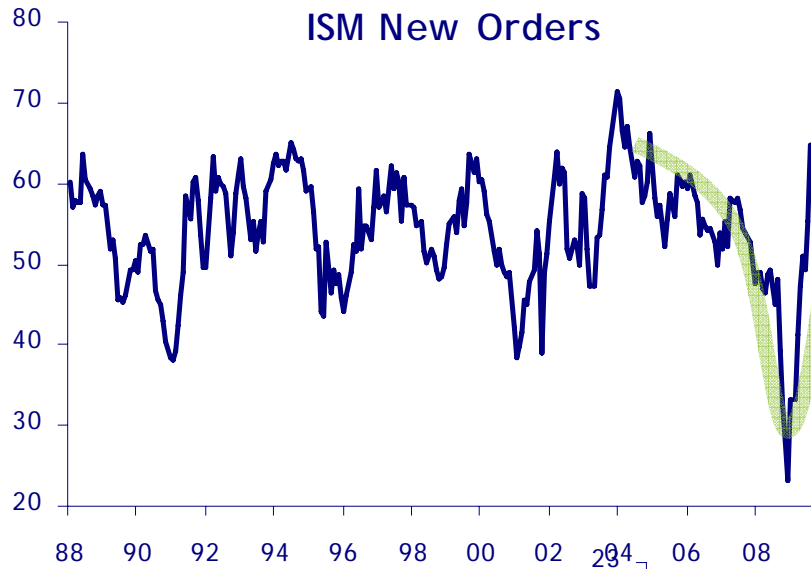


Probability of Recession in US



Peut-on avoir confiance dans les marchés obligataires ?

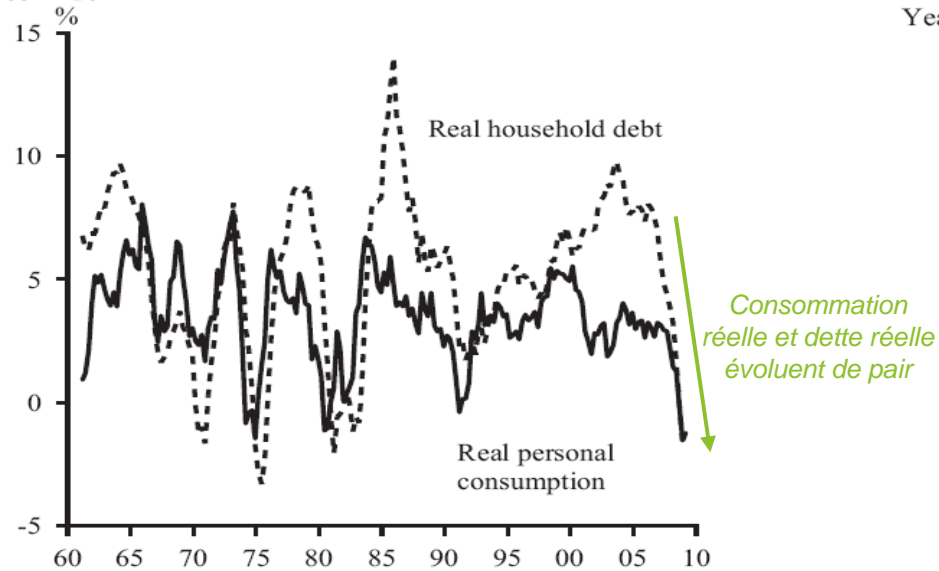
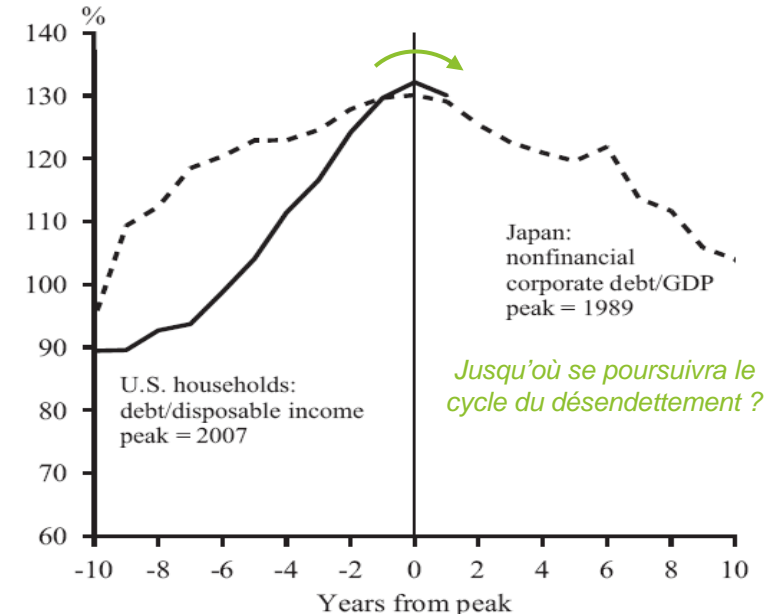
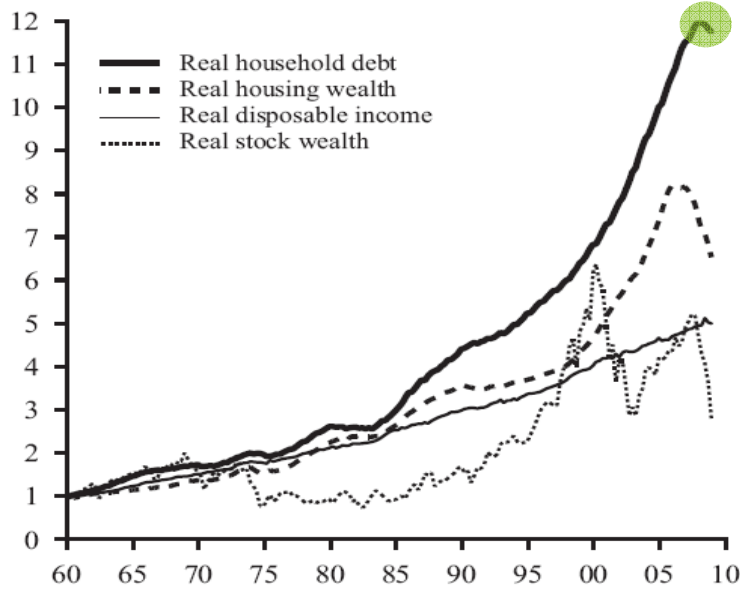
... grâce à des rebonds techniques



Source : Bloomberg & Dexia Asset Management Interest Rate Research

Peut-on avoir confiance dans les marchés obligataires ?

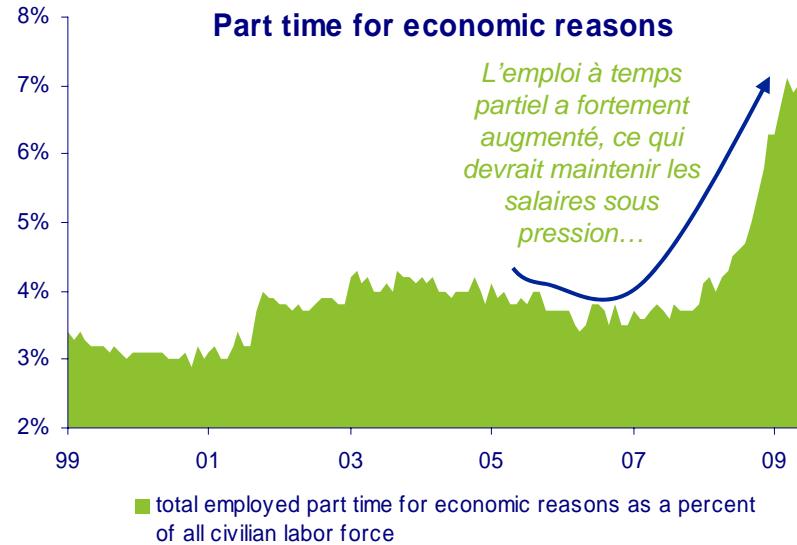
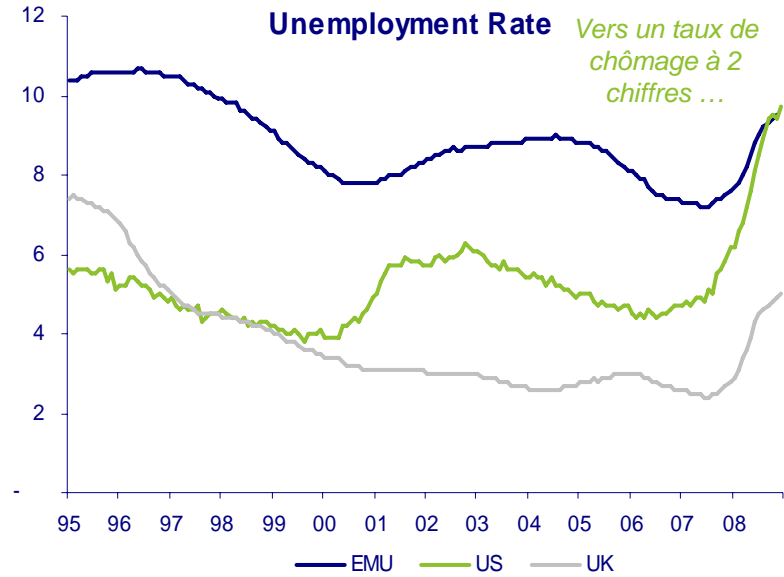
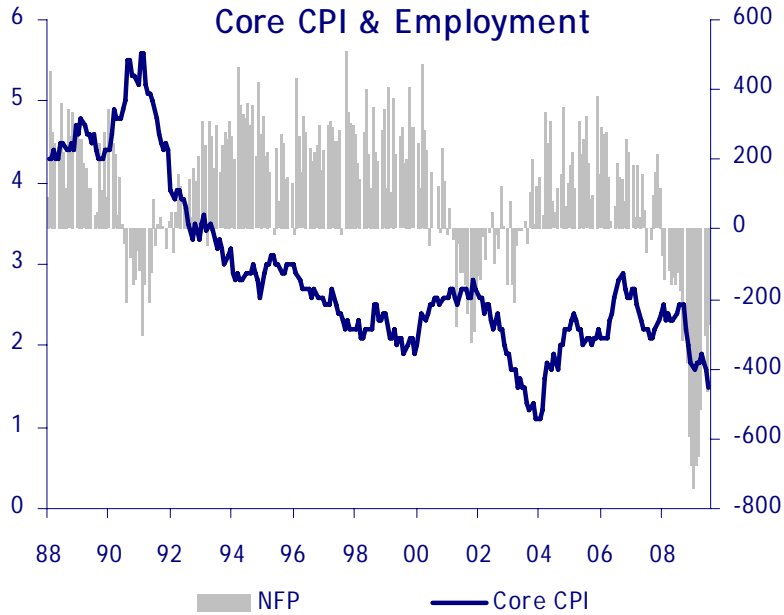
Mais le processus de désendettement pourrait gravement endommager la consommation...



Source : Bloomberg & Dexia Asset Management Interest Rate Research

Peut-on avoir confiance dans les marchés obligataires ?

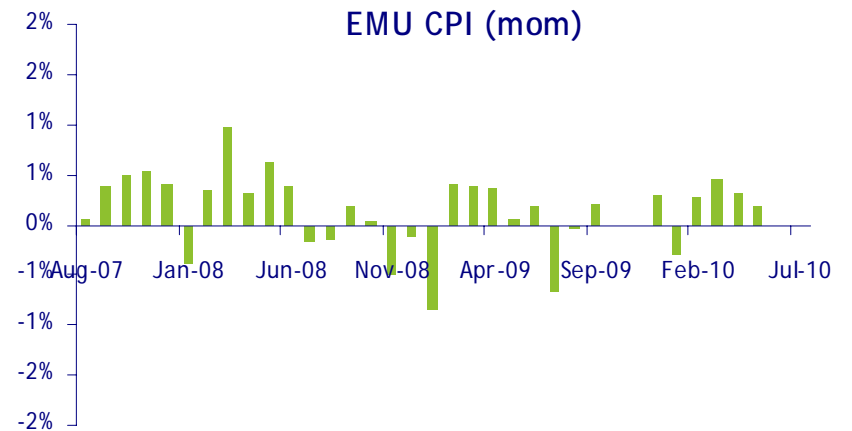
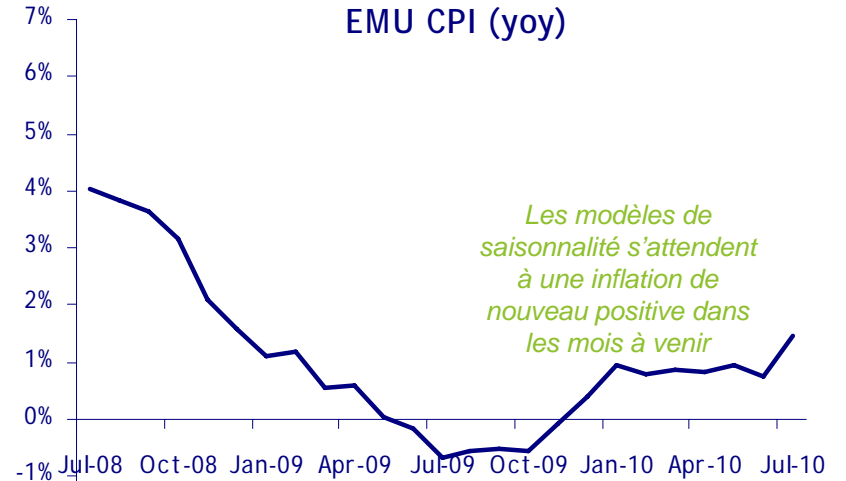
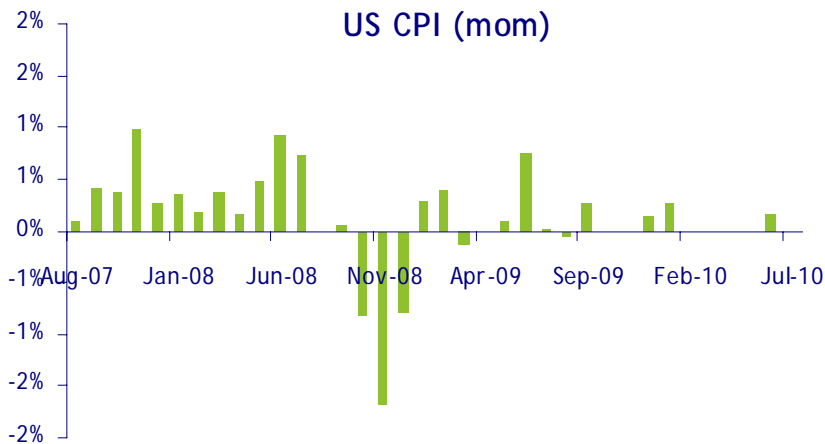
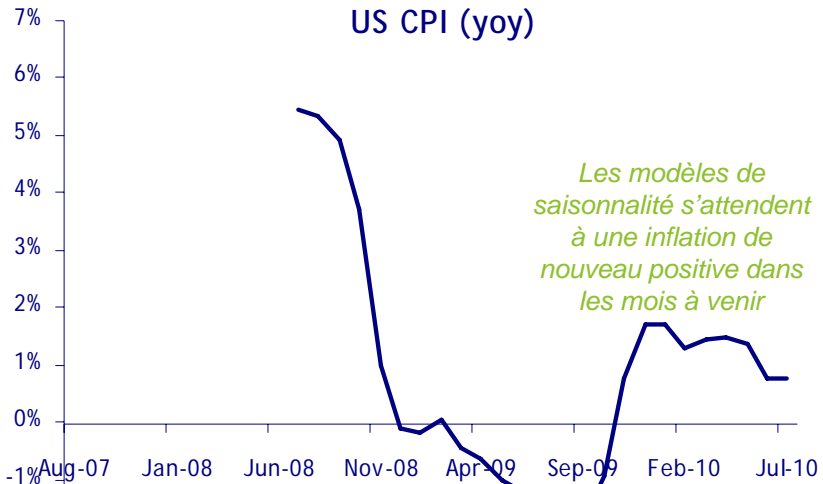
... et affecter durablement le marché de l'emploi



Source : Bloomberg & Dexia Asset Management Interest Rate Research

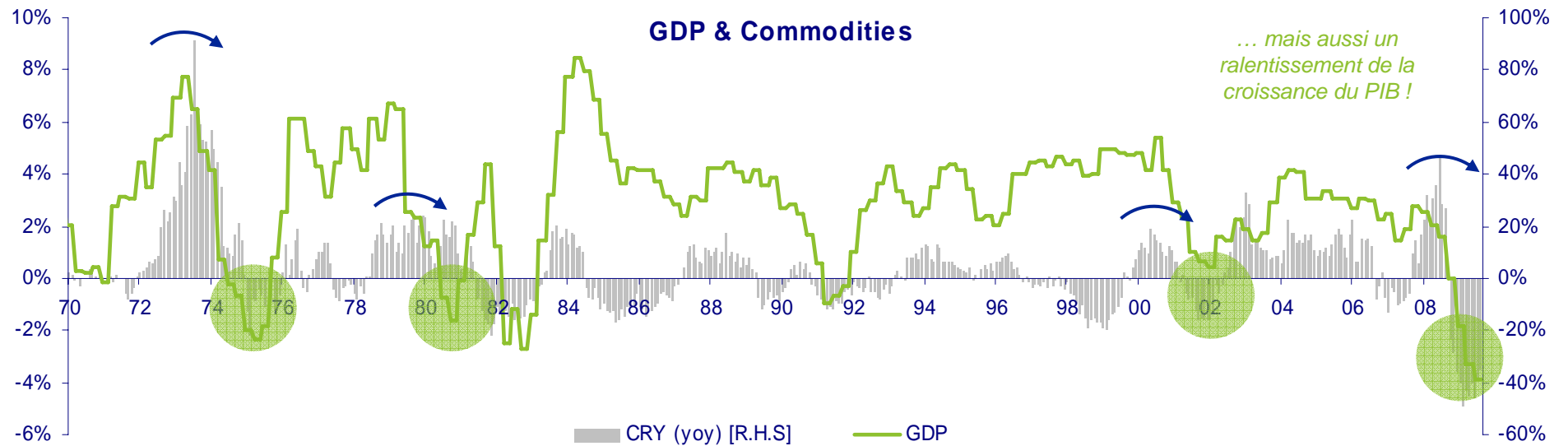
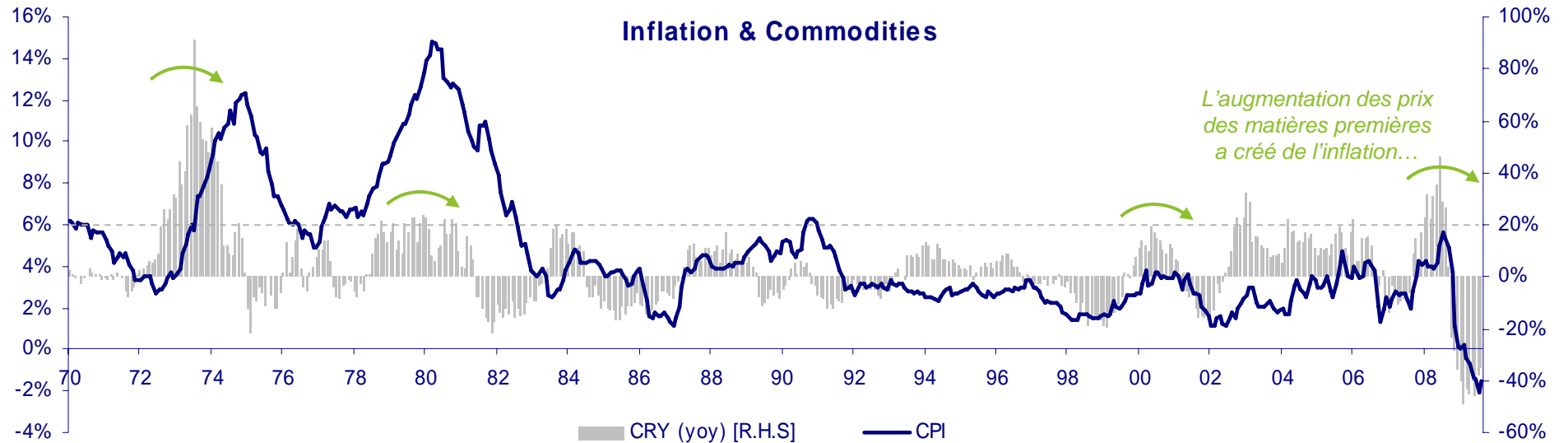
Peut-on avoir confiance dans les marchés obligataires ?

L'inflation domestique devrait se maintenir dans sa zone de confort...



Peut-on avoir confiance dans les marchés obligataires ?

...à condition que les prix des matières premières restent sous contrôle



Source : Bloomberg & Dexia Asset Management Interest Rate Research

Peut-on avoir confiance dans les marchés obligataires ?

Mythe ou Réalité ?

Le Krach obligataire pourrait devenir réalité...

- Si les banques centrales perdent le contrôle de la monnaie
 - Ré-injection des réserves excédentaires dans l'économie réelle
 - Vente de titres & instabilité des marchés

- Si les gouvernement perdent leur crédibilité
 - Explosion de la dette sans perspective de retour à l'équilibre
 - Arrêt des achats par les investisseurs étrangers

- Dans le cas d'une reprise en V de la croissance
 - Retour de l'appétit pour le risque
 - Inflation nourrie par les stimuli fiscaux

Mais le Krach obligataire devrait rester un mythe

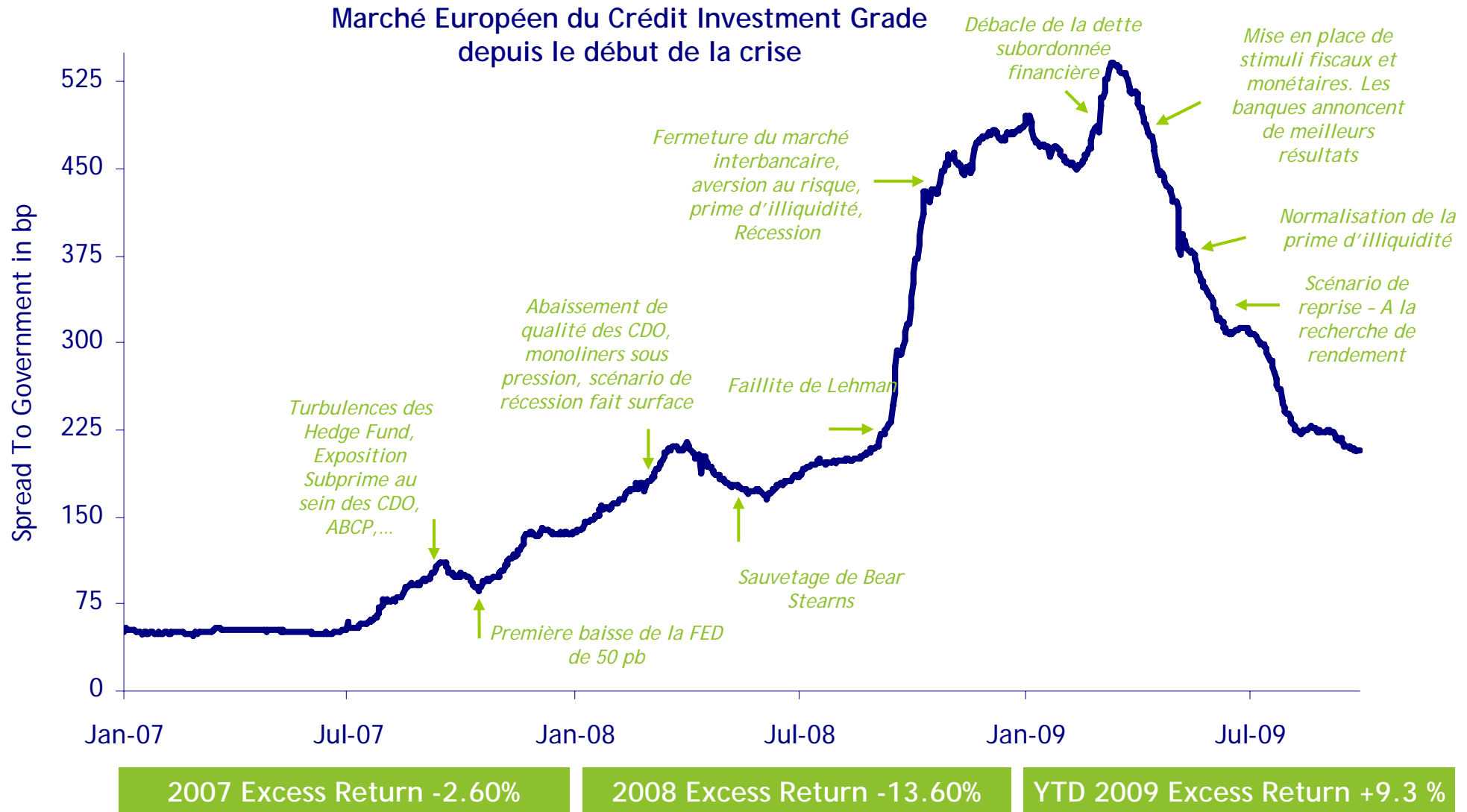
- Crédibilité des banques centrales
 - Succès atteint durant la crise financière
 - Coordination monétaire globale
 - Nouveau schéma de pilotage des réserves

- Crédibilité des gouvernements
 - Succès atteint durant la crise financière
 - Retour à l'équilibre envisageable
 - Nouvelle demande structurelle

- Pas de risque inflationniste
 - Taux de chômage élevé
 - Risque d'une reprise en W
 - Un fort rebond des matières premières précipiterait une nouvelle récession

Peut-on avoir confiance dans les obligations d'entreprise ?

Evolution du marché du crédit



Peut-on avoir confiance dans les obligations d'entreprise ?

Le rally vient juste de débuter

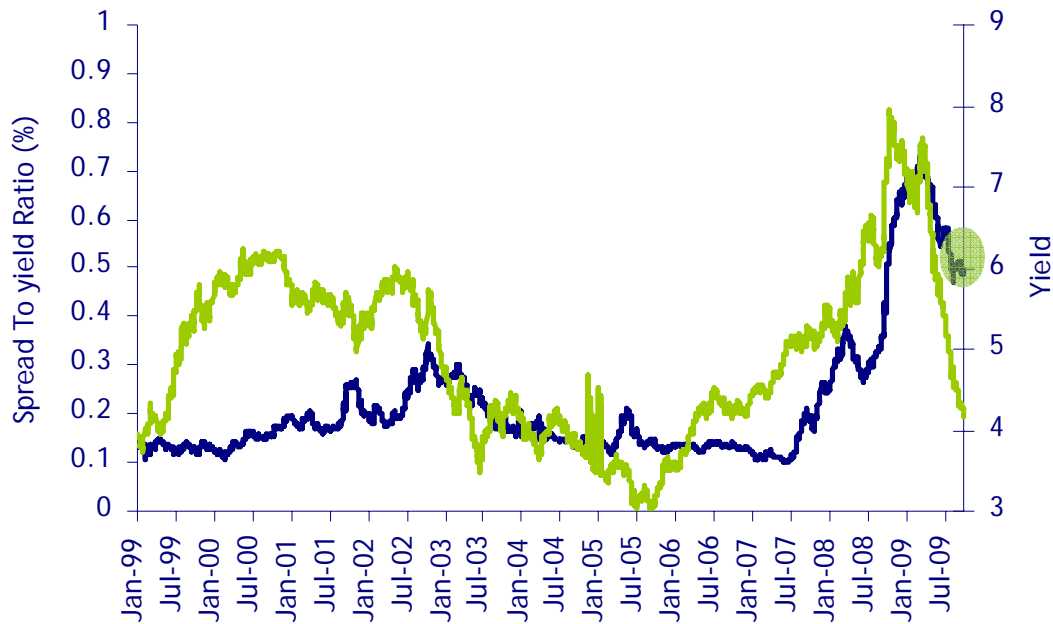


Source : Bloomberg & Dexia Asset Management Interest Rate Research

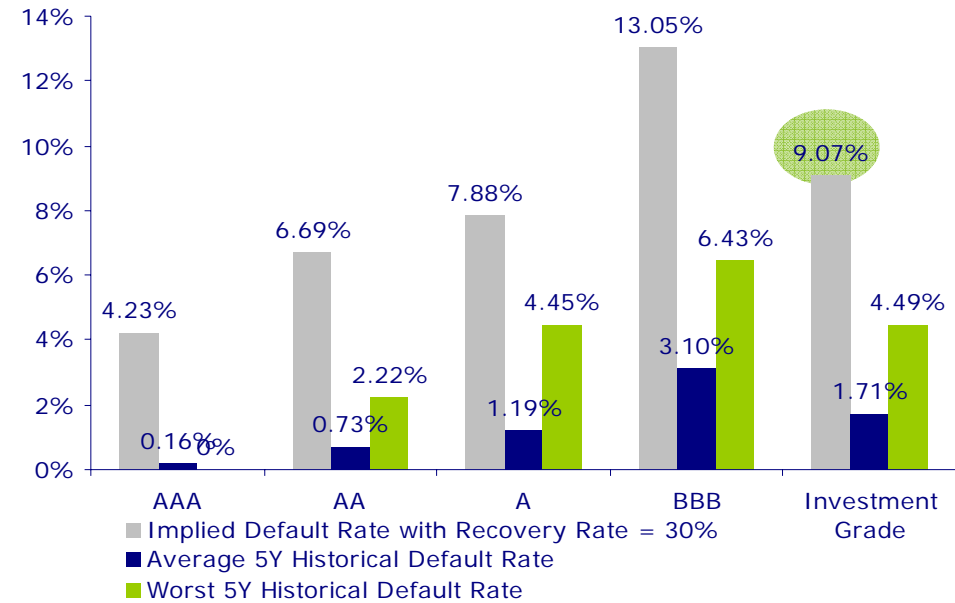
Peut-on avoir confiance dans les obligations d'entreprise ?

— La valorisation est toujours très attractive...

La prime de risque représente 50% du rendement



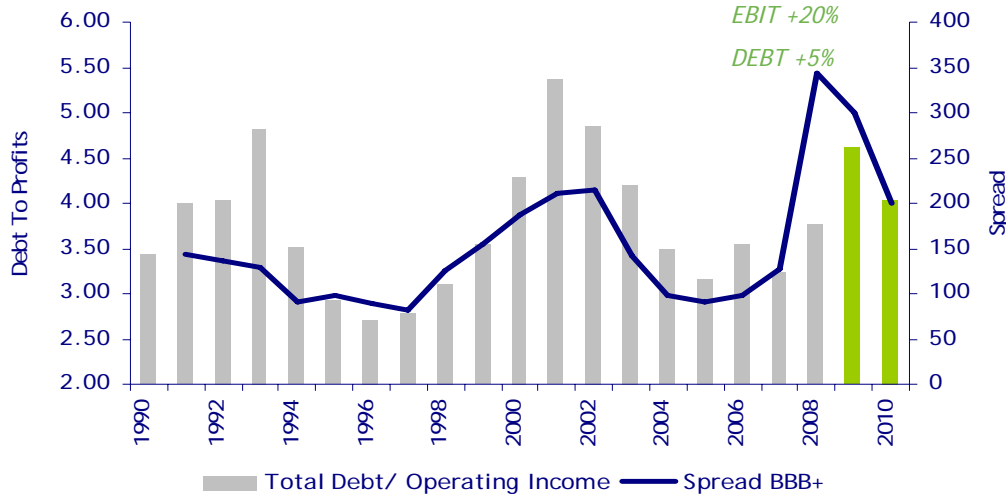
Taux de défaut implicite à 5 ans des obligations d'entreprises senior



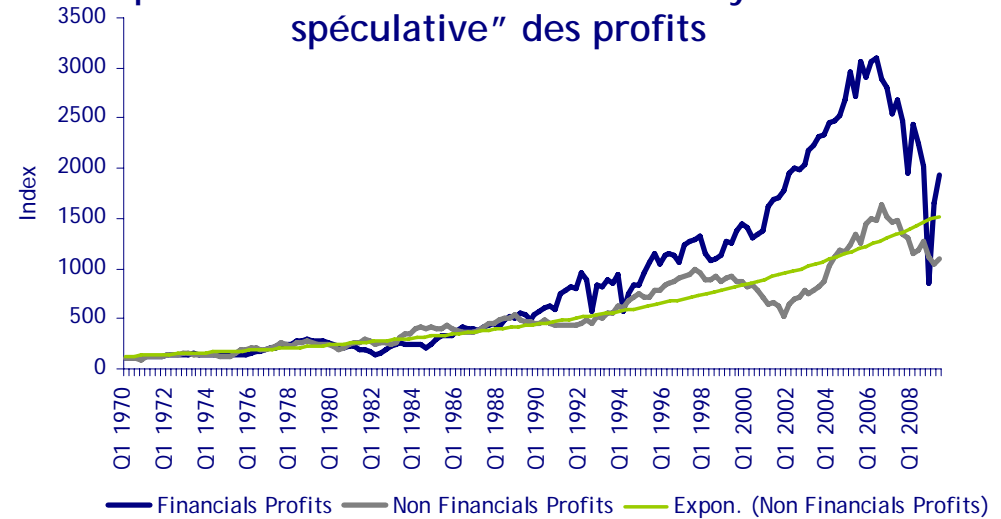
Peut-on avoir confiance dans les obligations d'entreprise ?

... spécialement en tenant compte de l'amélioration des fondamentaux

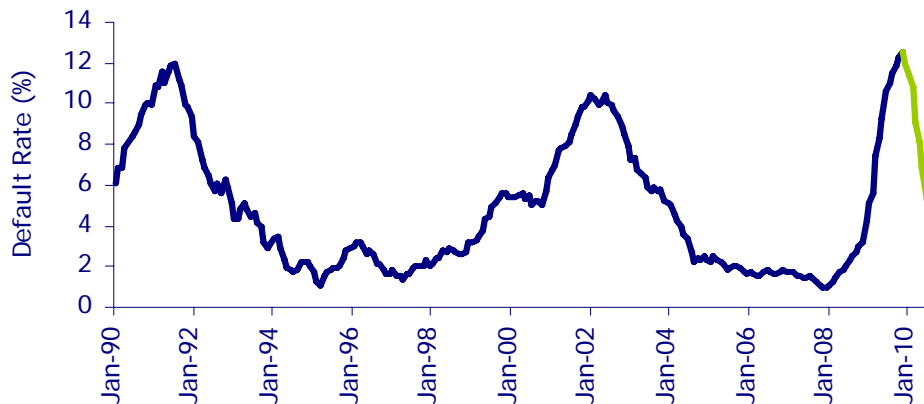
Le levier financier est gérable



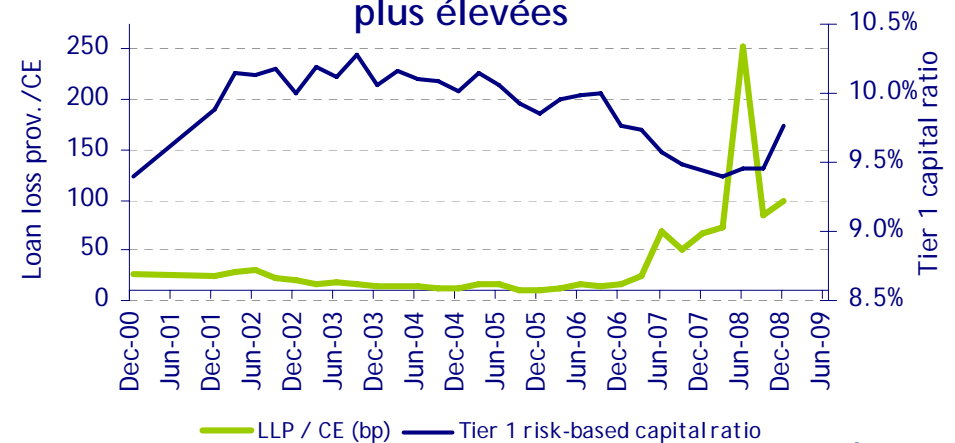
Les plans de désendettement ont balayé la "bulle spéculative" des profits



Le taux de défaut atteindra 13% fin 2009



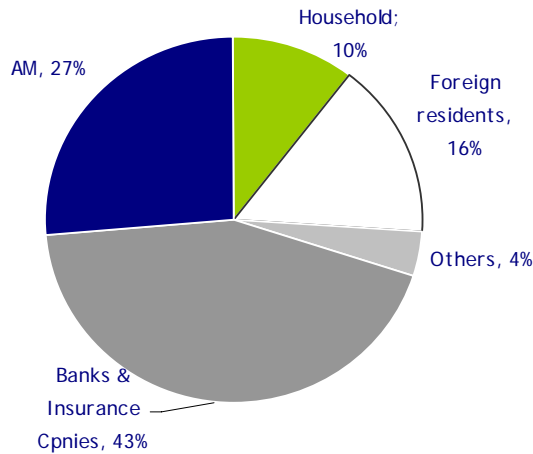
Amélioration du coussin de capital pour faire face à des provisions pour créances douteuses plus élevées



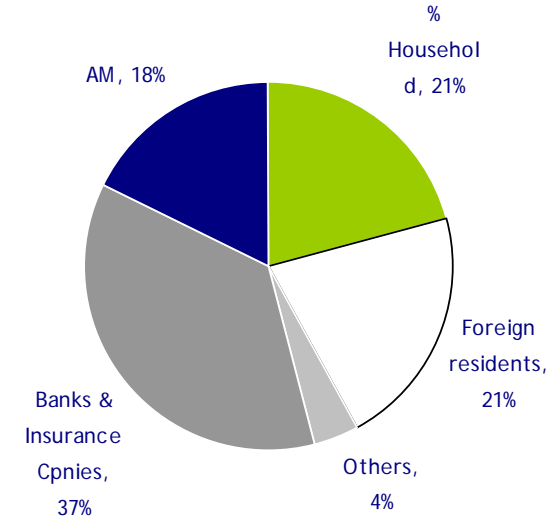
Peut-on avoir confiance dans les obligations d'entreprise ?

Appétit croissant pour le crédit

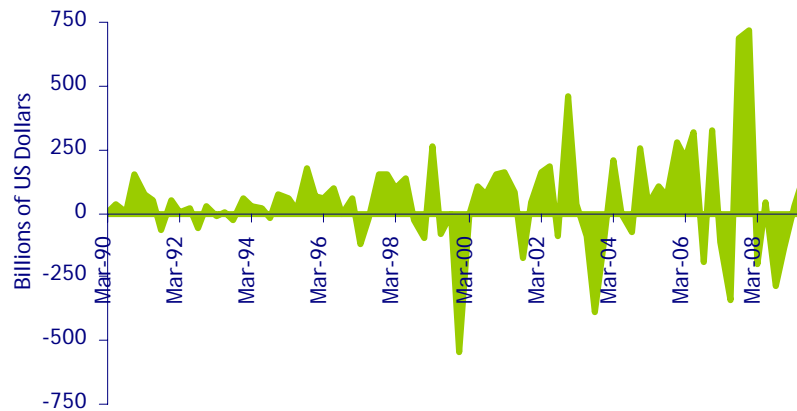
Marché Américain du Crédit en 2000



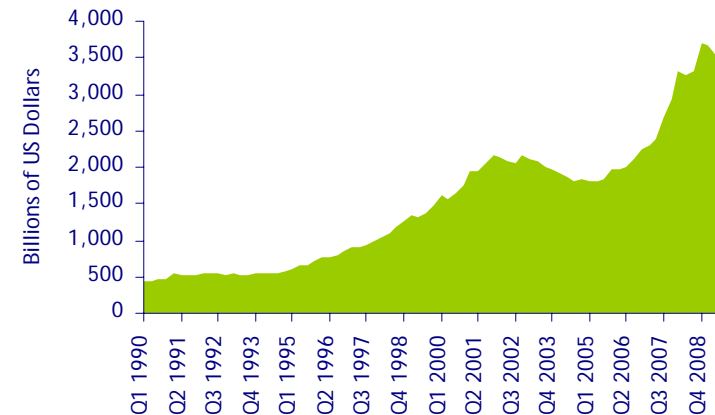
Marché Américain du Crédit en 2009



Flux d'investissement des ménages américains



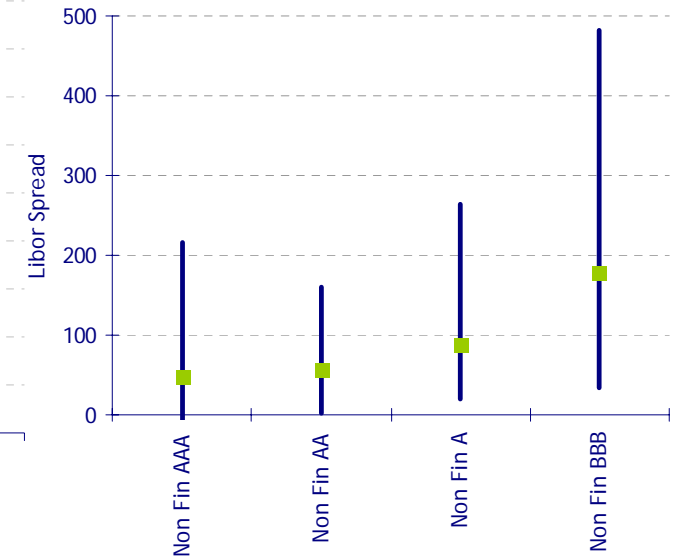
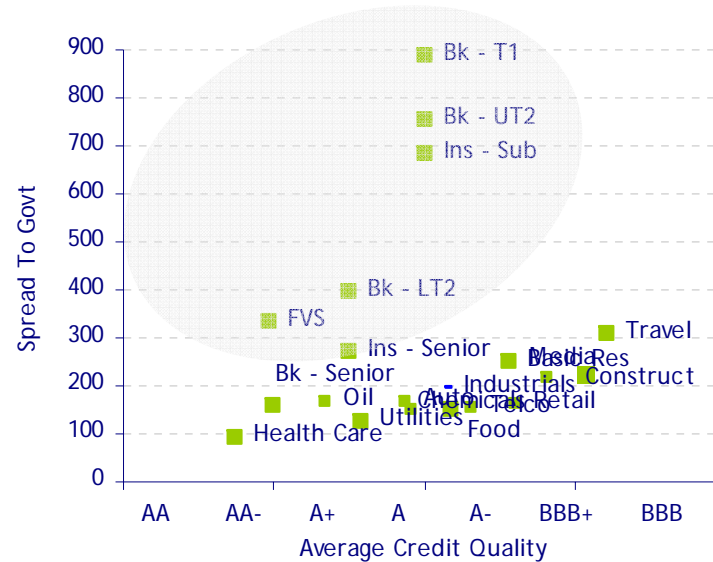
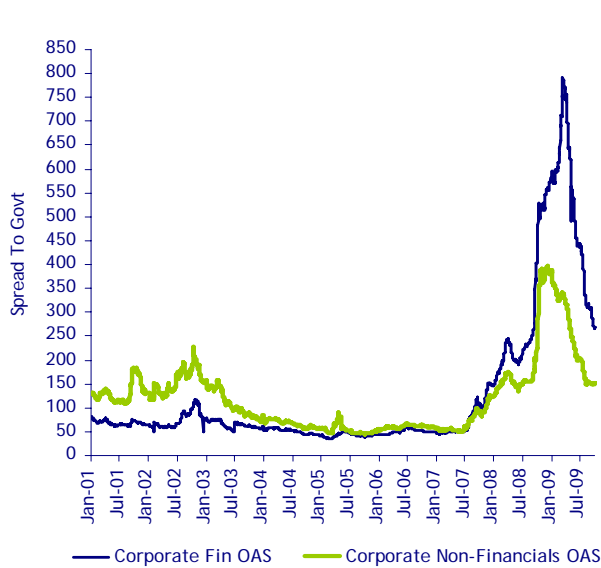
Cash détenu au sein des portefeuilles monétaires aux Etats Unis



Source : Bloomberg & Dexia Asset Management Interest Rate Research

Peut-on avoir confiance dans les obligations d'entreprise ?

Yes, we can



Les signatures financières sont plus attractives que les non financières

La dette subordonnée financière offre le meilleur couple risque/rendement

Avantage aux secteurs cycliques comparés aux valeurs plus défensives

Conclusion

— Mythe ou Réalité ?

- Les autorités monétaires et gouvernementales ont évité **les erreurs du passé**
- La mise en place de **nouveaux outils monétaires** combinée à l'apparition **d'une nouvelle demande** devraient garantir la stabilité des marchés obligataires
- Le marché du crédit continue d'offrir **une valorisation attractive**

Disclaimer

Le présent document a un caractère purement informatif, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers, il ne constitue pas un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations. Toutefois, des erreurs ou omissions dans ces sources ou dans ces processus ne peuvent pas être exclues à priori. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.

Attention : Si le présent document mentionne des performances passées d'un instrument financier ou d'un indice financier ou d'un service d'investissement, fait référence à des simulations de telles performances passées ou comporte des données relatives à des performances futures, le client est conscient que ces performances et/ou prévisions ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

De plus, Dexia AM précise que :

 dans le cas où il est précisé qu'il s'agit de performances brutes, la performance peut être influencée par des commissions, redevances et autres charges.

 dans le cas où la performance est exprimée en une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur, les gains mentionnés peuvent se voir augmentés ou réduits en fonction des fluctuations du taux de change.

Si le présent document fait référence à un traitement fiscal particulier, l'investisseur est conscient qu'une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et qu'elle est susceptible d'être modifiée ultérieurement.

Le présent document n'est pas une recherche en investissement telle que définie à l'article 24, §1 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil.

Si la présente information est une communication publicitaire, Dexia AM tient à préciser qu'elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements, et qu'elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Dexia AM invite les investisseurs à toujours consulter le prospectus avant d'investir dans un de ses fonds. Le prospectus et d'autres informations relatives aux fonds sont disponibles sur le site www.dexia-am.com.

Mention importante concernant l'analyse de durabilité

L'analyse de durabilité de Dexia AM se fonde sur différentes sources d'informations développées au sein de l'équipe IRD de Dexia AM, entre autres : les études sectorielles et les analyses de sociétés réalisées par des analystes de durabilité de Dexia AM, "Dexia AM's Sustainability Analysis Research Methodology 2006", "Methodology Guidelines November 2005" par Franca Morroni, "Dexia AM SRI Business Case 2004", les principes directeurs IRD de Dexia AM et les diverses recherches menées depuis 1996, ainsi que sur les informations de fournisseurs de données IRD sélectionnés.

Addresses

Luxembourg

Dexia Asset Management
Luxembourg SA
136, route d'Arlon
1150 Luxembourg
Tel.: + 352 2797-1

Belgium

Dexia Asset Management
Belgium
rue Royale, 180
1000 Bruxelles
Tel.: + 32 2 222 52 42

France

Dexia Asset Management SA
40, rue Washington
75408 Paris Cedex 08
Tel.: + 33 1 53 93 40 00

Australia

Ausbil Dexia Ltd
Veritas House – Level 23
207 Kent Street
Sydney NSW 2000
Tel.: + 61 2 925 90 200

Italy

Dexia Asset Management
Luxembourg SA
Succursale Italiana
Corso Italia 1
20122 Milano
Tel.: + 39 02 31 82 83 62

Spain

Dexia Asset Management
Luxembourg SA
Sucursal en España
Calle Ortega y Gasset, 26
28006 Madrid
Tel.: + 34 91 360 94 75

Switzerland

Dexia Asset Management
Luxembourg SA
succursale de Genève
2, rue de Jargonnant
1207 Genève
Tel.: + 41 22 707 90 00

The Netherlands

Dexia Asset Management
Nederlands bijkantoor
Lichtenauerlaan 102-120
3062 ME Rotterdam
Tel.: + 31 10 204 56 53

Germany

Dexia Asset Management
Luxembourg SA
Zweigniederlassung Deutschland
An der Welle 4
60422 Frankfurt
Tel.: + 49 69 7593 8823

Bahrain

Dexia Asset Management
Luxembourg S.A., Middle East
Representative Office
Bahrain Financial Harbour,
Financial Center, West Harbour
Tower, Level 23
King Faisal Highway
PO Box 75766
Manama
Tel.: + 973 1750 99 00

Canada

Dexia Asset Management
Luxembourg SA
Canadian Representative Office
77, King Street West
Royal Trust Tower (32nd floor)
Toronto, Ontario
Tel.: + 1 416 974 9055