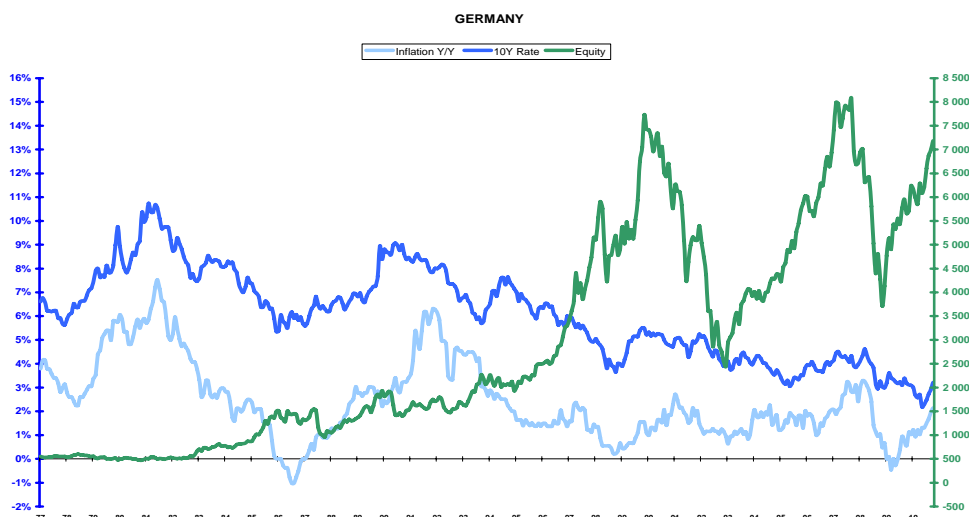
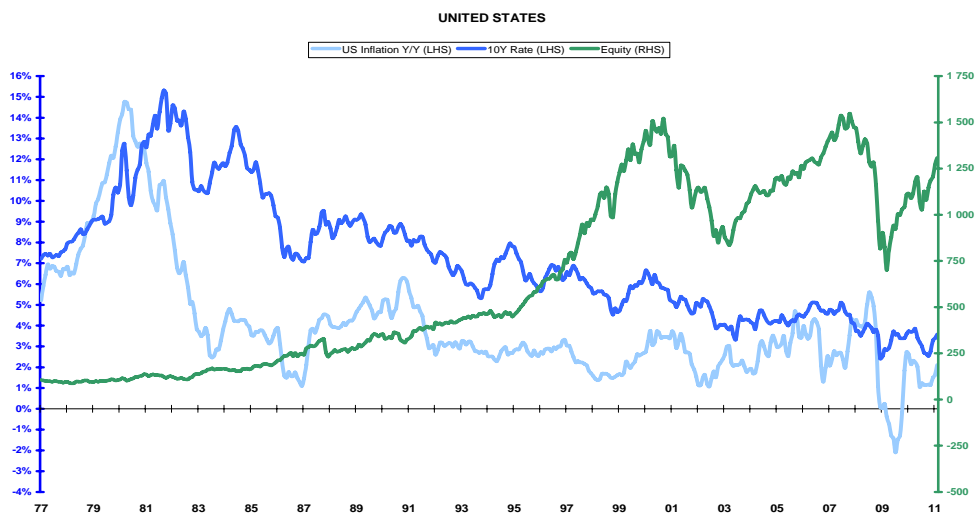


Retour des anticipations d'inflation : Une opportunité pour les investisseurs ?

Synthèse

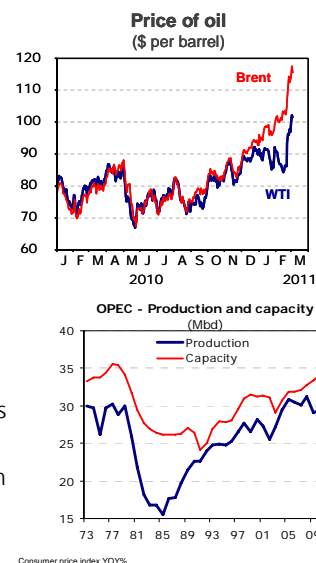
- ▶ Tous les regards sont actuellement braqués sur les anticipations d'inflation. L'envolée des prix des principales matières premières laisse en effet craindre un brusque réveil de l'inflation, à l'image de ce qui s'est déjà produit il y a une vingtaine d'années.
- ▶ Pour l'heure, nous écartons une accélération durable de l'inflation. Cela étant, l'évolution de l'inflation suscite une incertitude croissante aux États-Unis, en Europe et dans les pays émergents. Dans ce dernier groupe, il existe de fortes disparités entre pays mais aussi entre les sources d'inflation (denrées alimentaires, pétrole, etc.).
- ▶ Nous proposons à nos clients plusieurs solutions pour se prémunir contre une résurgence de l'inflation :
 - Les obligations indexées sur l'inflation, avec une couverture de la durée
 - Les obligations d'entreprises, avec une couverture de la durée
 - Les actions à haut rendement
 - Les matières premières



Perspectives économiques : hausse de l'inflation et des incertitudes

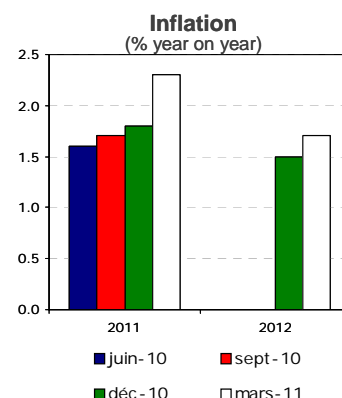
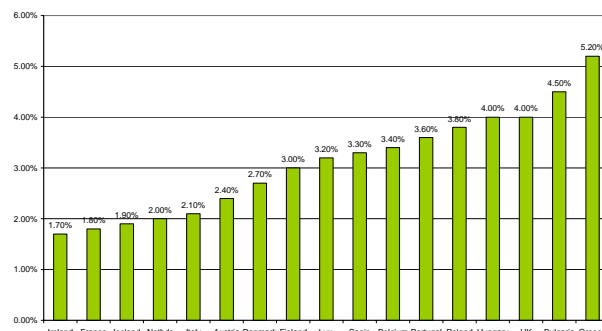
Situation du marché pétrolier

- L'effervescence en Afrique du Nord a provoqué une tension des cours pétroliers, en particulier en Europe (l'Italie et l'Allemagne absorbent 46 % des exportations de pétrole libyen).
- Si tous les pays d'Afrique du Nord ne sont pas de gros producteurs de pétrole, ils revêtent une importance géostratégique et certains jouent un rôle crucial dans la chaîne logistique pétrolière :
 - Près de 2 millions de barils de pétrole ont transité chaque jour par le Canal de Suez en 2010 ;
 - Pipeline Suez-Méditerranée : cet oléoduc dispose d'une capacité de 2,3 millions de barils par jour.
 - Raffinage : l'Egypte possède la première infrastructure de raffinage du continent africain avec dix raffineries d'une capacité cumulée de 975 000 barils de brut par jour (OGJ et APS Review).
 - L'Algérie est le premier exportateur de gaz naturel.
- Les stocks pétroliers demeurent néanmoins élevés et l'Arabie saoudite dispose d'importantes capacités de production non utilisées.
- Nos projections actuelles reposent sur un prix moyen du baril en fin d'année de 110 dollars le baril en 2012



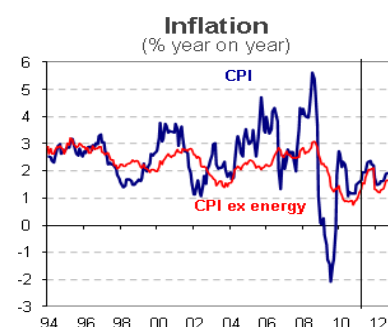
Situation de l'Europe

- Malgré les turbulences du marché, les enquêtes confirment le maintien d'une croissance globalement solide. Dans notre scénario actuel pour la zone euro, le caractère accommodant de la politique monétaire et la reprise durable dans le reste du monde parviennent à compenser l'impact des plans de rigueur. La mise en place du programme de « facilité européenne de stabilité financière » (FESF) et le redressement progressif des finances publiques dans les pays « périphériques » permettent d'éviter une aggravation de la situation financière et une chute de la confiance. L'année 2011 s'annonce toutefois délicate au Royaume-Uni où l'inflation est actuellement supérieure de 200 pb au taux cible de la BoE.
- L'inflation progresse par rapport à l'année dernière : de 1,9 % en novembre 2010, elle est passée à 2,4 % en février et 2,6 % en mars (selon les estimations) et nous observons un renchérissement des matières premières et du pétrole. Ces chiffres masquent cependant des écarts importants entre pays : l'inflation va de 1,7 % en Irlande à 4 % au Royaume-Uni et jusqu'à 5,2 % en Grèce.
- L'accélération de l'inflation fin 2010 complique la tâche de la BCE. Comme indiqué à l'issue de sa réunion du 3 mars « les risques concernant l'évolution des prix ont augmenté, [...] une vigilance étroite s'impose pour contenir ces risques accrus ». Ces commentaires, qui annoncent quasiment une hausse des taux directeurs, ne contrarieront probablement pas les pays du cœur de l'Europe mais susciteront vraisemblablement une levée de boucliers dans les pays périphériques.
- Sur les 12 prochains mois, l'inflation restera probablement maîtrisée mais sera tributaire de l'évolution des prix des denrées agricoles et de l'énergie.



Situation des États-Unis

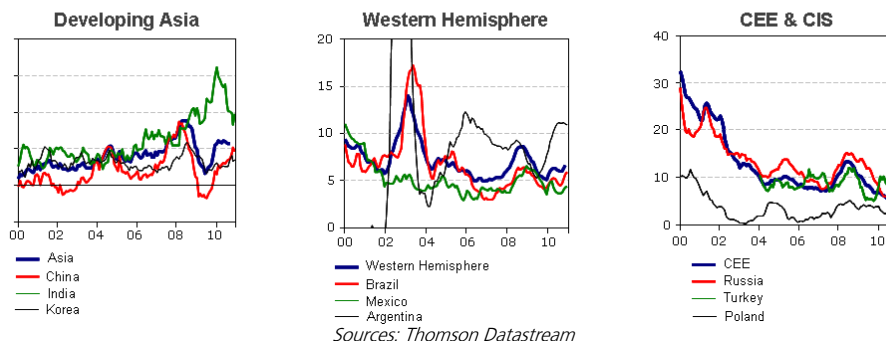
- La politique de la Réserve fédérale semble porter ses fruits. Sauf nouveau choc, une rechute de l'économie américaine est peu probable. La croissance du PIB devrait redémarrer grâce à une politique économique accommodante (qui inclut un nouveau plan de relance), au redressement durable du marché du travail et au soutien des exportations.
- Le renchérissement des matières premières exerce une pression haussière sur les prix à la consommation : selon nos estimations, si elle se poursuit, la hausse récente des prix des carburants aura une incidence de +0,7 point sur l'IPC. Compte tenu du niveau élevé du chômage, l'inflation sous-jacente devrait toutefois rester maîtrisée.
- Le redressement des finances publiques est l'un des principaux défis auquel sera confrontée l'économie américaine ces prochaines années. La décision des autorités de maintenir un déficit public élevé (de l'ordre de 10 % du PIB en 2011) pour éviter une rechute de l'économie n'est pas dénuée de risque.
- En conclusion, dans la mesure où l'augmentation des cours pétroliers est passagère, l'inflation devrait être légèrement supérieure à 2 % en 2011, tandis que l'inflation sous-jacente progressera légèrement au départ de niveaux très bas.



Situation des pays émergents

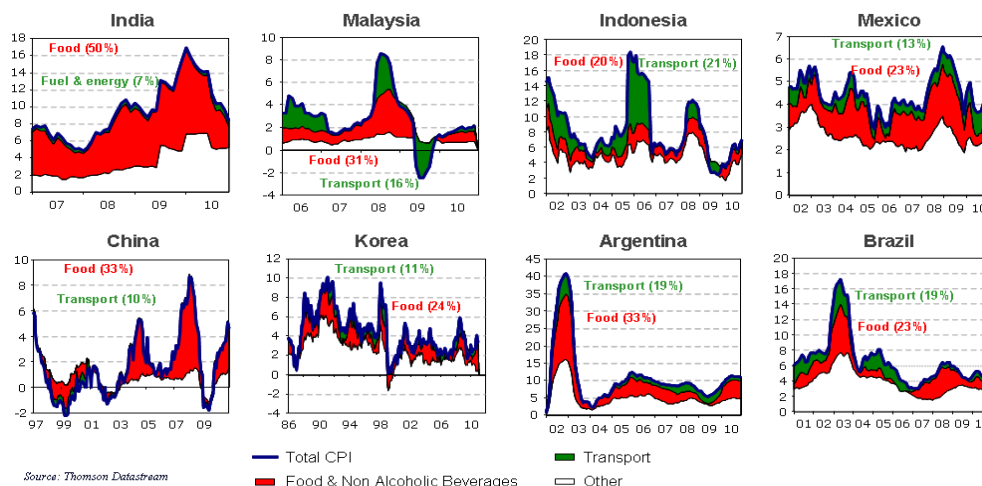
- Les économies émergentes représentent un bloc moins homogène que les autres régions. Dans l'ensemble, ces pays ont réussi à stabiliser l'inflation ces 20 dernières années mais la situation demeure très contrastée d'un pays à l'autre.

CPI inflation
(% year on year)



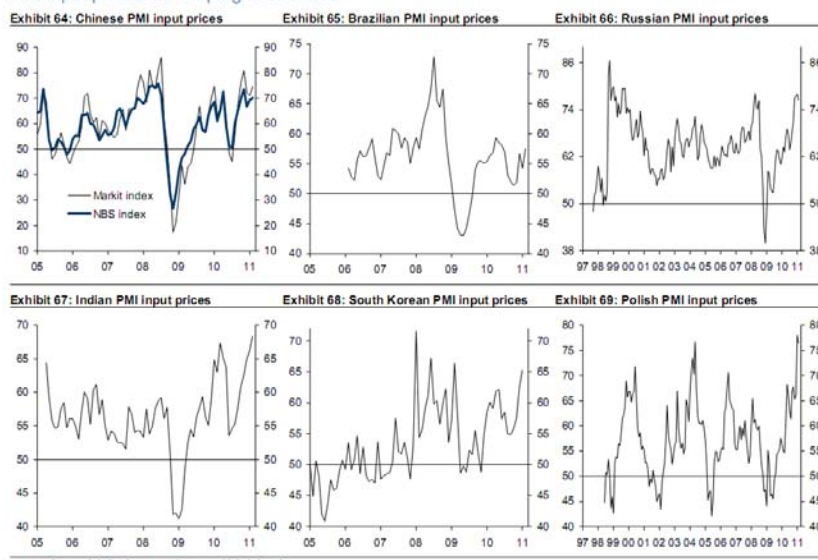
- Le renchérissement des matières premières et de l'énergie n'a pas la même incidence d'un pays à l'autre. Ainsi, l'inflation mexicaine réagit davantage à l'évolution du coût de l'énergie (en raison des problèmes d'approvisionnement et de transport) tandis qu'en Malaisie, le prix des denrées alimentaires est l'élément prépondérant.

CPI inflation contributions
(% year on year)



- S'il est vrai que chaque région a ses spécificités et que les anticipations d'inflation apparaissent moins alarmantes qu'en fin d'année dernière, il n'en demeure pas moins qu'une nouvelle période d'inflation se profile, la pression exercée par le prix des intrants ne cessant de s'intensifier.

PMI input prices: developing economies



Impact sur les marchés

Prévisions de taux d'intérêt

Europe :

- Cette année plus que jamais, l'Europe va devoir choisir entre solidarité et restructuration. Contrainte à l'austérité fiscale, l'Europe pourrait être forcée d'étendre ses plans de soutien aux États en difficulté. Soumis à la pression des marchés, les pays périphériques ont en effet besoin de temps pour mettre en œuvre leurs plans de rigueur et de taux plus bas afin de continuer à se financer à des conditions favorables.
- La pression qui pèse sur ces pays pourrait perdurer jusqu'à l'émergence d'une solution politique durable. En outre, l'inflation importée pourrait annihiler les efforts consentis jusqu'à présent par les pays les plus fragiles de la zone euro pour relancer leur économie.

États-Unis :

- En 2010, confrontée à un taux de chômage supérieur à 9 % et un marché immobilier languissant, la Réserve fédérale a choisi de stimuler la croissance par l'appréciation du prix des actifs via un second programme d'assouplissement quantitatif (QE) de 600 milliards de dollars.
- Au premier semestre 2011, ce programme QE2 devrait contenir la hausse des taux longs.
- Avec l'accélération de la croissance en 2011, les anticipations d'inflation pourraient cependant dérapé incitant la Fed à normaliser sa politique monétaire.

Idées de stratégies pour 2011 :

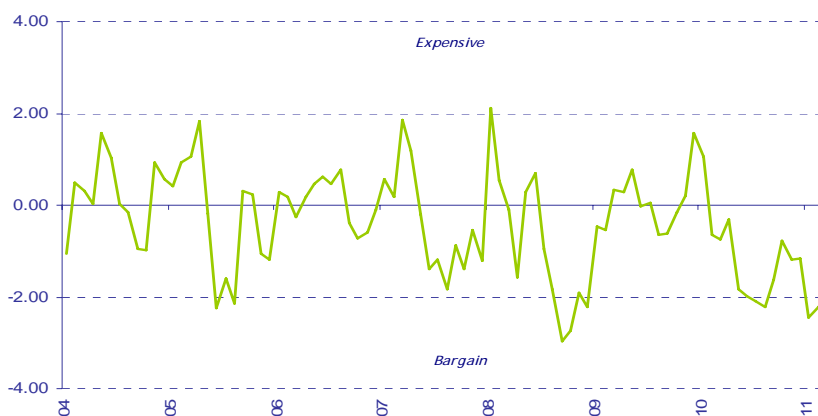
- La probabilité de hausse des taux d'intérêt est élevée.
- Nous privilégions les obligations indexées sur l'inflation (voir ci-après le focus consacré au marché des obligations indexées sur l'inflation) comme moyen de couverture contre la hausse des taux, ainsi que les stratégies misant sur un aplatissement de la courbe (hausse des taux courts plus prononcée que celle des taux longs).

Prévisions de Taux d'intérêt

		Actuel	6 mois	12 mois	Comments
Taux d'intérêt allemand	Taux Eonia	0,70	1,50	2,00	
	Taux d'intérêt 2 ans	1,83	2,20	2,50	
	Taux Breakeven	2,40	2,20	2,00	l'inflation devrait atteindre un pic mi 2011, puis se tasser en fin d'année
	Taux d'intérêt 10 ans	3,39	3,30	3,70	
	Spread 2-10 ans (pb)	156	110	120	
Taux d'intérêt US	Taux directeur - FED	0,25	0,25	0,5	
Taux d'intérêt 2 ans	0,79	1,10	1,40		
	Taux Breakeven	2,53	2,50	2,30	l'inflation devrait atteindre un pic mi 2011, puis se tasser en fin d'année
	Taux d'intérêt 10 ans	3,46	3,60	4,00	
	Spread 2-10 ans (pb)	267	250	260	

- Sur la base de nos prévisions actuelles, les taux Breakeven (taux d'inflation attendu par le marché) américains se maintiennent dans une zone attractive, dans des perspectives de court et long terme. Les obligations indexées sur l'inflation, en particulier celles d'échéances courtes, sont très sensibles à l'inflation globale, qui progresse actuellement suite au renchérissement du pétrole. Dans l'hypothèse où la hausse des prix du pétrole et des autres matières premières stratégiques se poursuit, ces obligations sont un moyen efficace de se prémunir contre le risque inflationniste..

Bond Valuation Breakeven 10Y U.S.



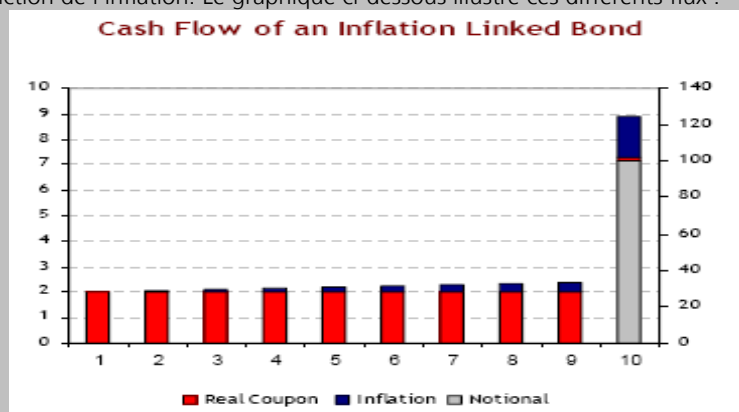
Source : Bloomberg

Focus

Le marché des obligations indexées sur l'inflation

Définitions

- Les **obligations indexées sur l'inflation** sont des obligations dont le capital est indexé sur le niveau d'inflation, ce qui permet d'éliminer le risque inflationniste. Les montants reversés à l'investisseur varient en fonction de l'évolution de l'indice des prix sous-jacent. Dans la pratique, l'investisseur reçoit des coupons indexés sur l'inflation puis à l'échéance, le montant du capital également revalorisé en fonction de l'inflation. Le graphique ci-dessous illustre ces différents flux :

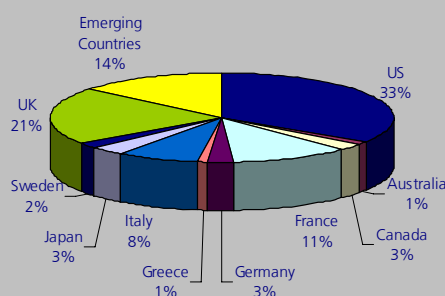


Bref rappel historique

- Les précurseurs** : le marché britannique des obligations indexées sur l'inflation est le plus ancien, le Royaume-Uni émettant de telles obligations depuis 1981. Pour des raisons réglementaires, 26 % de la dette publique britannique sont indexés sur l'inflation.
- États-Unis** : le marché a vu le jour en janvier 1997 avec un appel d'offres pour une émission à 10 ans, complété par des émissions à 5, 10 et 30 ans. La construction rapide d'une courbe des taux réels (quatre émissions en 15 mois) témoigne des ambitions du programme TIPS (Treasury Inflation Protected Securities) du Trésor américain.
- Zone euro** : la France a lancé sa première OATi en 1998 et sa première OATe (obligation d'État libellée en euros et indexée sur le taux d'inflation de la zone euro) en octobre 2001. Après l'Italie et la Grèce en 2003, l'Allemagne est entrée sur le marché en mars 2006.
- Autres pays** : d'autres pays émettent également des obligations indexées sur l'inflation. C'est notamment le cas du Japon depuis 2004, de l'Australie depuis 1983, de la Nouvelle-Zélande depuis 1984 et du Canada depuis 1991. La structure de la demande pour les obligations canadiennes indexées sur l'inflation est similaire à celle des obligations britanniques. 70 % environ de l'encours total sont détenus par des fonds de pension, pour lesquels il est recommandé de se couvrir contre l'inflation. Lancé en 1994, le marché des obligations suédoises indexées sur l'inflation s'adresse quant à lui directement aux fonds de pension domestiques.

Fin 2010, le marché mondial des obligations indexées sur l'inflation représentait 1 400 milliards d'euros.

Breakdown of Sovereign ILB market



Concept

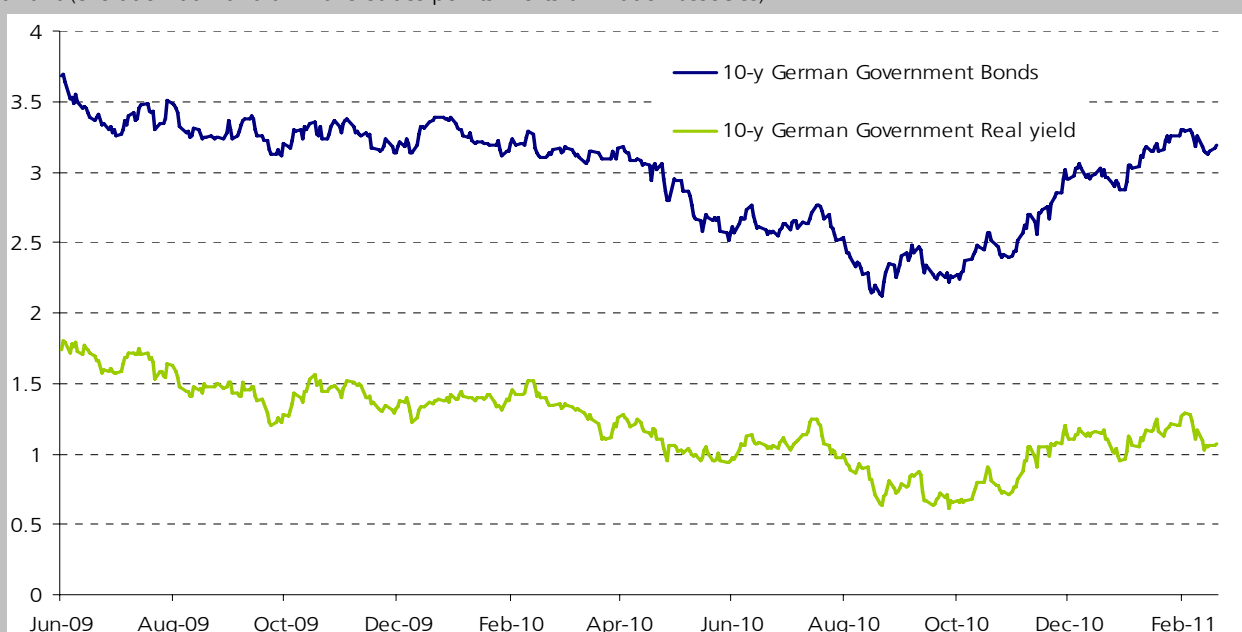
- **Comparaison obligation nominale / obligation indexée** : dans le cas d'une obligation nominale, l'investisseur connaît dès le départ le montant des flux qu'il percevra, contrairement à une obligation indexée sur l'inflation puisque ce montant dépendra du niveau d'inflation. L'exemple suivant illustre la différence de rendement entre une obligation nominale et une obligation indexée sur l'inflation de même échéance :

Investissement initial : 1 000 €	Point mort d'inflation = 1,5 %			
Obligation classique avec un coupon de 5 %	Période de 5 ans			
Inflation indexée sur l'inflation avec un coupon de 3,5%	Inflation réelle 2 %			
Obligation indexée sur l'inflation et obligation classique : comparaison				
Année	Obligation classique		Obligation indexée sur l'inflation	
	Nominal	Coupon 5 %	Nominal	Coupon 3,5 %
			(Inflation : 2 %)	
1	1000	50	1020	35,7
2	1000	50	1040,4	36,41
3	1000	50	1061,21	37,14
4	1000	50	1082,43	37,89
5	1000	50	1104,08	38,64
	Rendement total 1250		Rendement total 1289,87	
	Rendement nominal +/-5 %		Rendement nominal +/-5,5 %	
	Rendement réel 3 %		Rendement réel 3,5 %	

- Le **point mort d'inflation** désigne le taux d'inflation pour lequel le rendement d'une obligation indexée sur l'inflation est égal à celui d'une obligation nominale sur la durée de vie résiduelle de l'obligation. Dans l'exemple ci-dessus, l'inflation réelle est de 2 % tandis que le point mort d'inflation est de 1,5 % (= 5 % - 3,5 %). On peut voir qu'une obligation indexée offre un rendement supérieur à celui d'une obligation classique lorsque l'inflation réelle est supérieure au point mort d'inflation (le niveau d'inflation anticipé).

Obligations indexées sur l'inflation : plus sensibles à la hausse des taux ?

- Par nature, la **sensibilité** (ou durée modifiée) réelle d'une obligation indexée sur l'inflation est légèrement supérieure à celle d'une obligation nominale de même échéance : les coupons réels, qui sont moins élevés pour une obligation indexée que pour une obligation classique, augmentent en effet la durée (ou durée de vie moyenne) de l'obligation indexée.
- La **durée d'une obligation indexée sur l'inflation** s'interprète toutefois différemment dans la mesure où elle **dépend des rendements réels, dont la volatilité est inférieure** à celle des rendements nominaux, comme on peut le voir sur le graphique suivant (évolution du Bund à 10 ans et des points morts d'inflation associés) :



Retour des anticipations d'inflation : Une opportunité pour les investisseurs ?

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 (Dexia AM) 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 a 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..