

Perspectives Fixed Income pour 2007



I.	2006	2
A.	États-Unis	2
B.	Zone euro	3
II.	Perspectives pour le marché des obligations d'État (États-Unis et zone euro)	4
A.	États-Unis	4
B.	Zone euro	5
C.	Intra zone euro	5
D.	Spread États-Unis – zone euro	5
III.	Perspectives pour le marché du crédit	6
IV.	Allocation actuelle des actifs Fixed Income et perspectives	6
V.	Rôle des obligations dans un portefeuille mondial diversifié en 2007	8

I. 2006

A. États-Unis

Au premier trimestre 2006, l'économie américaine était toujours **caractérisée par des chiffres de croissance très attractifs** qui s'expliquaient essentiellement par la consommation des ménages et la grande confiance des chefs d'entreprise, en atteste l'accélération des investissements des entreprises. Les premiers signes de ralentissement de l'économie américaine ont cependant fait leur apparition. Le marché du logement a été confronté aux premiers signaux contradictoires : rebond des ventes de maisons neuves et existantes en mars mais décélération des prix, diminution du nombre de nouvelles demandes de prêts hypothécaires, déclin continu du sentiment des constructeurs et baisse du nombre de contrats de vente signés. Les analystes ont alors commencé à anticiper un ralentissement de l'activité (un retour à son taux de croissance potentiel) dû au ralentissement de la consommation. Ce ralentissement serait le résultat d'un pouvoir d'achat réduit causé par la hausse des prix (de détail) du carburant (comparable aux niveaux atteints après la saison des ouragans) et de la hausse des taux d'intérêt à long terme.

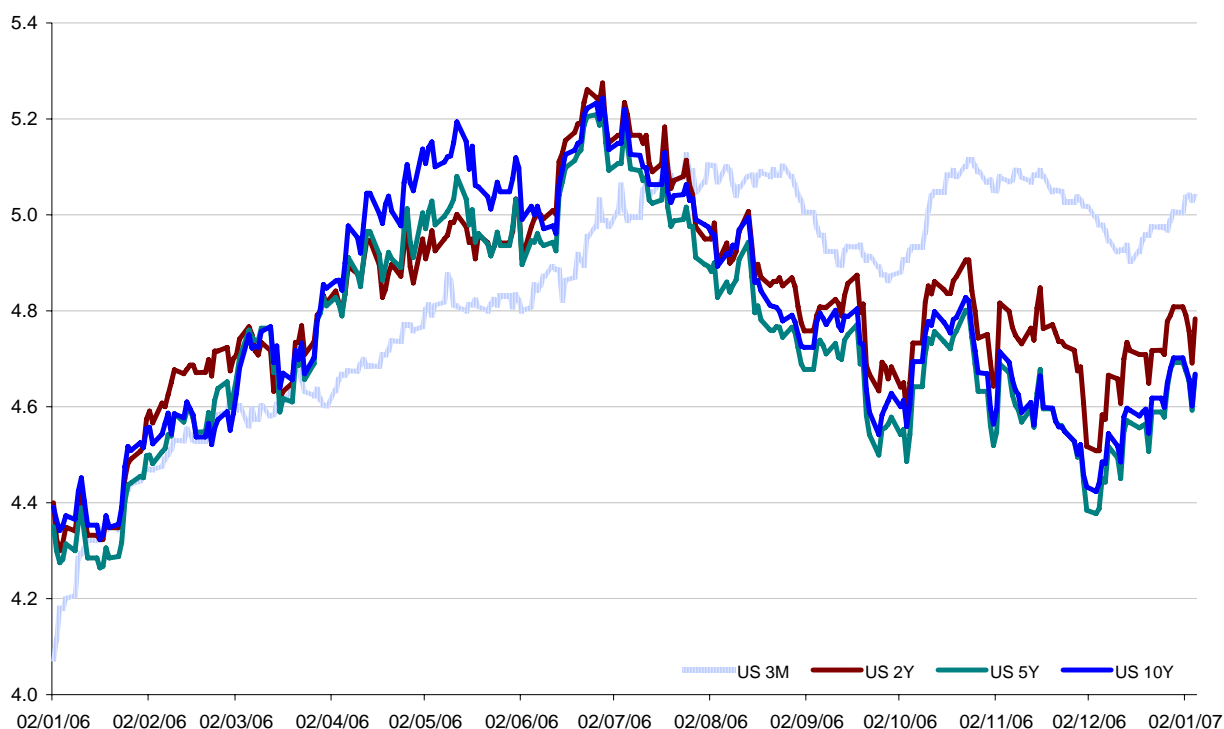
Dans ce contexte, le président de la Réserve fédérale américaine, Ben Bernanke, a tenté de préparer le marché à une interruption éventuelle du cycle de resserrement monétaire tout en soulignant qu'une telle interruption n'impliquerait pas nécessairement la fin du cycle de resserrement. Le marché obligataire était toujours confronté à une hausse des taux des principales échéances.

Les chiffres publiés au deuxième trimestre ont confirmé le ralentissement de l'économie américaine, en ce sens qu'elle évoluait irrésistiblement vers son taux de croissance potentiel. En outre, les indicateurs de confiance sont restés bien orientés alors que la consommation des ménages et l'investissement étaient pénalisés par la hausse continue des prix du carburant. En ce qui concerne le marché du logement, plusieurs indicateurs (sentiment des constructeurs, nouvelles demandes de prêts hypothécaires, ventes de maisons neuves et existantes) ont reflété la contraction continue des investissements résidentiels.

Après avoir laissé entendre qu'une interruption était envisageable en avril, la Réserve fédérale a finalement décidé de relever son taux à 5,25 % à la fin du mois de juin en raison de nouvelles perspectives inflationnistes. Alors que les pressions inflationnistes n'ont pas encore totalement disparu, le ralentissement de l'économie américaine a commencé à se refléter dans les chiffres du PIB et du chômage. Dans ce cadre, la Réserve fédérale a finalement annoncé une interruption de son cycle de relèvement de taux début août, la première depuis le début du cycle amorcé en juin 2004. Dans ce contexte, les taux des principales échéances ont baissé. En outre, **le maintien des perspectives inflationnistes a inversé la courbe de rendement**, comme indiqué dans le graphique par un rendement à 2 ans supérieur au rendement à 10 ans.

Depuis le troisième trimestre 2006, l'économie américaine n'est plus seulement caractérisée par un ralentissement du marché du logement (bien que les derniers chiffres s'orientent plutôt vers une stabilisation) mais aussi par un ralentissement des secteurs manufacturiers. D'autres secteurs restent en revanche étonnamment robustes. A ce jour, le comportement des ménages américains est la principale explication du ralentissement modéré de l'économie américaine. En effet, de nombreux économistes craignaient la destruction potentielle des richesses due à la chute des prix de l'immobilier. Cependant, pour l'heure, la consommation résiste très bien, grâce aux fondamentaux qui demeurent favorables : le revenu réel continue d'augmenter et la création de richesses se poursuit grâce à la résistance des marchés des actions qui compense l'effet de la chute des prix immobiliers. Par ailleurs, la baisse récente des prix de l'essence ont également absorbé une partie de la destruction des richesses.

Dans ce contexte, **la Réserve fédérale a maintenu le taux des fonds fédéraux à 5,25 % depuis août après 17 relèvements consécutifs.** Néanmoins, les membres de la Réserve fédérale ont saisi chaque occasion de souligner que l'inflation restait leur principale inquiétude, indiquant qu'un assouplissement monétaire ne devait pas être attendu à court terme.



B. Zone euro

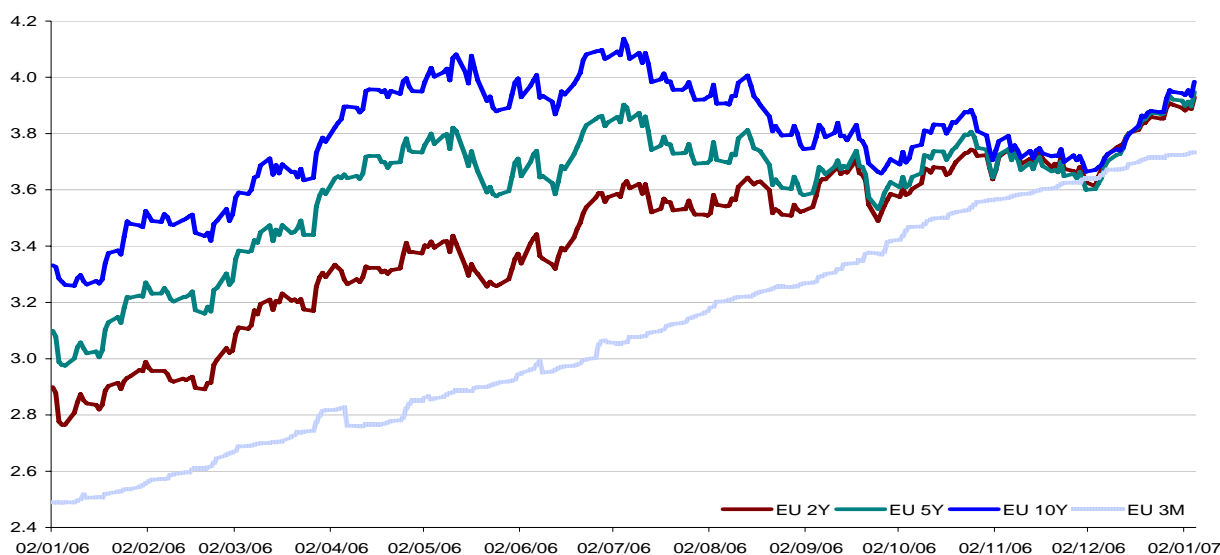
Depuis le début de l'année, l'économie de la zone euro était caractérisée par une **accélération de l'activité**. Cette reprise s'expliquait par une combinaison de différents facteurs renforçant la confiance des chefs d'entreprise : le momentum de la croissance mondiale, la dépréciation passée du taux de change effectif de l'euro, la hausse des marchés européens des actions et les efforts préalablement consentis par les entreprises en matière de restructuration. Enfin, la zone euro a profité d'un certain « recyclage » des pétrodollars par les pays exportateurs de pétrole.

Cette confiance retrouvée a eu une influence positive sur les dépenses en capital et l'utilisation de la capacité, stimulant ainsi le marché du travail, ce qui a entraîné un gain de confiance des consommateurs et une consommation accrue des ménages.

Au troisième trimestre, les chiffres macroéconomiques publiés sont restés dans la tranche supérieure des prévisions. Bien que les indicateurs nationaux récents semblaient se stabiliser, ils restaient toujours à des niveaux élevés. Les taux d'utilisation de la capacité ont augmenté et dépassé largement leur moyenne à long terme, confirmant l'augmentation du nombre de nouvelles commandes en biens d'équipement. En outre, les exportations se sont montrées robustes et n'ont pas vraiment souffert de la décélération modérée de l'économie américaine grâce à la proportion limitée d'exportations vers les États-Unis dans les exportations totales de la zone euro et aux signes positifs de croissance affichés par les pays européens et les pays asiatiques en développement. Par ailleurs, la consommation est restée soutenue grâce à l'amélioration du marché du travail : le taux de chômage a atteint son plus bas en plus de dix ans (7,7 %) et la création d'emplois s'est accélérée.

Au cours des cinq premiers mois de 2006, le marché obligataire européen a vu les taux directeurs allemands à 2 et 10 ans augmenter grâce à une succession de statistiques positives en provenance de la zone euro entière (PMI, confiance des consommateurs, IFO, taux de chômage) et une révision à la hausse des perspectives de croissance. Dans le même temps, le nombre de crédits accordés (aux entreprises et aux ménages) a continué d'augmenter et l'inflation est restée supérieure au niveau jugé confortable par la Banque centrale européenne. **Par conséquent, la BCE a poursuivi le resserrement monétaire amorcé en décembre 2005. Tous ces éléments ont poussé les taux longs à dépasser le seuil de 4 %.**

A partir du mois de mai, l'appréciation de l'euro et la volatilité accrue observées sur les marchés des actions ont freiné la croissance des taux longs. En outre, **depuis le mois d'août, les taux à 10 ans ont affiché une tendance baissière en raison des prévisions selon lesquelles le ralentissement de l'économie américaine pourrait également influencer l'économie de la zone euro** et le resserrement monétaire maîtriserait l'inflation. Ces éléments, associés au fait que les courtiers tablaient sur la poursuite du resserrement monétaire, **ont entraîné un aplatissement considérable de la courbe européenne**. Dans le graphique, l'aplatissement¹ se reflète par une réduction de la différence entre les taux à 2 et à 10 ans.



II. Perspectives pour le marché des obligations d'État (États-Unis et zone euro)

Sur la base de nos perspectives macroéconomiques mondiales pour 2007, nous estimons que les taux devraient rester stables ou dépasser légèrement les faibles niveaux actuels sur les principaux marchés. Des différences devraient être observées au niveau de l'amplitude de l'évolution des taux entre les principales zones économiques, basées sur une politique monétaire différente imposée par les banques centrales, de même que des différences au niveau des perspectives de croissance et d'inflation entre les principales régions.

A. États-Unis

Globalement, nous pensons que l'activité devrait rester bien orientée aux États-Unis, malgré une certaine perte de vitesse. Les investissements des entreprises et les exportations vigoureuses devraient compenser le ralentissement de la consommation et des investissements résidentiels. L'économie américaine devrait toutefois ralentir et repasser légèrement en dessous de son taux de croissance potentiel. Nous prévoyons une croissance du PIB de 2,7 % tandis que l'inflation devrait se modérer autour de 2,3 %. Par la suite, les taux de la Réserve fédérale devraient baisser légèrement en subissant une à deux réductions de taux dans le courant de l'année 2007. Il est néanmoins important de préciser que nos prévisions sont moins agressives que celles du marché. Nous nous attendons à ce qu'une **certaine accentuation de la courbe** réapparaisse entre les taux du marché monétaire et les obligations à long terme, reflétant la baisse des taux à court terme et la vigueur des fondamentaux de croissance à long terme aux États-Unis. Cette accentuation devrait toutefois être modérée étant donné que les prix à terme se situent actuellement dans la partie initiale de la courbe. **Les taux américains à 10 ans devraient rester proches de leurs niveaux actuels.**

¹ Cet aplatissement indique qu'un investisseur reçoit plus ou moins un rendement similaire quel que soit l'horizon de son investissement. Intuitivement, on s'attend plutôt à l'inverse puisqu'un investisseur s'attend généralement à recevoir un rendement supérieur s'il est prêt à investir son argent pour une période plus longue.

B. Zone euro

Dans la zone euro, la reprise se poursuit mais à un rythme modéré, essentiellement sous l'effet du resserrement fiscal en Allemagne et en Italie. Nos perspectives de croissance économique pour 2007 ont été revues légèrement à la hausse et nous nous attendons à ce que la croissance du PIB de la zone euro atteigne 2,2 %. En revanche, l'inflation devrait se modérer à environ 2 % en 2007, même si, à court terme, la hausse de la TVA en Allemagne mettra une certaine pression haussière sur l'inflation au 1^{er} trimestre 2007. Selon nous, la BCE devrait maintenir sa position agressive au cours des premiers mois de 2007, avec un relèvement du taux directeur à 3,75 % au minimum. La BCE continue de souligner le risque que présente la masse monétaire (8,4 % actuellement) à l'égard de l'inflation. **Dans la zone euro, les taux devraient légèrement augmenter**, parallèlement au relèvement des taux de la BCE au premier trimestre 2007. Plus tard dans l'année, le marché obligataire européen devrait toujours être soutenu par les craintes relatives aux risques baissiers pour la croissance mondiale et la manière dont ces risques pourraient se répercuter sur la zone euro. Une nouvelle appréciation de l'euro pourrait également constituer un facteur de risque important. Citons également le ralentissement du marché américain du logement, l'évolution des prix pétroliers, la politique fiscale européenne et les risques géopolitiques éventuels. La courbe des taux d'intérêt en Europe **devrait continuer de s'aplanir**, essentiellement sous l'effet d'un relèvement des prévisions de taux de la BCE et de la demande continue en produits de durée longue. Nous pensons qu'une inversion à l'extrémité longue de la courbe est possible, à l'instar de ce qui est arrivé récemment à la partie 2-5 ans de la courbe.

C. Intra zone euro

Intra zone euro, nous maintenons notre **surpondération actuelle de l'Italie et de la Grèce** en raison de la possibilité de resserrement du spread par rapport à l'Allemagne. Le spread de rendement toujours intéressant devrait rester favorable. La surpondération de l'Italie est toutefois moins prononcée puisque nous avons encore quelques interrogations au sujet de leurs fondamentaux macroéconomiques, qui pourraient entraîner une certaine volatilité sur leurs spreads.

D. Spread États-Unis – zone euro

Les différences de perspectives en matière de politique monétaire entre la BCE et la Réserve fédérale devraient soutenir un **nouveau resserrement du spread entre les Bons du trésor à 10 ans** dans les prochains mois. Ce mouvement devrait être encore plus prononcé dans la partie initiale de la courbe.

Projections for the end of 2007	
US	
GDP	2.70%
Inflation	2.30%
LT interest rates	4.75%
ST interest rates	5.25-4.75%
EMU-zone	
GDP	2.20%
Inflation	2.20%
LT interest rates	4.00%-4.25%
ST interest rates	3.75-4.00%

III. Perspectives pour le marché du crédit

2006 a été la troisième année au cours de laquelle les spreads de crédit Investment Grade ont fluctué au sein d'une fourchette de négociation déterminée. La seule différence est qu'en 2006, cette fourchette de négociation n'avait jamais été aussi étroite (à peine 10 points de base) en raison de la très faible volatilité.

Pour 2007, nous pensons que, d'une perspective fondamentale, **le contexte de marché restera favorable au marché du crédit** sur la base de notre scénario macroéconomique global. 2006 a été une année exceptionnelle en matière de bénéfices d'entreprises grâce à la croissance économique, au pouvoir relatif de fixation des prix et aux opérations de réduction des coûts. Selon nous, cette tendance à la hausse des bénéfices perdurera en 2007, mais à un rythme moins soutenu.

La progression observée au sein du cycle de crédit indique que les entreprises ont utilisé et utilisent encore davantage de liquidités pour rémunérer leurs actionnaires (par le biais de dividendes ou de rachats d'actions) et financer la croissance (par le biais de dépenses en capital ou de fusions et acquisitions). Ce changement en matière de gestion est beaucoup moins favorable aux titulaires d'obligations étant donné la réduction de la flexibilité financière, mais il est compréhensible d'un point de vue industriel et économique, surtout lorsque les entreprises sont confrontées à un endettement externe accru. Néanmoins, cette détérioration progressive contraste toujours avec les niveaux observés lors de la dernière crise du crédit (2001-2002).

Nous sommes convaincus que la sélection bottom-up restera cruciale tout au long de 2007 pour générer un excess return. En effet, les activités de fusions et acquisitions et LBO constituent généralement un événement de crédit défavorable aux titulaires d'obligations. Nous ne nous attendons pas à ce que les entreprises réduisent ces opérations.

D'un point de vue technique, le marché du crédit en euros a été soutenu par le développement rapide du marché des dérivés de crédit au cours des dernières années. Ce n'est que récemment que la nouvelle structure offerte (CPDO) a indiqué que cette tendance novatrice n'était pas encore achevée. Vu notre scénario de spreads de crédit étroits, nous ne pensons pas que le marché des dérivés de crédit constituera une menace pour le marché des obligations de crédit, notamment en raison du faible taux de défaillance prévu (2,6 % en un an contre 10,5 % en 2001).

Dexia Asset Management préfère légèrement les émetteurs financiers aux émetteurs non financiers pour un positionnement général neutre en matière de crédits. Les niveaux de spread actuels sont proches de leur « fair value ». Tout élargissement significatif de ces niveaux entraînerait un repositionnement. **Nous maintenons notre sous-pondération en émetteurs liés à des swaps** car nous pensons que le swap spread en euros va dépasser les 30 points de base dans les 6 prochains mois (fin 2006, le swap spread à 10 ans était de 22 points de base).

En 2007, le return attendu du crédit Investment Grade sera proche de celui des obligations d'État. Selon notre scénario global, nous devrions tirer profit du carry de cette catégorie d'actifs (environ 0,5 %). Cependant, ce carry offre peu de marge si notre scénario venait à changer (net ralentissement économique ou hausse de la volatilité des actifs plus risqués).

IV. Allocation actuelle des actifs obligataires et perspectives

Au vu de nos perspectives macroéconomiques globales pour 2007, de l'économie américaine qui ralentit légèrement en deçà de sa croissance potentielle et de l'économie européenne qui connaît une croissance modérée, notre équipe Fixed Income estime que les taux d'intérêt européens vont enregistrer une légère hausse et préfère donc maintenir l'exposition au taux d'intérêt à neutre. **L'allocation actuelle, au début de l'année 2007**, est caractérisée par une allocation importante en instruments monétaires, en obligations d'État, en obligations de crédit Investment Grade et en Mortgage Bonds danoises. Vu notre position neutre sur ces deux dernières, nous préférons une allocation d'environ 10 % dans ces deux catégories d'actifs (crédit et Mortgage Bonds). Notre département Fixed Income est convaincu que les actifs plus rentables (les obligations High Yield, les obligations des marchés émergents et les obligations convertibles) resteront attrayants, pas tellement en raison du nouveau resserrement potentiel du spread mais plutôt en raison du spread de

rendement. Dès lors, près de 15 % du portefeuille est attribué à ces actifs plus rentables sur la base des facteurs de risque connus à ce jour.

Vous trouverez ci-dessous un résumé des perspectives pour chacune de ces catégories d'actifs.

Les Mortgage Bonds danoises sont des obligations qui regroupent des emprunts hypothécaires de propriétaires immobiliers, de sorte que les cash-flows de ces obligations sont soutenus par les paiements hypothécaires des emprunteurs. Étant donné que les propriétaires peuvent régler anticipativement la totalité de leur emprunt (ce qui est particulièrement avantageux lorsque les taux d'intérêt sont bas, leur permettant ainsi de refinancer leur emprunt à moindres frais), ce type d'obligations est extrêmement intéressant quand les taux d'intérêt affichent une hausse progressive. Puisque Dexia AM prévoit une lente augmentation des taux, le risque lié au remboursement anticipé devrait être relativement réduit en 2007. Outre ce **risque réduit lié au remboursement anticipé**, nos spécialistes des emprunts hypothécaires sont convaincus que cette catégorie d'actifs bénéficiera également de spreads attrayants plutôt stables par rapport aux obligations d'État et d'un très bon rating. Enfin, les perspectives budgétaires saines du Danemark entraîneront un nouveau resserrement du spread entre les obligations d'État danoises et les obligations d'État allemandes.

L'avantage des **obligations liées à l'inflation** par rapport aux obligations conventionnelles est qu'elles assurent une protection contre l'inflation puisque la valeur nominale et les coupons des obligations liés à l'inflation augmentent en fonction de l'inflation. Nous estimons que l'inflation restera au-dessus des zones de confort des principales banques centrales. Nous serons très attentifs aux opportunités qui pourraient se présenter si, selon le comité, les anticipations du marché en matière de risque inflationniste devaient se révéler sous-estimées.

Nos prévisions concernant le **marché des obligations High Yield** (c.-à-d. des fonds qui investissent dans des émetteurs non-Investment Grade) vont **de neutres à positives**. En effet, l'environnement macroéconomique reste favorable au marché du crédit, de même que la bonne solidité financière des entreprises (bilans sains, meilleurs cash-flow et niveaux de rentabilité) qui se traduit par des taux de défaut historiquement bas. En 2007, notre approche « bottom-up » restera cruciale en raison de la hausse potentielle de la volatilité résultant du changement de gestion au profit d'une attitude moins favorable aux titulaires d'obligations. En effet, notre comité s'attend à ce que les sociétés continuent de mettre leurs cash-flows disponibles à la disposition des actionnaires (par l'intermédiaire de dividendes ou de rachats d'actions) ou l'utilisent pour financer leurs stratégies de croissance (par l'intermédiaire de dépenses en capital ou de fusions et acquisitions) comme au second semestre 2006.

Les **obligations convertibles** sont des obligations qui peuvent être échangées contre ou converties en actions ordinaires ou une participation dans l'entreprise émettrice. Par conséquent, cette catégorie d'actifs réunit les caractéristiques du marché des actions et du marché obligataire en un seul produit. La valorisation raisonnable des actions européennes signifie que les investisseurs peuvent compter sur un return positif des obligations convertibles en 2007. Le marché continuera probablement de **tirer profit de l'activité de fusions et acquisitions et des investissements en capital au cours des prochains mois**, grâce à une liquidité importante et à un bon marché du crédit.

En ce qui concerne les obligations de **marchés émergents**, les perspectives de croissance des économies de ces pays pour 2007 restent robustes. **La nature du ralentissement américain (faible ou marqué) sera déterminante** pour leur performance et les rendements de cette catégorie d'actifs. D'un point de vue fondamental, les marchés émergents ont réellement profité du cycle économique mondial pour accroître leur solvabilité et leur crédibilité en réduisant les besoins en financement extérieur, en constituant des réserves internationales considérables et en faisant preuve de prudence sur les plans fiscal et monétaire. Toutefois, le revers de ces perspectives favorables reste un éventuel ralentissement assez prononcé de la croissance mondiale qui pourrait modérer les prix des matières premières et nuire aux performances en termes d'exportations d'une majorité de pays émergents.

V. Rôle des obligations dans un portefeuille mondial diversifié en 2007

En général, les obligations jouent un rôle essentiel dans l'allocation des actifs en diversifiant le risque, en générant des revenus et en préservant les richesses à travers une série de conditions du marché économique et financier susceptibles d'entraîner des fluctuations importantes pour les actions et les autres catégories d'actifs. En effet, l'histoire a prouvé que, quelle que soit l'évolution de l'économie, il y a toujours de bonnes raisons de détenir des obligations dans un portefeuille diversifié.

Bien que les facteurs fondamentaux économiques actuels et d'autres facteurs à long terme semblent plutôt neutres pour les investisseurs obligataires, Dexia AM est convaincu qu'une allocation en obligations peut ajouter une valeur substantielle à un portefeuille pour les raisons suivantes :

- **Les obligations sont essentielles à la diversification.** Un portefeuille diversifié compense les risques, surtout si un ralentissement attendu de la croissance économique met les actions sous pression. En effet, les obligations enregistrent de bons résultats en périodes de faiblesse économique et peuvent compenser l'impact d'un ralentissement économique sur les actions et les autres catégories d'actifs.
- **Les obligations contribuent à préserver les richesses.** Les allocations obligataires sont moins volatiles que les actions et les périodes de returns négatifs ont tendance à être plus courtes et relativement modérées.
- **Les obligations présentent un potentiel de rendement attrayant.** Les niveaux de rendement actuels de l'ensemble des échéances sont beaucoup plus attrayants en raison du cycle de resserrement monétaire sur les principaux marchés obligataires et de la conjoncture économique plus favorable par rapport à 2005. La hausse des taux a un impact négatif sur les cours des obligations, mais des rendements plus élevés influencent également les paiements de coupons associés aux placements obligataires. Dès lors, tout impact négatif d'une hausse des taux sur les rendements obligataires est généralement de courte durée.

Vu nos prévisions d'une stabilisation ou d'une hausse modérée des taux sur les principaux marchés, **le département Fixed Income de Dexia AM conseille de diversifier un portefeuille existant sur plusieurs catégories d'actifs mais aussi sur plusieurs échéances.** Dès lors, un portefeuille d'obligations d'État peut être diversifié par des titres indexés sur l'inflation qui présentent des opportunités d'accès particulièrement intéressantes lorsque les rendements nominaux sont extrêmement bas. Sur le marché des obligations de crédit Investment Grade, le comité crédit de Dexia AM propose une stratégie d'investissement défensive qui privilégie les émetteurs financiers de premier rang au sein d'un marché du crédit caractérisé par des spreads serrés et une augmentation progressive du degré d'endettement. Les obligations hypothécaires ont également leur place dans un contexte de hausse modérée des taux d'intérêt. Les spécialistes de Dexia AM en matière de marchés émergents vont essentiellement se concentrer sur les emprunteurs souverains qui ont utilisé le récent redressement économique pour réduire leurs ratios d'endettement en devises et/ou pour soutenir les réformes fiscales. Les obligations de tels émetteurs devraient être davantage en mesure de résister à un élargissement du spread de rendement. Nos spécialistes High Yield et Convertible Bond accorderont une attention particulière à la sélection obligataire puisque d'éventuels événements liés au marché du crédit détermineront les possibilités de performance et non le secteur d'origine de l'émetteur concerné.

Le présent document est publié uniquement à des fins d'information d'investisseurs institutionnels ou professionnels et ne contient pas d'offre pour l'achat ou la vente d'instruments financiers. Il ne constitue pas davantage une confirmation d'une transaction, sauf convention expresse contraire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de plusieurs sources différentes. Bien que Dexia Asset Management ait fait preuve du plus grand soin dans le choix de ses sources d'information et dans la transmission desdites informations, il est possible que certaines erreurs ou omissions aient échappé à notre vigilance. Les résultats passés d'un produit ne constituent en aucun cas une garantie de résultats futurs et la valeur des investissements peut croître ou diminuer. Il appartient aux investisseurs de prendre leurs propres décisions d'investissement à la lumière de leurs propres possibilités financières et objectifs d'investissements, tout en respectant les lois et/ou réglementations en vigueur. Dexia AM ne peut être tenue responsable de tout dommage direct ou indirect ou de toute perte résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu du présent document ne peut être reproduit qu'avec l'accord préalable écrit de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.