



Tendances économiques & Marchés obligataires

Tendances économiques

- Etats-Unis
- Canada
- Japon
- Zone euro
- Grande-Bretagne
- Suisse
- Ecart 'Swap - Trésor'

Contexte économique et obligations

Tableau synoptique

Rendements 'réels' historiques

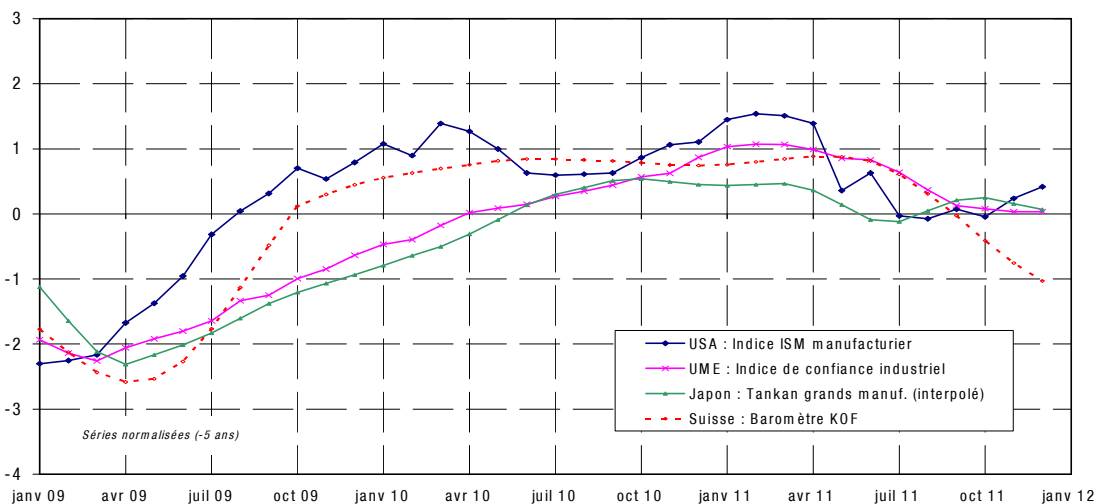
Prévisions

- Taux d'intérêt à trois mois
- Rendements obligataires à cinq et dix ans
- Taux de rendement 'espérés'

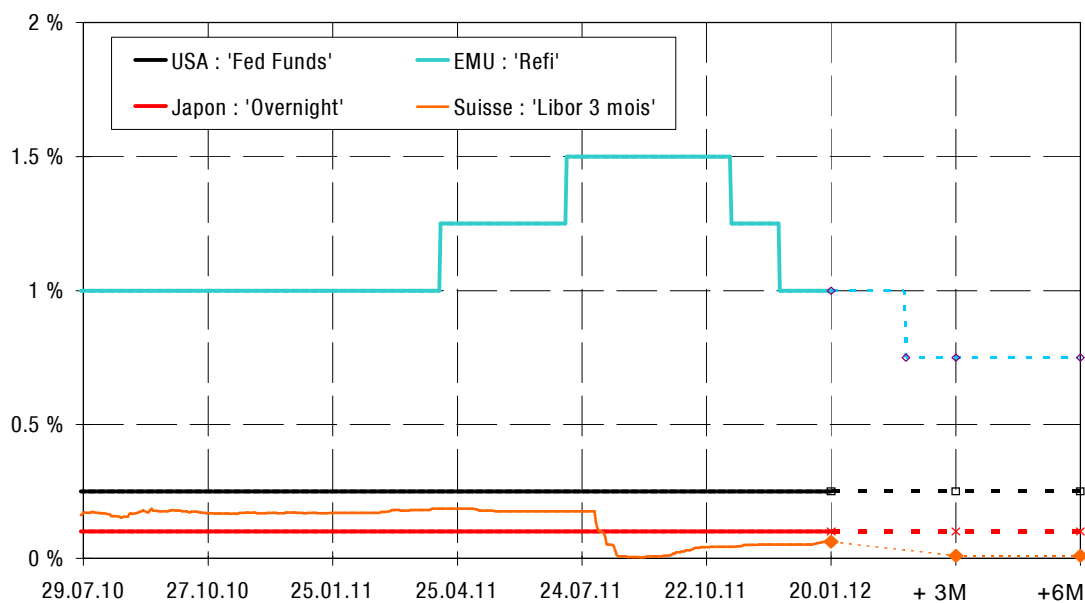
Janvier 2012
Dynagest SA

Les grandes tendances

- ◆ Le douloureux chapitre de la crise de la dette européenne n'est pas clos malgré l'activisme des autorités politiques et monétaires. L'assainissement des finances publiques européennes est compliqué par l'affaiblissement de l'économie mondiale. De nouveaux épisodes d'instabilité financière sont à craindre. Mieux portant que l'Europe, les Etats-Unis demeurent vulnérables; la crise immobilière n'est pas surmontée et le rétablissement de la discipline budgétaire entravera durablement la croissance. Il ne faut pas placer trop d'espoirs dans la capacité des économies émergentes à faciliter les ajustements structurels imposés aux économies avancées.



- ◆ Les banques centrales sont en première ligne pour préserver la stabilité du système financier et, désormais, du marché des capitaux souverains. Ce nouveau rôle pourrait entrer en conflit avec l'objectif de stabilité des prix qui leur incombe prioritairement. Coopératives et pragmatiques, la Réserve Fédérale américaine et la Banque d'Angleterre n'hésitent pas à intervenir agressivement sur le marché des emprunts d'états. Bien que réticente à s'engager dans cette voie hasardeuse, la BCE pourrait s'y résoudre en cas de risques aigus de désintégration de la zone euro. Tant en Europe qu'aux Etats-Unis, le relèvement des taux d'intérêt se fera attendre encore longtemps.



Pistes stratégiques

- ◆ Loin d'être résolue, la crise européenne qui a rythmé l'évolution des marchés financiers en 2011 constitue un facteur d'instabilité persistant, susceptible de provoquer des fortes variations des actifs risqués en 2012.
 - ⇒ **Le degré d'incertitude exceptionnellement élevé justifie la détention d'obligations de première qualité en tant que source de diversification. La corrélation faible, voire négative, avec des actifs risqués mutuellement très corrélés permet de réduire significativement le risque d'un portefeuille.**
- ◆ Le rétablissement de la discipline budgétaire imposé à la plupart des économies avancées entravera durablement l'activité. Les banques centrales seront fortement incitées à équilibrer le « policy mix » en poursuivant des politiques accommodantes à caractère quantitatif.
 - ⇒ **L'austérité budgétaire et l'action des banques centrales exerceront une pression persistante sur l'ensemble de la structure des taux d'intérêt. Il est raisonnable de conserver une exposition aux emprunts à long terme.**
- ◆ L'éclatement du marché des capitaux souverains en euro place les investisseurs face à des choix délicats. Les emprunts des pays « périphériques » resteront probablement soumis à une forte volatilité en 2012.
 - ⇒ **Les investisseurs de profil conservateur éviteront toute exposition aux dettes des états « périphériques ». Les autres considéreront une exposition justifiée par l'ampleur des primes de risque et la détermination des autorités confrontées à un enjeu systémique.**
 - ⇒ **Les emprunts des institutions supranationales européennes (UE et FESF notamment) constituent un compromis intéressant.**
- ◆ Le ralentissement de l'activité et la crise européenne affectent les obligations industrielles de manière différenciée en fonction de l'exposition sectorielle et géographique des émetteurs.
 - ⇒ **Le redressement des primes de risque survenu au deuxième semestre 2011 renforce significativement l'attrait de nombreux emprunts non gouvernementaux. Il est recommandé de conserver, voire de compléter, l'exposition aux obligations industrielles.**
 - ⇒ **Fortement corrélées avec les souverains vulnérables, les obligations financières présentent un caractère spéculatif, compensé par des primes de risque assez attrayantes.**
 - ⇒ **Les émetteurs émergents (souverains et entreprises) sont toujours une source de diversification à ne pas négliger.**

Allocation modèle : portefeuille international, horizon six mois, *risque de change couvert*.

	Sous pondéré	Neutre	Surpondéré
Duration -	Périphérie EMU (HE, PT)	Obligations HY, Royaume-Uni, Périphérie EMU (IT, ES, IE, BE)	Obligations industrielles (high IG)
Duration neutre	Japon	Noyau EMU (FR, NL, AT, FI), Etats-Unis, Canada, Suisse, Danemark, Suède	
Duration +	Suisse	Allemagne	

Etats-Unis

En bref...

- ◆ Toujours au bénéfice d'un « policy mix » stimulant, l'économie américaine s'est « découplée » d'une Europe entravée par l'austérité budgétaire. Le climat des affaires favorable n'annonce pas de fléchissement de l'activité dans un avenir proche ; l'inflexion de la politique fiscale ne débutera qu'en 2013. La Fed poursuivra une politique monétaire stimulante tout au long de l'année, et même au-delà. Peu attrayants, les rendements obligataires à moyen et long terme resteront sous pression.

Indicateurs phares

		Données annuelles				Derniers	
		2009	2010	2011*	2012*	T2 2011	T3 2011
Produit Intérieur Brut		-3.5 %	3.0 %	1.7 %	2.1 %	1.3 %A	1.8 %A
Consommation privée		-1.9 %	2.0 %	2.3 %	2.0 %	0.7 %A	1.7 %A
Consommation publique		1.7 %	0.7 %	-	-	-0.9 %A	-0.1 %A
Investissement privé		-18.8 %	2.6 %	8.8 %	7.4 %	9.2 %A	13.0 %A
Exportations		-9.4 %	11.3 %	-	-	3.6 %A	4.7 %A
Importations		-13.6 %	12.5 %	-	-	1.4 %A	1.2 %A
Balance des transactions courantes	en mia \$	-376.6	-470.9	-461.2	-461.1	-119.6	-124.7
	en % du PIB	-2.7 %	-3.2 %	-3.0 %	-3.0 %		
Solde budgétaire (général)	en % du PIB	-11.6 %	-10.7 %	-10.0 %	-9.3 %		
Dette publique en % du PIB	en % du PIB	85.0 %	94.2 %	97.6 %	103.6 %	nov	déc
Taux de chômage		9.3%	9.6%	9.0 %	8.8 %	8.7 %	8.5 %
Inflation (prix à la consommation)		-0.4 %	1.6 %	3.2 %	2.1 %	3.4 %	3.0 %

%A : progression annualisée par rapport à la période précédente / %Y = progression par rapport à l'année précédente

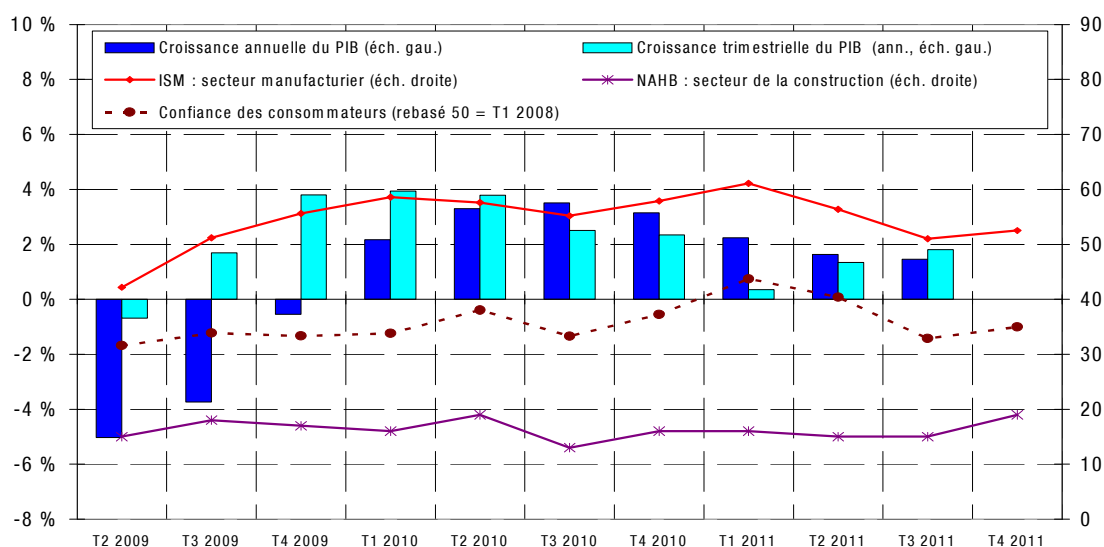
Source : DATASTREAM

* prévisions médianes collectées par Consensus Economics (sauf finances publiques : OCDE)

Le point

Activité

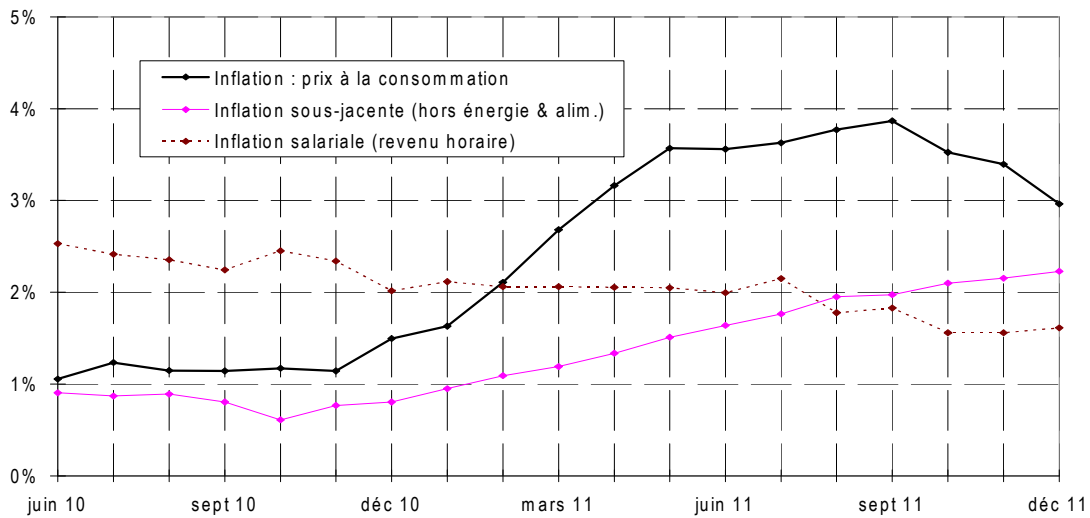
- ◆ La croissance s'est raffermie au troisième trimestre, infirmant les craintes de rechute qui avaient émergé en début d'été. Cette expansion est entraînée par la progression de la demande intérieure privée et des exportations nettes. Le recul du taux d'épargne des ménages a apporté un soutien inattendu à la consommation dans un environnement toujours marqué par un fort taux de chômage. Sous pression, les dépenses publiques constituent désormais un frein à l'activité.



- ◆ Le « découplage » observé entre les Etats-Unis et les économies européennes pourrait se prolonger quelques mois, mais l'économie américaine demeure vulnérable. Le déclin du taux d'épargne et l'accumulation de stocks préfigurent un tassement de la croissance en 2012, en dépit du caractère toujours stimulant de la politique monétaire. La nécessité de résorber le déficit budgétaire constituera une entrave durable à l'activité à partir de l'an prochain.

Prix

- ◆ Le renchérissement annuel a amorcé un timide reflux, conformément au scénario pronostiqué par la Réserve Fédérale. L'inflation « sous-jacente » a néanmoins poursuivi son redressement pour s'établir à 2.2 % en décembre. Le fléchissement de l'inflation salariale implique une diminution du pouvoir d'achats des ménages voué à se poursuivre si les cours des matières premières ne se replient pas l'an prochain.



Orientations de politique économique

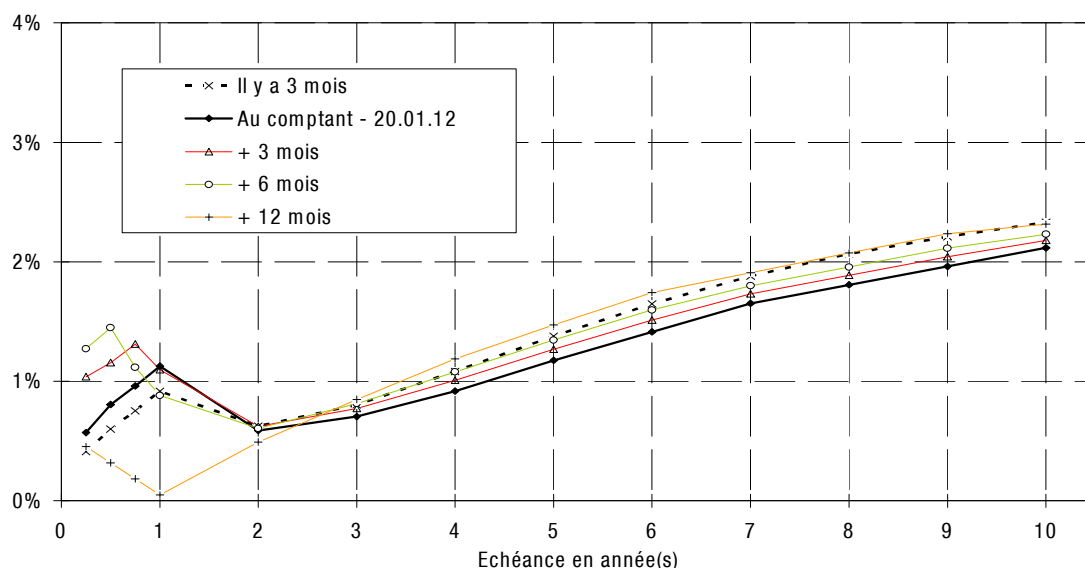
- ◆ L'année fiscale 2010/11 s'est soldée par un déficit de 1'300 milliards de dollars, soit 8.7 % du PIB. Les perspectives pour 2012 demeurent confuses en raison de l'incertitude qui entache les prévisions de croissance et de l'incapacité des politiciens américains à établir un programme d'assainissement apte à réunir une majorité de suffrages. Les efforts de consolidation budgétaire sérieux ne débiteront pas avant 2013.
- ◆ La relative fermeté de l'économie américaine n'a pas incité la Réserve Fédérale à assouplir davantage sa politique monétaire au-delà des mesures annoncées en été. La Fed coopère cependant avec les autres banques centrales, en particulier la BCE, pour alimenter les banques étrangères en dollars. Plutôt souriants, les développements conjoncturels intérieurs ne sont pas de nature à justifier un nouveau programme d'assouplissement quantitatif. Malgré l'opposition de quelques « faucons », le président Ben Bernanke et une majorité de membres du FOMC pourraient prendre de nouvelles mesures pour accélérer le reflux du chômage.

Synthèse : appréciation dans l'optique d'un investissement obligataire

Croissance	Marché du travail	Inflation	Comptes extérieurs	Taux de change	Politique monétaire	Politique fiscale
Plutôt ferme, mais bases fragiles	Lente amélioration, modération salariale	Reflux général, inertie sous-jacente	Déficit courant modéré, stable	Dollar bien perçu, potentiel de gain	Stimulante, pas d'inflexion en vue	Laxiste, austérité différée en 2013
0/+	0/+	0	-/0	0/+	-/0	-

Les taux d'intérêt aux Etats-Unis

Courbe des rendements (swaps) : au comptant et projetée sur la base des taux à terme implicites



- ◆ Paradoxalement, le raffermissement de la conjoncture au second semestre n'a pas empêché un aplatissement de la courbe des rendements en dollar. Le segment monétaire demeure perturbé, en dépit des mesures entreprises par la Fed avec le concours des autres banques centrales.

Evolution récente et perspectives (prévisions détaillées en annexe)



- ◆ Le léger redressement des taux d'intérêt monétaires résulte de dysfonctionnements du système bancaire auxquels la Fed tente de remédier. Un relèvement formel des taux d'intérêt n'est pas attendu en 2012.
- ◆ A défaut de relance quantitative, le remaniement du portefeuille d'actifs de la banque centrale exercera une pression persistante sur les rendements des obligations à moyen et long terme. Les perspectives de croissance mitigées et le reflux de l'inflation pourraient impliquer des rendements stationnaires à six mois d'horizon.

Canada

En bref...

- ◆ A l'image des USA, le Canada s'est repris au second semestre. La fermeté de la demande intérieure, les liens commerciaux avec les Etats-Unis et la bonne tenue des matières premières n'annoncent pas de ralentissement imminent. Le « policy mix » demeure stimulant : ni le gouvernement, ni la banque centrale n'affichent le moindre empressement à normaliser leurs politiques. Les rendements obligataires resteront sous pression ces prochains mois, comme aux Etats-Unis.

Indicateurs phares

		Données annuelles				Derniers	
		2009	2010	2011*	2012*	T2 2011	T3 2011
Produit Intérieur Brut		-2.8 %	3.2 %	2.3 %	2.0 %	-0.5 %A	3.5 %A
Consommation privée		0.4 %	3.3 %	1.9 %	1.9 %	2.1 %A	1.2 %A
Consommation publique		3.6 %	2.4 %	-	-	1.1 %A	0.9 %A
Investissement		-16.6 %	8.4 %	14.8 %	6.2 %	9.6 %A	1.6 %A
Exportations		-13.8 %	6.4 %	-	-	-6.4 %A	14.4 %A
Importations		-13.4 %	13.1 %	-	-	13.6 %A	-3.2 %A
Balance des transactions courantes	en mia CAD	-45.2	-50.9	-50.5	-44.5		
	en % du PIB	-3.0 %	-3.1 %	-3.0 %	-2.6 %		
Solde budgétaire (général)	en % du PIB	-4.9 %	-5.6 %	-5.0 %	-4.1 %		
Dette publique (gouv. gén.)	en % du PIB	83.4 %	85.1 %	87.8 %	92.8 %	nov	déc
Taux de chômage		8.3%	8.0%	7.5 %	7.3 %	7.4 %	7.5 %
Inflation (prix à la consommation)		0.3 %	1.8 %	2.9 %	2.0 %	2.9 %	2.3 %

%A : progression annualisée par rapport à la période précédente / %Y = progression par rapport à l'année précédente

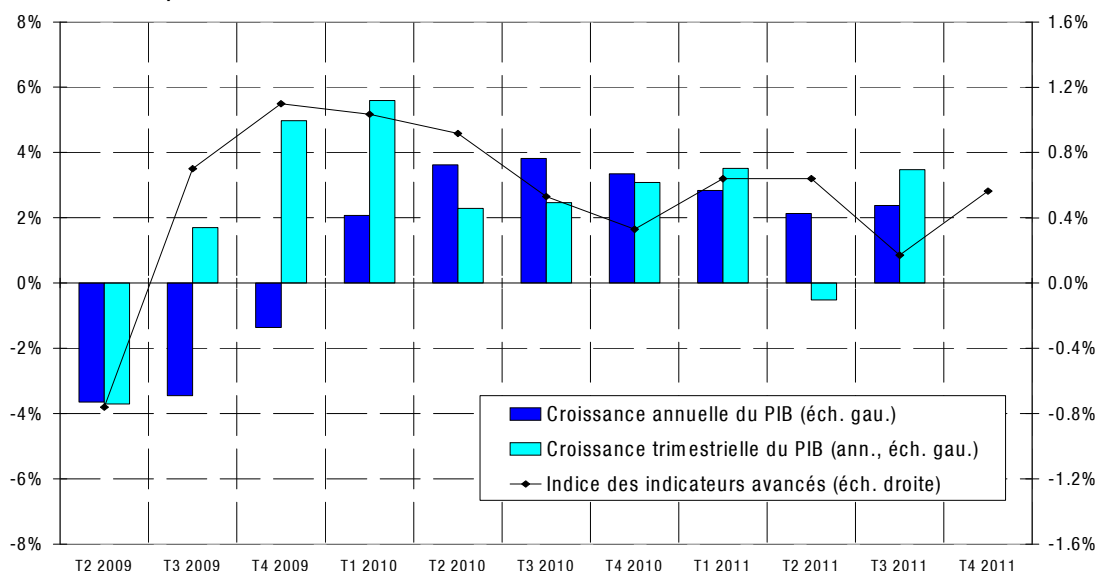
Source : DATASTREAM

* prévisions médianes collectées par Consensus Economics (sauf finances publiques : OCDE)

Le point

Activité

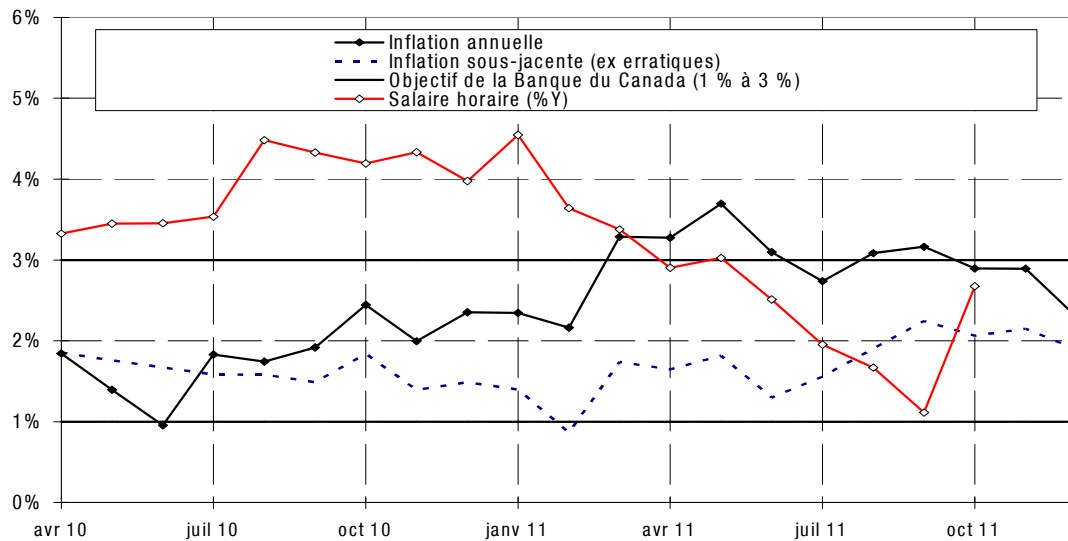
- ◆ Comme prévu, la légère contraction du PIB canadien survenue au deuxième trimestre n'annonçait pas une véritable récession. Le rebond marqué des exportations nettes a provoqué un redressement de la croissance au troisième trimestre. Le ralentissement de la demande intérieure privée traduit un essoufflement de la reprise, mais pas de risque immédiat de récession. La progression des dépenses gouvernementales a commencé à ralentir en raison de l'achèvement du plan de relance amorcé en réponse à la crise financière de 2008.



- ◆ L'économie canadienne n'est pas sous la menace d'une récession imminente. Les indicateurs avancés annoncent une croissance assez ferme en 2012. La solidité de la demande intérieure, l'évolution rassurante des Etats-Unis et le prix élevé des matières premières sont autant de développements positifs pour le Canada. Le lent rétablissement de la discipline budgétaire et la crise en Europe viennent cependant ternir les perspectives de croissance.

Prix

- ◆ Proche de 3 % en rythme annuel, le renchérissement s'établit au dessus de l'objectif de 2 %. La maîtrise rigoureuse de l'inflation sous-jacente confère toutefois une grande marge de manœuvre aux autorités monétaires. Les surcapacités industrielles, la fermeté du dollar canadien et le léger repli des cours des matières premières favoriseront une modération de l'inflation en 2012.



Orientations de politique économique

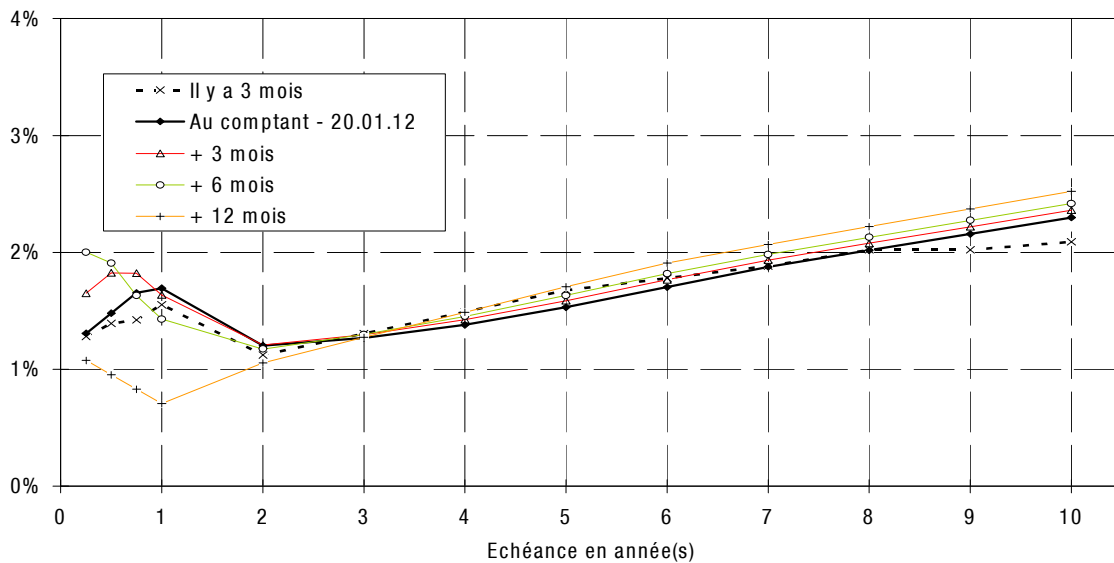
- ◆ Le fléchissement de l'activité et le « plan d'action économique » amorcé en 2009 ont impliqué une dégradation notable des finances publiques : le poids de la dette publique brute est passé de 66 % du PIB en 2007 à plus de 85 % en 2011. Le ratio de dette publique nette, qui ne dépasse pas 35 % du PIB, demeure néanmoins le plus faible parmi les pays du G7. L'achèvement du plan de relance devrait conduire à un rééquilibrage du budget à l'horizon 2015.
- ◆ La Banque du Canada maintient le statu quo depuis plus d'une année et elle ne manifeste aucune intention d'infléchir sa politique monétaire dans un avenir proche. La dégradation des conditions financières globales, la récession qui s'annonce en Europe et les perspectives de modération de l'inflation inciteront probablement la banque centrale à conserver un cap monétaire stimulant.

Synthèse : appréciation dans l'optique d'un investissement obligataire

Croissance	Marché du travail	Inflation	Comptes extérieurs	Taux de change	Politique monétaire	Politique fiscale
Assez ferme, surcapacités légères	Reprise graduelle, modération salariale	Conforme à l'objectif, stationnaire	Déficit courant modéré, stable	CAD ferme	Stimulante et attentiste	Lent rétablissement de la discipline
0/+	0	0	-/0	0/+	-/0	-/0

Les taux d'intérêt au Canada

Courbe des rendements (swaps) : au comptant et projetée sur la base des taux à terme implicites



- ◆ A la différence de l'évolution observée aux USA, la pente de la courbe des rendements en dollars canadiens s'est légèrement accentuée. Le segment monétaire traduit en revanche les mêmes dysfonctionnements sur le marché interbancaire.

Evolution récente et perspectives (prévisions détaillées en annexe)



- ◆ Immobile depuis plus d'une année, la Banque du Canada pourrait prolonger le statu quo durant l'année 2012. Incertaines, les perspectives d'inflation et de croissance sont équilibrées.
- ◆ Stationnaires, les rendements à long terme évoluent dans le sillage des emprunts libellés en dollars US. Une divergence marquée est improbable dans le contexte actuel, mais les emprunts en dollars canadiens constituent une source de diversification à ne pas négliger.

Japon

En bref...

- ◆ Le tsunami et l'accident nucléaire ont finalement eu des conséquences macroéconomiques moins sévères que prévues. Le rebond marqué des exportations a généré une reprise assez dynamique au second semestre, mais on observe déjà des signes de modération. Insoutenable à long terme, le poids de la dette publique exigera inévitablement des sacrifices qui pourraient encore se faire attendre pendant quelques années. Les taux monétaires semblent voués à rester près de zéro; la stabilité des rendements obligataires devrait persister ces prochains mois.

Indicateurs phares

		Données annuelles				Derniers	
		2009	2010	2011*	2012*	T2 2011	T3 2011
Produit Intérieur Brut		-5.5 %	4.5 %	-0.6 %	2.0 %	-2.0 %A	5.6 %A
Consommation privée		-0.7 %	2.6 %	-0.2 %	1.0 %	1.1 %A	3.0 %A
Investissement privé		-10.4 %	-0.1 %	-0.2 %	3.3 %	3.4 %A	0.9 %A
Dépenses gouvernementales		2.3 %	2.1 %	-	-	2.9 %A	0.9 %A
Exportations		-24.4 %	24.4 %	-	-	-21.7 %A	32.7 %A
Importations		-15.8 %	11.1 %	-	-	1.7 %A	14.9 %A
Balance des transactions courantes	en trln de Yen	13.3	17.2	10.9	11.3	44.0	43.2
	en % du PIB	2.8 %	3.6 %	2.3 %	2.3 %		
Solde budgétaire (général)	en % du PIB	-8.7 %	-7.8 %	-8.9 %	-8.9 %		
Dette publique en % du PIB	en % du PIB	194 %	200 %	212 %	219 %	oct	nov
Taux de chômage		5.1 %	5.1 %	4.5 %	4.4 %	4.5 %	4.5 %
Inflation (prix à la consommation)		-1.4 %	-0.7 %	-0.2 %	-0.2 %	-0.2 %Y	-0.5 %Y

%A : progression annualisée par rapport à la période précédente / %Y = progression par rapport à l'année précédente

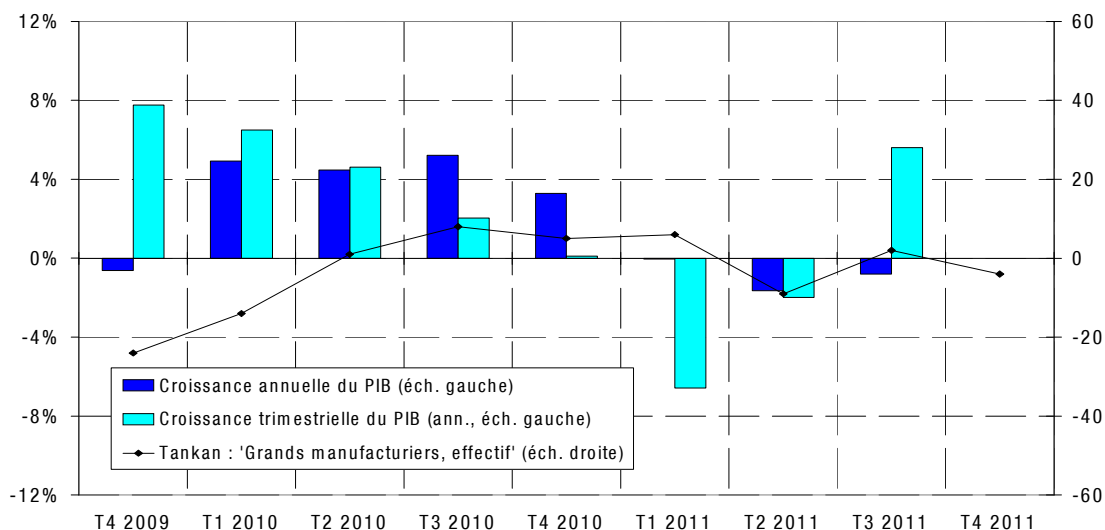
Source : DATASTREAM

* prévisions médianes collectées par Consensus Economics (sauf finances publiques : OCDE, avant Tsunami)

Le point

Activité

- ◆ Les amples variations des exportations nettes ont provoqué un redressement marqué de la croissance au troisième trimestre. Conformément aux attentes, le Japon a débuté une reprise tranchée après la tragique catastrophe survenue en mars. La vive progression de la demande des ménages devrait prochainement faire place à une expansion plus modeste. Le PIB japonais est encore en retrait de près de 4 % par rapport au pic de production observé début 2008.



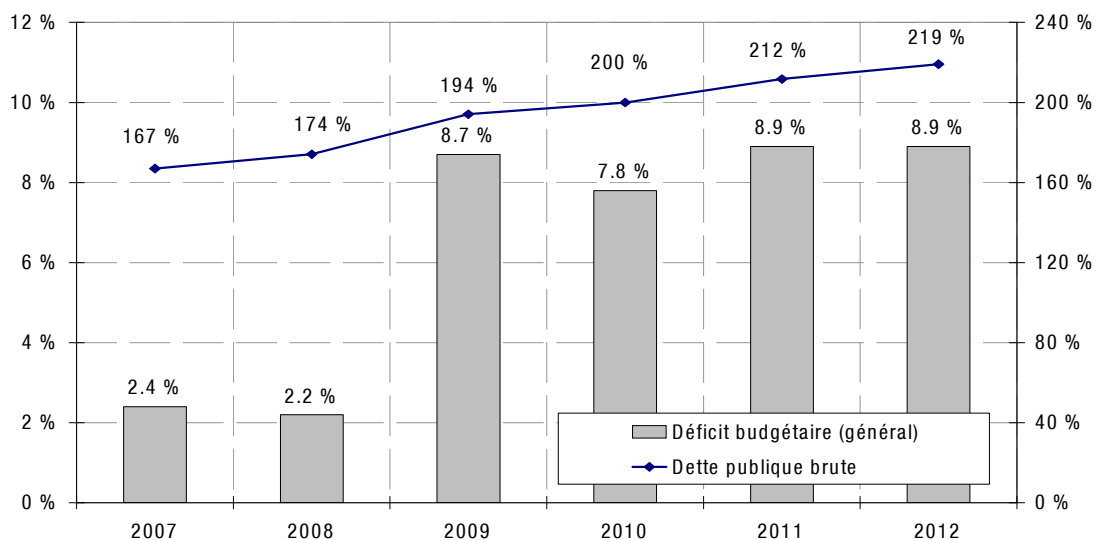
- ◆ La dernière enquête conjoncturelle « Tankan » traduit une légère dégradation du climat des affaires et annonce des perspectives moroses pour le premier trimestre 2012. L'économie japonaise devrait prochainement renouer avec une croissance modeste, entraînée par les exportations vers ses partenaires émergents. D'amples surcapacités sectorielles subsisteront. Le rétablissement de la discipline budgétaire et un refroidissement du commerce international pourraient conduire à une rechute du Japon à moyen terme.

Prix

- ◆ Le Japon est soumis à des pressions déflationnistes bénignes. La rupture temporaire des chaînes d'approvisionnement à la suite de la catastrophe n'a provoqué qu'un léger dérapage, compensé par le renforcement tendanciel du yen. L'inflation continuera probablement à évoluer aux environs de 0 % en dépit des efforts de relance continus – mais peu efficaces – de la Banque du Japon.

Orientations de politique économique

- ◆ La dette publique poursuit son ascension par rapport au PIB sans toutefois impliquer la moindre tension sur le marché des obligations gouvernementales japonaises. Mal noté par les agences, le Japon est endetté dans sa propre monnaie, envers des débiteurs principalement japonais. Le laxisme budgétaire du gouvernement pourrait donc se prolonger sans graves conséquences pendant encore quelques années. La capacité du Japon à assumer sa dette publique à long terme est toutefois plus que douteuse.



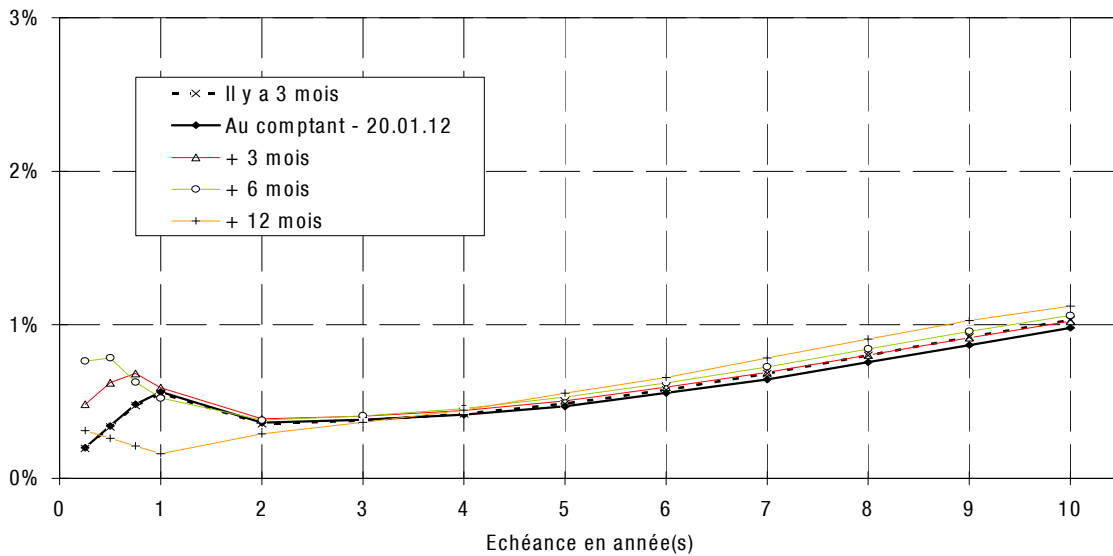
- ◆ La Banque du Japon maintient un cap monétaire accommodant, mais sans caractère quantitatif. Récurrents, les achats de JGBs opérés par la banque centrale n'impliquent pas de grands volumes de création monétaire. Amorcée en 2001, la « monétisation » partielle de la dette publique japonaise est justifiée par les pressions déflationnistes chroniques. Le processus est voué à se poursuivre; un relèvement des taux d'intérêt monétaires est hors de question.

Synthèse : appréciation dans l'optique d'un investissement obligataire

Croissance	Marché du travail	Inflation	Comptes extérieurs	Taux de change	Politique monétaire	Politique fiscale
Reprise avérée, essouffement	Pas très porteur	Déflation bénigne	Excédent modéré	Yen toujours très fort	Aucune inflexion en vue	Laxiste, dette menaçante à t.t.
0	0/+	0/+	0/+	0/+	0/+	-

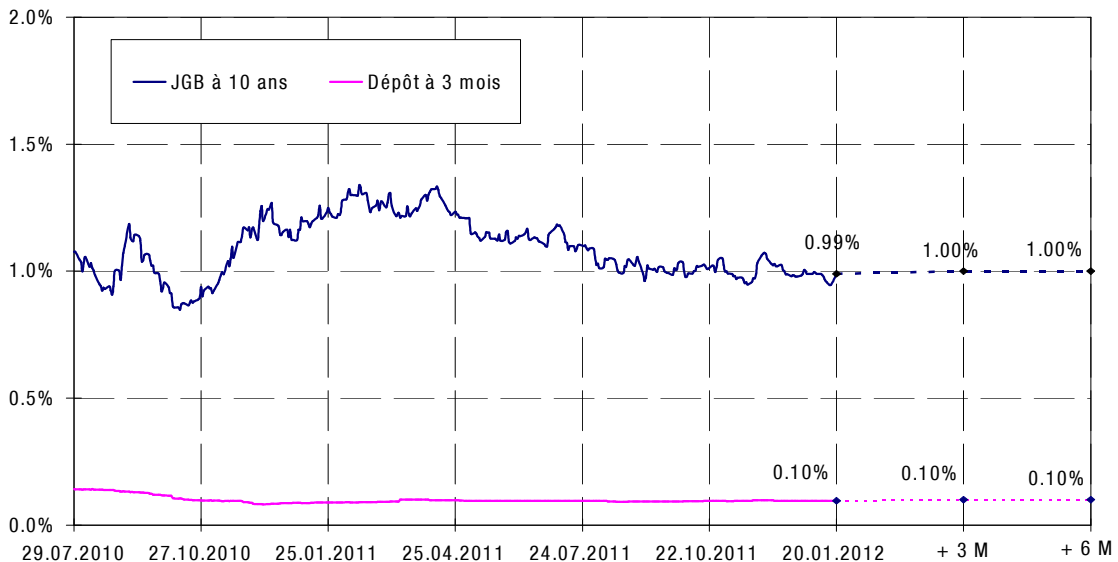
Les taux d'intérêt au Japon

Courbe des rendements (swaps) : au comptant et projetée sur la base des taux à terme implicites



- ◆ La courbe des rendements en yen présente une remarquable stabilité, dans un environnement financier par ailleurs très tourmenté. Egalement stable, le segment des taux monétaires reflète le dysfonctionnement du marché interbancaire.

Evolution récente et perspectives (prévisions détaillées en annexe)



- ◆ La Banque du Japon maintiendra les taux d'intérêt monétaires près de zéro tout au long de l'année 2012, et au-delà...
- ◆ Remarquablement stables depuis six mois, les rendements obligataires pourraient poursuivre leur évolution « latérale » dans un environnement légèrement déflationniste.

Zone euro

En bref...

- ◆ En prise avec une crise structurelle majeure, la zone euro peine à ériger un mécanisme de stabilité crédible, apte à restaurer la confiance des investisseurs à l'égard des pays les plus vulnérables. La BCE se borne à des interventions mesurées sur le marché des capitaux tout en apportant un soutien résolu aux banques. Des risques extrêmes de désintégration de la zone euro pourraient toutefois conduire la banque centrale à briser de nouveaux tabous. Il est illusoire d'espérer une normalisation rapide et pérenne du marché des capitaux souverains en euro.

Indicateurs phares

	Données annuelles				Derniers		
	2009	2010	2011*	2012*	T2 2011	T3 2011	
Produit Intérieur Brut	-4.2 %	1.8 %	1.6 %	-0.1 %	0.6 %A	0.5 %A	
Consommation privée	-1.1 %	0.8 %	0.4 %	0.1 %	-2.1 %A	0.9 %A	
Consommation publique	3.0 %	0.6 %	-	-	-0.6 %A	-0.3 %A	
Investissement	-11.3 %	-0.7 %	2.2 %	-0.2 %	-0.4 %A	-0.4 %A	
Exportations	-11.8 %	11.2 %	-	-	5.1 %A	4.8 %A	
Importations	-10.5 %	9.4 %	-	-	1.9 %A	3.2 %A	
Balance des transactions courantes	en mia EUR en % du PIB	-25.9 -0.3 %	-42.2 -0.5 %	- -0.6 %	- -0.6 %	-	-
Surplus / déficit budgétaire en % du PIB		-6.4 %	-6.3 %	-4.1 %	-3.4 %		
Dette publique en % du PIB		79.9 %	85.7 %	88.1 %	90.5 %	nov	déc
Taux de chômage		9.6%	10.1%	10.1%	10.5%	10.3%	-
Inflation (prix à la consommation)		0.3 %	1.6 %	2.7 %	1.8 %	3.0 %Y	2.7 %Y

%A : progression annualisée par rapport à la période précédente / %Y = progression par rapport à l'année précédente

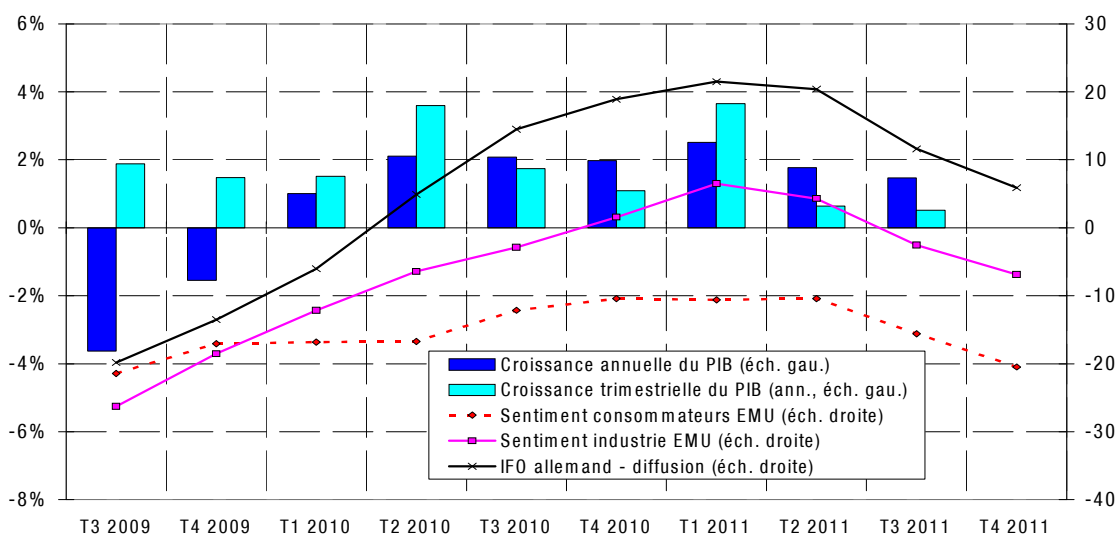
Source : DATASTREAM

* prévisions médianes collectées par Consensus Economics (sauf finances publiques : EC)

Le point

Activité

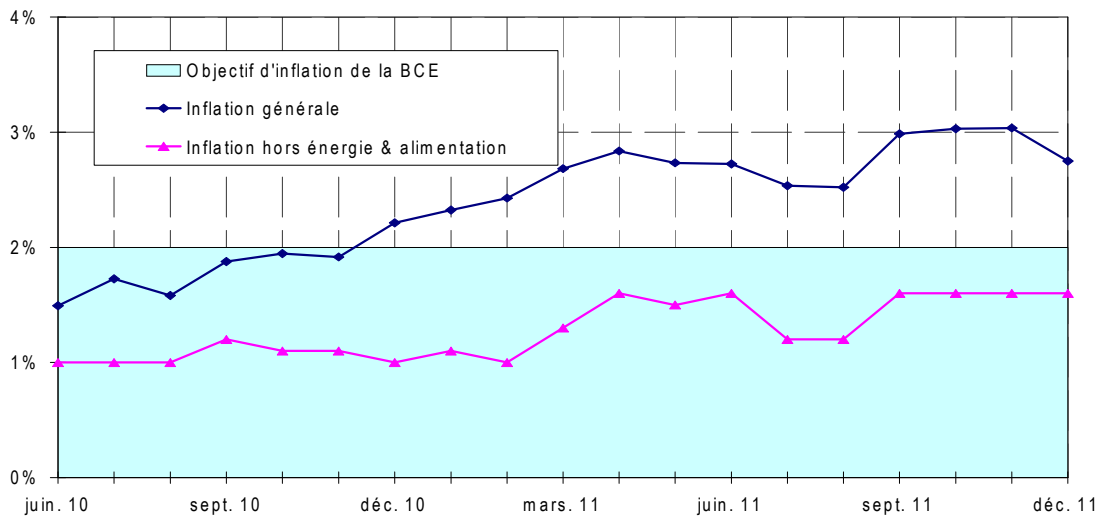
- ◆ Très hétérogène, la zone euro se heurte à des vents contraires qui pourraient globalement déboucher sur une récession modérée. Après un premier trimestre 2011 dynamique, la croissance a fléchi pour s'établir à un rythme très modeste, impliquant une augmentation du chômage. Même la locomotive allemande affiche des signes d'essoufflement, alors que plusieurs pays endurent une récession provoquée par les programmes d'austérité.



- ◆ La zone euro pourra difficilement échapper à une récession dont la profondeur et la durée est encore difficile à évaluer. L'instabilité financière et la gestion chaotique de la crise des dettes souveraines constituent des sources d'incertitude considérable. Le rétablissement de la discipline budgétaire et le désendettement du secteur public entraveront durablement la croissance. Le refroidissement du commerce international n'est pas de nature à faciliter les douloureux ajustements structurels qui se profilent en Europe.

Prix

- ◆ Le dérapage de l'inflation qui avait incité la BCE à infléchir sa politique monétaire persiste depuis plusieurs mois. L'augmentation des prix administrés et des taux de TVA annoncés dans certains pays confrontés à la crise de la dette impliqueront une certaine inertie du renchérissement, même si la faiblesse de la demande implique des pressions déflationnistes. L'inflation sous-jacente, dont le rythme annuel ne dépasse pas 2 %, est conforme à l'objectif visé par les autorités monétaires.



Orientations de politique économique

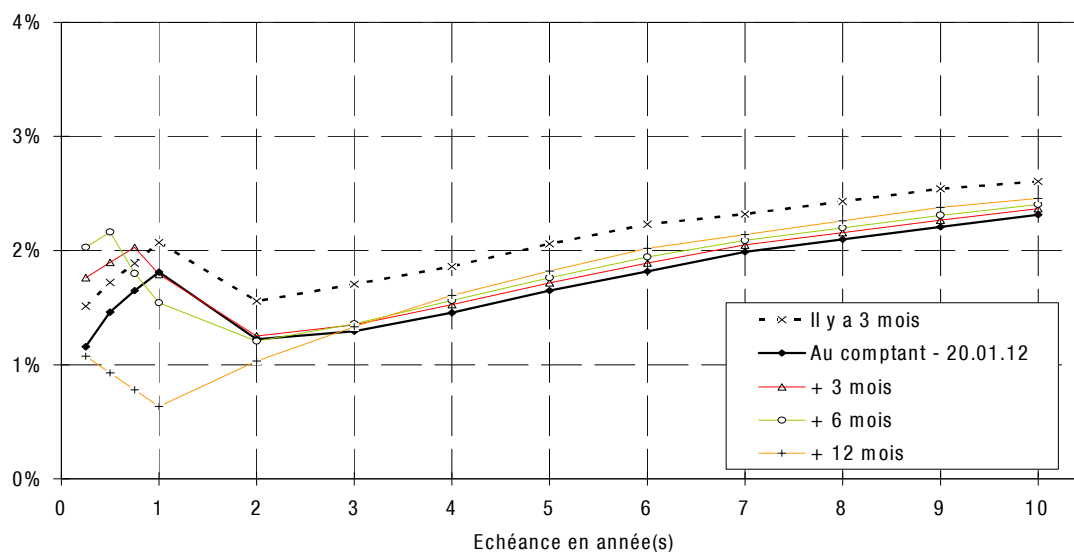
- ◆ Interminable, la crise de la dette en euros reste sans solution crédible à ce jour. Mettant l'accent sur une discipline budgétaire renforcée, le sommet du 9 décembre n'a pas permis de rétablir la confiance des investisseurs à l'égard des pays les plus fragiles. La route vers l'intégration fiscale s'annonce difficile et un risque d'éclatement de la zone euro ne peut être résolument écarté. Outre la Grèce, d'autres pays pourraient finalement être amenés à restructurer leur dette publique, ce qui constitue une menace systémique.
- ◆ Désormais présidée par Mario Draghi, la BCE a renversé le cours de sa politique en ramenant le taux d'intérêt directeur de 1,5 % à 1 % malgré l'inertie de l'inflation. La dégradation de la conjoncture et l'aggravation de la crise de la dette ont contraint la banque centrale à intensifier son soutien aux banques. Toujours sous l'influence de l'orthodoxie héritée de la Bundesbank et fixée par les Traités européens, la BCE ne semble pas prête à jouer un rôle de prêteur de dernier ressort au bénéfice des gouvernements. Une aggravation de la crise conduira peut-être la BCE à se montrer plus pragmatique en 2012, notamment en cas de risque aigu d'éclatement de la zone euro.

Synthèse : appréciation prospective dans l'optique d'un investissement obligataire

Croissance	Marché du travail	Inflation	Comptes extérieurs	Taux de change	Politique monétaire	Politique fiscale
Hétérogène, globalement faible	Très affaibli, salaires sous pression	Moderée, bien maîtrisée hors énergie	Globalement proches de l'équilibre	Euro vulnérable	Résidus d'orthodoxie, potentiel de détente	Assainissement sous contrainte
0/+	0/+	0/+	0	-/0	0/+	-/0

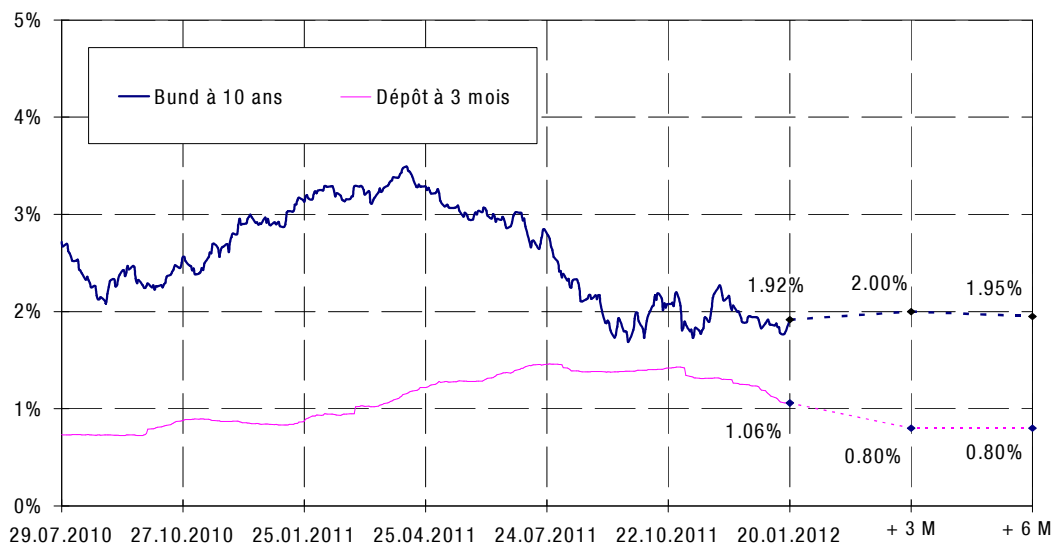
Les taux d'intérêt dans le bloc euro

Courbe des rendements (swaps) : au comptant et projetée sur la base des taux à terme implicites



- ◆ L'abaissement des taux d'intérêt opéré par la BCE a provoqué une légère détente des taux d'intérêt monétaires, mais les dysfonctionnements du marché interbancaire subsistent. La courbe des rendements en euro est sous pression en raison du fléchissement de l'activité.

Evolution récente et perspectives (prévisions détaillées en annexe)



- ◆ La BCE pourrait réduire davantage les taux d'intérêt pour répondre au fléchissement de l'activité et pour contrebalancer les douloureux efforts d'assainissement budgétaire.
- ◆ Encore très hétérogène, le marché des capitaux en euro reste largement tributaire de l'évolution chaotique de la crise européenne. De nouveaux rebondissements sont hélas plus probables qu'une résolution harmonieuse et rapide. Le statut de valeur-refuge attribué à la dette germanique pourrait subsister au cours des prochains mois.

Royaume-Uni

En bref...

- ◆ Le redressement de l'économie britannique est freiné par l'austérité budgétaire et par les effets durables de l'éclatement de la bulle immobilière. Dans cet environnement déprimé, la Banque d'Angleterre fait preuve de pragmatisme et d'une grande tolérance à l'inflation. Le reflux du renchérissement attendu en 2012 permettra de maintenir les taux d'intérêt monétaires à un niveau réduit. La faiblesse de l'activité et le « policy mix » exerceront une pression persistante sur l'ensemble de la structure des taux d'intérêt en livre sterling.

Indicateurs phares

		Données annuelles				Derniers	
		2009	2010	2011*	2012*	T2 2011	T3 2011
Produit Intérieur Brut		-4.4 %	2.1 %	0.9 %	0.7 %	0.0 %A	2.3 %A
Consommation privée		-3.5 %	1.2 %	-1.2 %	0.4 %	-1.4 %A	0.2 %A
Consommation publique		-0.1 %	1.5 %	-	-	1.5 %A	0.8 %A
Formation brute de capital		-13.4 %	3.1 %	-1.8 %	2.4 %	-2.5 %A	5.1 %A
Exportations		-9.5 %	7.4 %	-	-	-5.9 %A	-3.0 %A
Importations		-12.2 %	8.6 %	-	-	-2.4 %A	1.9 %A
Balance des transactions courantes	en mia £	-20.3	-48.6	-18.9	-19.9		
	en % du PIB	-1.5 %	-3.3 %	-1.2 %	-1.3 %		
Solde budgétaire (général)	en % du PIB	-11.1 %	-9.3 %	-7.9 %	-6.2 %		
Dette publique (Maastricht)	en % du PIB	71.1 %	78.7 %	84 %	87 %	oct	nov
Taux de chômage		4.9 %	4.5 %	4.8 %	5.3 %	5.0 %	5.0 %
Inflation (normes EU)		2.2 %	3.3 %	5.3 %	3.2 %	5.0 %Y	4.8 %Y

%A : progression annualisée par rapport à la période précédente / %Y = progression par rapport à l'année précédente

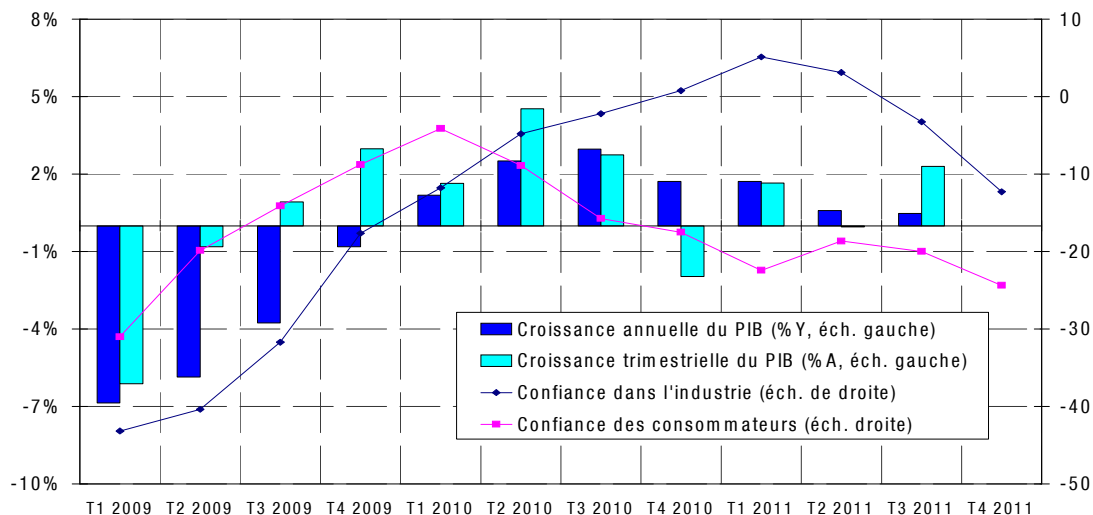
Source : DATASTREAM

* prévisions médianes collectées par Consensus Economics (sauf finances publiques : UK Treasury)

Le point

Activité

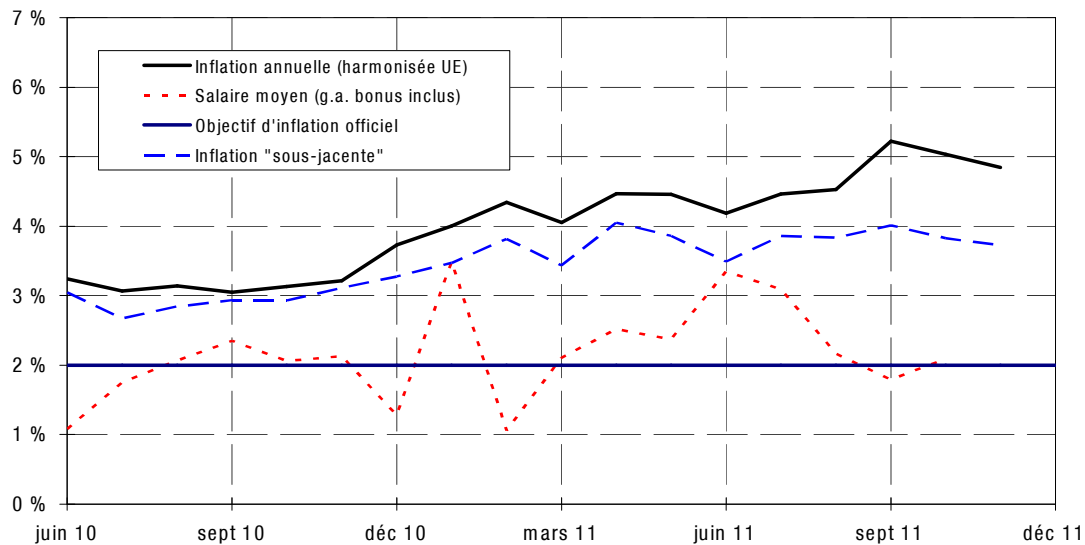
- ◆ L'expansion modérée du PIB britannique au troisième trimestre masque la faiblesse de la demande intérieure privée. Minée par la baisse du pouvoir d'achat des ménages, la consommation privée s'inscrira probablement en recul sur l'ensemble de l'année 2011. Les dépenses d'investissement sont encore loin d'avoir retrouvé les niveaux antérieurs à la crise financière et immobilière. La contribution des exportations nettes au PIB demeure modeste, en dépit de la dépréciation de la livre. L'impulsion récente émanant des dépenses gouvernementales se révélera temporaire.



- ◆ Les perspectives conjoncturelles britanniques sont moroses, à peine moins sombres que celles de la zone euro. L'assainissement des finances publiques et les longs ajustements postérieurs à l'éclatement de la bulle immobilière n'ont pas fini d'entraver la croissance. La baisse des rémunérations réelles et la dégradation du marché du travail, après une brève embellie, continueront à peser sur les dépenses de consommation.

Prix

- ◆ La Banque d'Angleterre a toléré un ample dérapage de l'inflation. Le renchérissement annuel a ainsi culminé à plus de 5 % en septembre, avant d'amorcer un timide repli en fin d'année. Le renchérissement sous-jacent évolue également à un rythme très supérieur à l'objectif de 2 % officiellement assigné à la banque centrale. En 2012, des effets de base favorables étayent le scénario de reflux pronostiqué par les autorités monétaires.



Orientation de politique économique

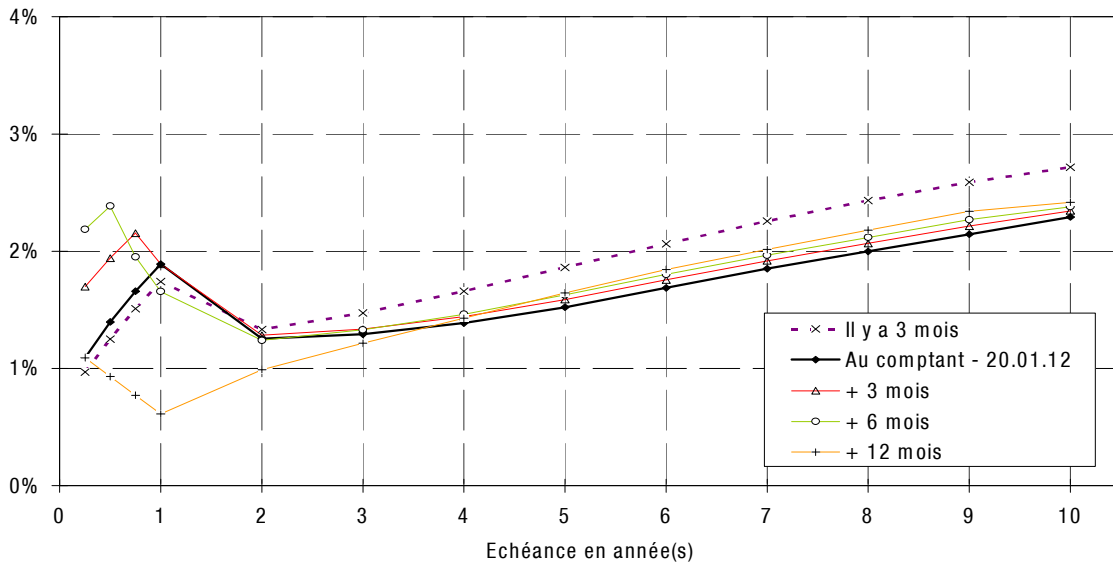
- ◆ Le programme d'austérité entrepris par la coalition au pouvoir déploie progressivement ses effets. L'année fiscale 2011/12, qui a débuté en avril, devrait se solder par un déficit de GBP 127 milliards, soit 8.4 % du PIB. Relativement modeste, l'effort de consolidation prévu en 2012/13 devrait permettre de ramener le déficit à 7.6 %. Si la faiblesse de la croissance remet en question les projections du gouvernement, le Trésor britannique bénéficiera en revanche d'une diminution des charges financières résultant de la baisse des taux d'intérêt.
- ◆ La Banque d'Angleterre a réactivé son programme d'assouplissement quantitatif pour répondre au refroidissement de l'activité économique. Le portefeuille d'actifs sera porté à GBP 275 milliards, en acquérant principalement des emprunts du Trésor. Fixé à 0.5 % depuis mars 2009, le taux d'intérêt de base restera longtemps ancré à un niveau plancher. Une nouvelle vague d'assouplissement quantitatif n'est pas exclue compte tenu des perspectives économiques et de l'activisme du Comité de politique monétaire présidé par un Mervyn King très pragmatique.

Synthèse : appréciation dans l'optique d'un investissement obligataire

Croissance	Marché du travail	Inflation	Comptes extérieurs	Taux de change	Politique monétaire	Politique fiscale
Plombée par l'austérité et le désendettement	Chômage élevé, modération salariale	Élevée, mais en repli	Déficit courant modéré, stable	Faible potentiel d'appréciation	Activisme et pragmatisme	Lent rétablissement de la discipline
0/+	0/+	-/0	-/0	0	0	-/0

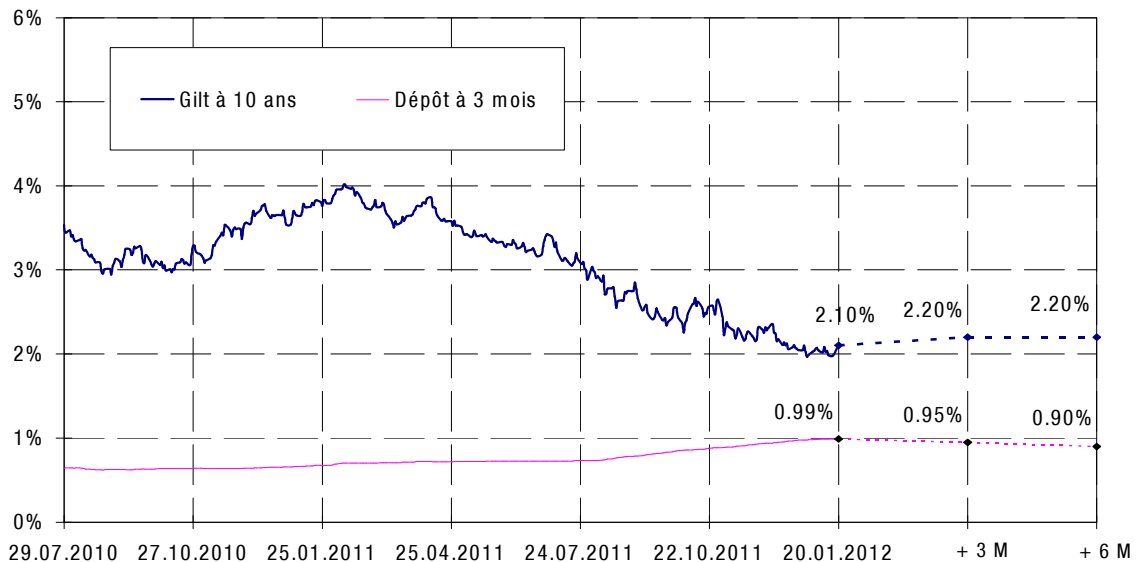
Les taux d'intérêt en Grande-Bretagne

Courbe des rendements (swaps) : au comptant et projetée sur la base des taux à terme implicites



- ◆ Le Royaume-Uni se conforme à la tendance générale : le segment monétaire traduit des dysfonctionnements sur le marché interbancaire. Le programme d'achats d'actifs conduit par la banque centrale a favorisé un aplatissement de la structure des taux d'intérêt.

Evolution récente et perspectives (prévisions détaillées en annexe)



- ◆ La dérive des taux d'intérêt monétaires résulte d'un accroissement des primes de risques auquel la Banque d'Angleterre tentera de s'opposer.
- ◆ Peu attrayants au regard de la situation budgétaire, les rendements à moyen et long terme sont comprimés par les achats de la banque centrale. De légères tensions pourraient se manifester à l'horizon de ces prévisions.

Suisse

En bref...

- ◆ Finalement affectée par le ralentissement européen et le renforcement du franc, l'économie suisse pourrait connaître une récession légère, sans perspectives de reprise rapide. Le déclin des prix à la consommation apporte une grande crédibilité à l'engagement de la BNS de contenir le franc face à l'euro. Les taux d'intérêt monétaires seront longtemps maintenus près de zéro. Les emprunts de la Confédération devraient conserver des évaluations peu attrayantes, justifiées par la situation conjoncturelle et la bonne santé des finances publiques.

Indicateurs phares

		Données annuelles				Derniers	
		2009	2010	2011*	2012*	T2 2011	T3 2011
Produit Intérieur Brut		-1.9 %	2.7 %	1.7 %	0.2 %	2.0 %A	0.9 %A
Consommation privée		1.4 %	1.7 %	1.0 %	0.6 %	0.5 %A	0.6 %A
Consommation publique		3.3 %	0.8 %	-	-	6.5 %A	2.4 %A
Investissement privé		-4.9 %	7.5 %	3.3 %	-1.1 %	-8.9 %A	-3.8 %A
Exportations		-8.6 %	8.4 %	-	-	0.8 %A	-4.9 %A
Importations		-5.5 %	7.3 %	-	-	-2.9 %A	-0.9 %A
Balance des transactions courantes	en mia CHF	58.8	82.8	74.0	71.8	19.9	27.2
	en % du PIB	11.0 %	15.0 %	13.2 %	13.0 %		
Surplus / déficit de la Confédération	en % du PIB	0.8 %	0.5 %	0.2 %	-		
Dette de la Confédération	en % du PIB	23.6 %	20.2 %	20.3 %	-	nov	déc
Taux de chômage		3.7%	3.9%	-	-	3.1 %	3.3 %
Inflation (prix à la consommation)		-0.5 %	0.7 %	0.3 %	-0.1 %	-0.5 %Y	-0.7 %Y

%A : progression annualisée par rapport à la période précédente / %Y = progression par rapport à l'année précédente

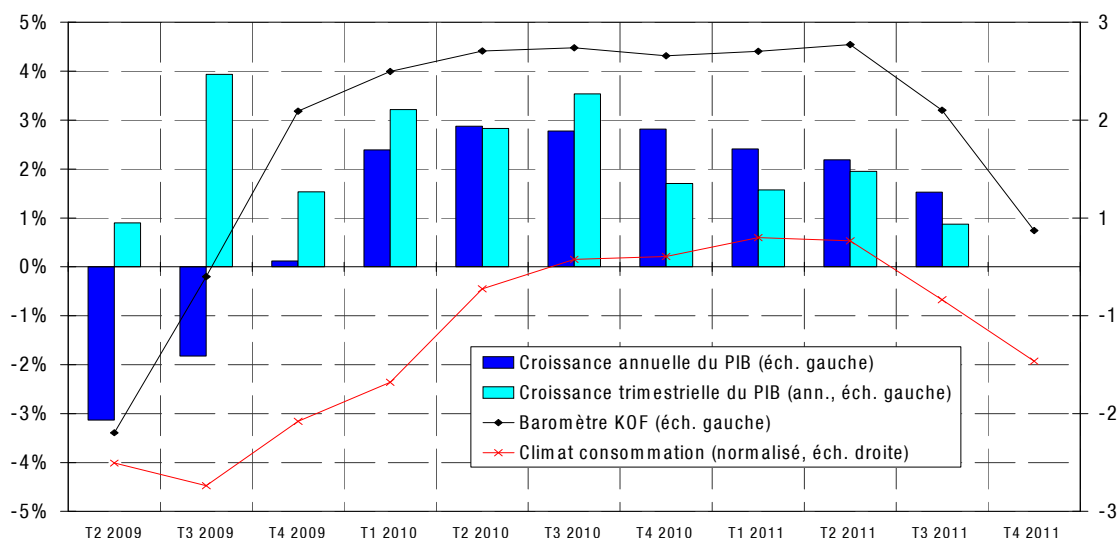
Source : DATASTREAM

* prévisions médianes collectées par Consensus Economics

Le point

Activité

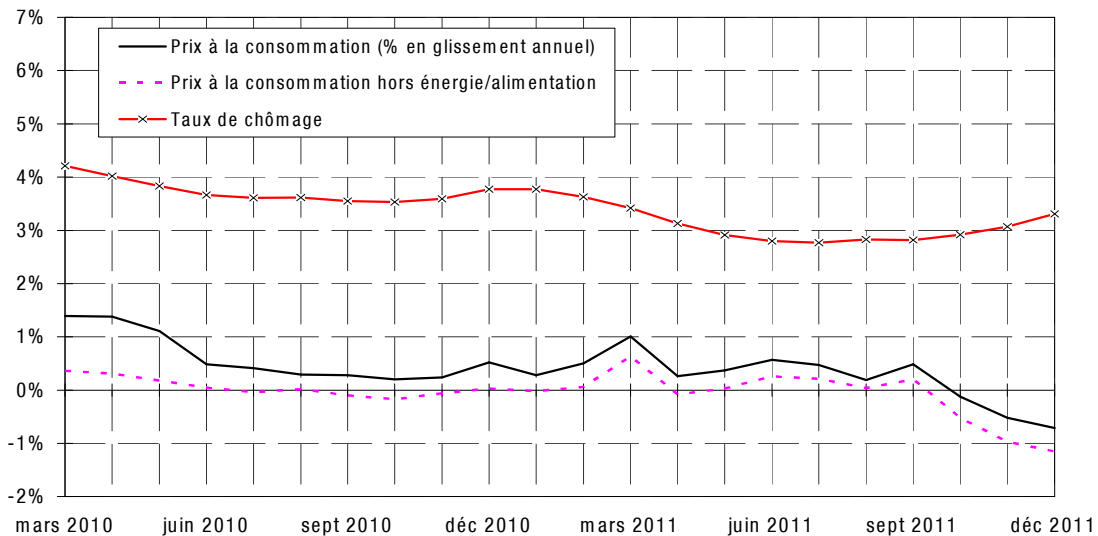
- ◆ L'économie suisse connaît un ralentissement sévère, partiellement masqué par les variations d'inventaires qui ont permis de maintenir la croissance en territoire positif au troisième trimestre. La consommation des ménages a sensiblement ralenti, tandis que les postes de dépenses plus cycliques ont amorcé un repli. La force du franc suisse et le fléchissement de l'activité européenne ont commencé à se répercuter sur les exportations.



- ◆ Le déclin prononcé de l'indicateur précurseur du KOF et la dégradation du climat des affaires incitent à penser que la Suisse pourrait connaître une récession dont la durée et la gravité dépendra dans une large mesure de l'évolution de la conjoncture européenne. Même si la demande intérieure fait preuve d'une certaine inertie, un refroidissement du commerce international et de l'investissement industriel grèvera l'activité en 2012.

Prix

- ◆ La répercussion tardive de l'affaiblissement de l'euro face au franc sur les prix au détail se traduit par un reflux de l'inflation en territoire négatif. L'inertie des ajustements est telle que les violentes variations survenues durant l'été n'ont guère affecté les prix à la consommation. Les efforts de la BNS pour affaiblir le franc devraient conduire à une stabilisation des prix, sous réserve de l'évolution des prix des matières premières. Les risques de déflation prédominent légèrement.



Orientation de politique économique

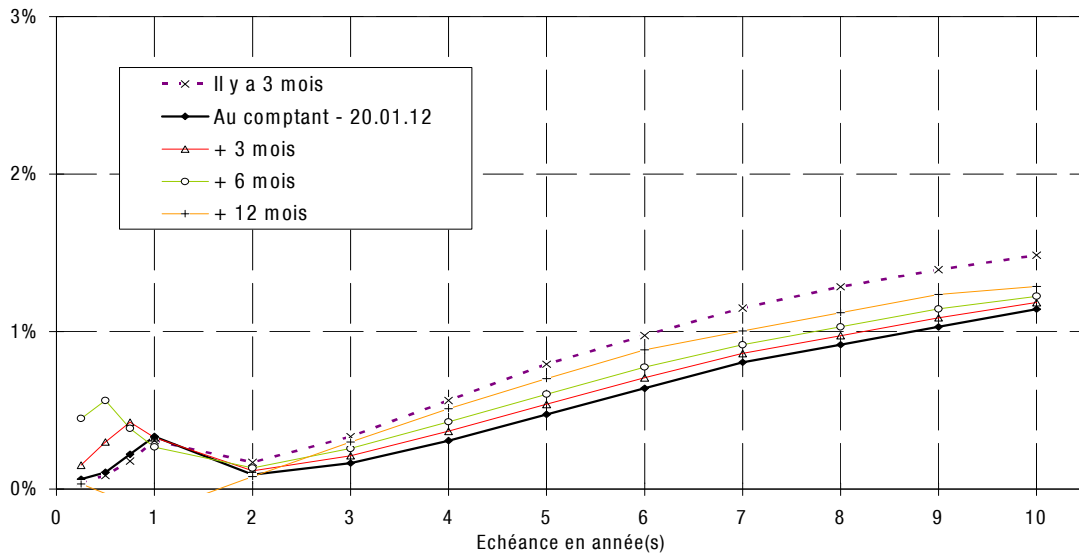
- ◆ Les comptes de la Confédération devraient se solder en 2011 par un excédent en contraste avec les déficits qui s'accumulent dans la plupart des économies avancées. Une dégradation se profile néanmoins à l'horizon, ce qui pourrait impliquer des déficits modérés tant à l'échelon fédéral qu'à celui des collectivités régionales. Ce léger dérapage ne devrait pas porter à conséquences en raison du poids actuellement très faible de la dette publique helvétique.
- ◆ La BNS est parvenue à endiguer le renforcement du franc en prenant un engagement fort et crédible. La banque centrale n'a pas eu à intervenir massivement sur le marché des changes, mais sa position s'est fragilisée avec la déplorable « affaire Hildebrand ». Un relèvement accru du taux plancher est improbable, en dépit du succès de la première opération. La BNS devrait se montrer prudente afin de conserver une porte de sortie de ce régime de change particulier.

Synthèse : appréciation dans l'optique d'un investissement obligataire

Croissance	Marché du travail	Inflation	Comptes extérieurs	Taux de change	Politique monétaire	Politique fiscale
Presque nulle, pas de reprise rapide	Dégradation et modération salariale	Déflation bénigne	Excédent courant élevé, en recul	Plafonnement crédible	Tributaire du franc	Finances publiques saines
0/+	0	0/+	+	0	-/0	+

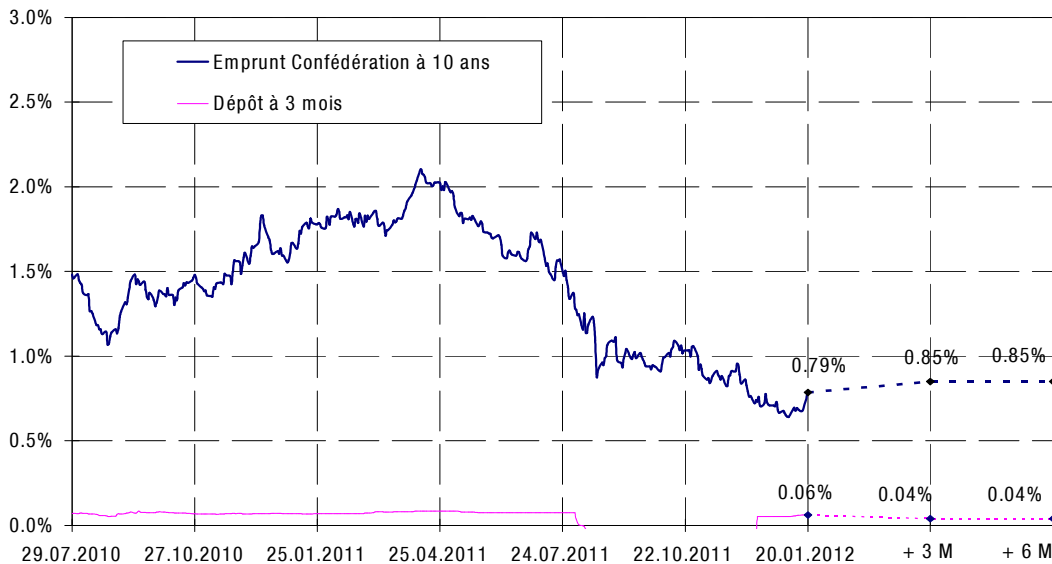
Les taux d'intérêt en Suisse

Courbe des rendements (swaps) : au comptant et projetée sur la base des taux à terme implicites



- ◆ La courbe des rendements en franc suisse s'est nettement aplatie pour s'établir à des niveaux inédits, mais justifiés par les circonstances actuelles. Comme ailleurs, le segment monétaire intègre des primes de risque reflétant la méfiance mutuelle des acteurs bancaires.

Evolution récente et perspectives (prévisions détaillées en annexe)



- ◆ Les taux d'intérêt monétaires confinent à zéro; cette situation devrait perdurer pour faciliter la politique de change actuellement conduite par la BNS.
- ◆ Valeurs-refuges éprouvées, les emprunts de la Confédération présentent des rendements extraordinairement faibles. De légères tensions sont à craindre, mais les mornes perspectives conjoncturelles sont incompatibles avec une correction marquée du marché obligataire.

Ecarts de rendements 'Swap - Trésor', primes de risque de crédit

Etats-Unis



- ◆ Les primes de risque affichent de fortes variations au gré de l'évolution de la crise européenne et des réponses apportées par les autorités. Les émetteurs américains sont relativement épargnés à la faveur d'un climat des affaires plus souriant aux Etats-Unis qu'en Europe.

Royaume-Uni



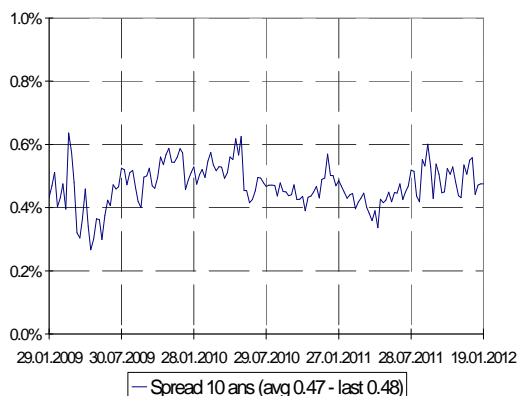
- ◆ Les primes de risque sur le marché des capitaux en livre sterling ont légèrement reflué à fin 2011. Par contraste avec les émetteurs industriels, les obligations du Trésor bénéficient des mesures d'assainissement budgétaire et du programme d'assouplissement quantitatif opéré par la Banque d'Angleterre.

Zone Euro (Allemagne)



- ◆ Le marché des capitaux en euros présente toujours une grande hétérogénéité liée à la crise frappant les pays les plus vulnérables. La capacité des autorités à rétablir la stabilité financière de la zone euro demeure incertaine. Les dysfonctionnements pourraient perdurer en 2012 ; le rétablissement de la confiance des investisseurs demandera beaucoup de temps.

Suisse



- ◆ Valeurs-refuges incontestées, les emprunts de la Confédération présentent des rendements inédits, mais raisonnables compte tenu des circonstances tourmentées.

OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES A 10 ANS

Rendements nominaux, rendements réels, "spreads"

		<u>fin 2003</u>	<u>fin 2004</u>	<u>fin 2005</u>	<u>fin 2006</u>	<u>fin 2007</u>	<u>fin 2008</u>	<u>06.09</u>	<u>12.09</u>	<u>06.10</u>	<u>12.10</u>	<u>03.11</u>	<u>06.11</u>	<u>09.11</u>	<u>12.11</u>	<u>20.1.2012</u>
ETATS-UNIS	Rendements nominaux	3.56	4.67	3.98	5.20	5.10	4.02	3.55	3.87	2.96	3.34	3.48	3.18	1.94	2.08	2.02
	Rendements "réels"	1.43	1.80	1.03	1.19	2.45	-0.36	4.70	2.41	1.19	2.06	1.34	-0.25	-1.82	-1.52	-1.28
CANADA	Rendements nominaux	4.58	5.01	3.85	4.67	4.60	3.78	3.39	3.63	3.10	3.15	3.35	3.15	2.16	2.20	2.04
	écart USA	102	34	-13	-54	-49	-24	-16	-24	15	-19	-13	-3	22	12	2
	Rendements "réels"	1.81	2.80	1.94	2.10	2.41	1.42	3.33	2.84	1.71	0.89	0.75	-0.21	-0.84	-0.78	-0.66
	écart USA	38	100	90	91	-4	178	-137	43	52	-118	-59	4	98	74	62
AUSTRALIE	Rendements nominaux	5.07	5.95	5.17	5.85	6.35	6.55	5.60	5.81	5.16	5.62	5.57	5.27	4.25	4.04	4.02
	écart USA	151	128	119	65	125	254	205	194	220	229	208	208	231	196	200
	Rendements "réels"	2.47	3.63	2.14	1.91	4.48	1.57	4.34	2.92	2.37	2.29	1.96	1.75	1.15	0.94	0.92
	écart USA	104	183	111	72	204	194	-36	51	118	23	62	199	297	246	219
NOUVELLE-ZELANDE	Rendements nominaux	5.43	6.40	5.80	5.93	6.82	6.45	6.05	6.19	5.42	5.96	5.70	5.10	4.44	4.12	3.94
	écart USA	187	174	181	73	172	244	250	232	246	262	222	192	250	204	193
	Rendements "réels"	3.97	3.86	2.35	2.39	4.93	1.38	4.47	4.05	3.78	1.40	0.34	0.61	2.50	2.18	2.01
	écart USA	254	206	132	120	249	174	-23	164	259	-66	-100	86	432	370	329
JAPON	Rendements nominaux	0.81	1.76	1.14	1.92	1.87	1.61	1.36	1.29	1.09	1.12	1.26	1.14	1.03	1.07	0.99
	écart USA	-275	-291	-284	-328	-322	-241	-219	-259	-187	-221	-222	-204	-90	-101	-103
	Rendements "réels"	1.04	2.06	1.24	1.76	1.94	0.25	2.34	3.30	1.82	1.42	1.79	1.57	0.90	1.31	1.22
	écart USA	-38	26	21	56	-51	61	-236	89	63	-64	45	182	272	282	250
ALLEMAGNE	Rendements nominaux	3.80	4.27	3.12	4.07	4.57	4.58	3.38	3.38	2.57	2.89	3.35	3.01	1.90	2.24	1.92
	écart USA	24	-39	-86	-114	-52	57	-17	-49	-39	-45	-13	-18	-4	16	-10
	Rendements "réels"	2.97	2.45	1.87	2.16	2.57	1.69	3.13	2.95	1.51	1.40	1.27	0.66	-0.56	-0.25	-0.41
	écart USA	154	65	84	97	13	205	-157	53	32	-67	-7	91	126	126	87

NB Sur les marchés avec paiement de coupon semestriel, le taux annuel effectif a été calculé. Rendement "réel" ex-post = Rendement nominal à 10 ans - taux d'inflation annuel moyen lors des trois mois précédents.

Au Royaume-Uni et en Nouvelle-Zélande, l'inflation est calculée sur la base de l'indice des prix à la consommation excluant les coûts du crédit.

OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES A 10 ANS

Rendements nominaux, rendements réels, "spreads"

		<u>fin 2003</u>	<u>fin 2004</u>	<u>fin 2005</u>	<u>fin 2006</u>	<u>fin 2007</u>	<u>fin 2008</u>	<u>06.09</u>	<u>12.09</u>	<u>06.10</u>	<u>12.10</u>	<u>03.11</u>	<u>06.11</u>	<u>09.11</u>	<u>12.11</u>	<u>20.12.2012</u>
FRANCE	Rendements nominaux	3.85	4.34	3.12	4.08	4.62	4.77	3.72	3.58	3.05	3.36	3.72	3.41	2.62	3.40	3.11
	écart All.	5	6	0	1	5	18	34	20	48	47	37	41	72	116	119
	Rendements "réels"	1.93	1.96	1.43	2.16	3.44	1.46	3.93	3.22	1.44	1.71	1.91	1.34	0.47	1.03	0.67
	écart All.	-104	-49	-44	0	87	-23	80	27	-7	31	64	68	103	128	108
ITALIE	Rendements nominaux	3.94	4.55	3.31	4.42	4.84	5.17	4.35	4.03	4.12	4.76	4.88	4.83	5.62	7.23	6.30
	écart All.	13	27	19	35	27	59	97	65	154	187	153	182	372	499	438
	Rendements "réels"	1.57	2.46	1.60	2.33	3.41	1.64	3.67	3.42	2.59	3.01	2.56	2.19	2.76	4.04	3.08
	écart All.	-140	1	-27	17	83	-5	54	47	108	161	129	153	332	429	349
ESPAGNE	Rendements nominaux	3.75	4.27	3.11	4.07	4.64	4.89	4.05	3.93	4.57	5.44	5.29	5.47	5.14	6.34	5.51
	écart All.	-5	0	-1	0	6	31	67	54	200	255	194	247	324	410	359
	Rendements "réels"	0.90	1.07	-0.11	0.12	2.25	0.29	4.72	3.78	2.98	2.89	1.80	1.98	2.07	3.32	2.75
	écart All.	-207	-138	-198	-204	-32	-140	159	84	147	149	53	132	263	358	316
ROYAUME-UNI	Rendements nominaux	4.20	5.16	4.21	4.78	5.54	5.19	3.72	4.15	3.34	3.54	3.72	3.41	2.44	2.32	2.10
	écart All.	40	89	108	71	96	61	34	77	77	65	37	40	54	8	19
	Rendements "réels"	1.31	2.96	2.00	1.98	2.11	0.81	2.28	1.36	-1.82	-1.12	-1.62	-1.77	-2.91	-3.22	-3.18
	écart All.	-166	51	13	-18	-47	-88	-85	-159	-333	-252	-289	-243	-235	-297	-276
DANEMARK	Rendements nominaux	4.03	4.51	3.12	4.13	4.58	4.81	3.79	3.64	2.68	3.02	3.57	3.24	2.10	2.08	1.81
	écart All.	22	24	-1	6	1	23	41	25	10	13	22	24	20	-16	-10
	Rendements "réels"	1.74	3.43	1.43	2.13	2.95	1.31	2.53	2.40	0.56	0.38	0.88	0.22	-0.59	-0.54	-0.81
	écart All.	-123	98	-44	-3	38	-38	-60	-55	-95	-102	-39	-44	-3	-29	-40
SUEDE	Rendements nominaux	4.27	4.66	2.99	4.04	4.47	4.53	3.45	3.28	2.57	3.27	3.34	2.91	1.73	1.71	1.77
	écart All.	47	38	-13	-3	-10	-5	7	-10	0	38	-1	-9	-17	-53	-15
	Rendements "réels"	2.40	4.25	2.69	2.51	2.66	0.64	3.92	3.69	1.53	1.38	1.06	0.00	-1.25	-0.93	-0.56
	écart All.	-57	180	82	35	9	-105	79	74	2	-1	-21	-66	-69	-68	-15
SUISSE	Rendements nominaux	2.39	2.88	1.94	2.82	3.15	3.27	2.31	1.93	1.50	1.59	1.88	1.65	0.94	0.95	0.79
	écart All.	-141	-140	-118	-124	-142	-131	-107	-146	-107	-129	-147	-136	-96	-129	-113
	Rendements "réels"	1.85	2.01	0.88	1.50	2.63	0.58	3.06	2.10	0.51	1.27	1.28	1.25	0.55	1.00	1.24
	écart All.	-112	-43	-99	-67	6	-111	-7	-84	-100	-12	1	59	112	125	165

NB Sur les marchés avec paiement de coupon semestriel, le taux annuel effectif a été calculé. Rendement "réel" ex-post = Rendement nominal à 10 ans - taux d'inflation annuel moyen lors des trois mois précédents.

Au Royaume-Uni et en Nouvelle-Zélande, l'inflation est calculée sur la base de l'indice des prix à la consommation excluant les coûts du crédit.

ENVIRONNEMENT MACROECONOMIQUE ET MARCHES OBLIGATAIRES : SURVOL

	Etats-Unis	Japon	Zone Euro	Royaume-Uni	Canada	Australie	Nouvelle Zélande	Danemark	Suède	Suisse
Croissance	Plutôt ferme, mais bases fragiles 0/+	Reprise avérée, essoufflement 0	Hétérogène, globalement faible 0/+	Plombée par l'austérité et le désendettement 0/+	Assez ferme, surcapacités légères 0/+	Modération, proche du potentiel 0	Modérée, légères surcapacités 0/+	Refroidissement, surcapacités 0/+	Assez dynamique, tassement en vue -/0	Presque nulle, pas de reprise rapide 0/+
Marché du travail	Lente amélioration, modération salariale 0/+	Pas très porteur 0/+	Très affaibli, salaires sous pression 0/+	Chômage élevé, modération salariale 0/+	Reprise graduelle, modération salariale 0	Plutôt tendu -/0	Détendu, modération salariale 0/+	Chômage réduit, peu de tensions 0/+	Assez porteur 0	Légère détente, modération salariale 0
Inflation	Reflux général, inertie sous-jacente 0	Déflation bénigne 0/+	Modérée, bien maîtrisée hors énergie 0/+	Élevée, mais en repli -/0	Conforme à l'objectif, stationnaire 0	Assez vive -/0	Dérapage temporaire -/0	Dérapage temporaire -/0	Dérapage léger -/0	Déflation bénigne 0/+
Comptes extérieurs	Déficit courant modéré, stable -/0	Excédent courant en repli 0/+	Globalement proches de l'équilibre 0	Déficit courant modéré, stable -/0	Déficit courant modéré, stable -/0	Déficit courant en repli 0	Déficits courants récurrents -/0	Excédents récurrents +	Excédents récurrents +	Excédent courant élevé, en recul +
Taux de change	Dollar bien perçu, potentiel de gain 0/+	Yen toujours très fort 0/+	Euro vulnérable -/0	Faible potentiel d'appréciation 0	CAD ferme 0/+	AUD ferme 0/+	NZD stable 0	Ancrage solide à l'euro 0	Couronne ferme face à l'euro 0	Plafonnement crédible 0
Politique monétaire	Stimulante, pas d'inflexion en vue -/0	Aucune inflexion en vue 0/+	Résidus d'orthodoxie, potentiel de détente 0/+	Activisme et pragmatisme 0	Stimulante et attentiste -/0	Stimulante -/0	Relance prudente 0/+	Dans le sillage de la BCE 0	Assouplissement préventif 0	Tributaire du franc -/0
Politique fiscale	Laxiste, austérité différée en 2013 -	Laxiste, dette menaçante à l.t. -	Assainissement sous contrainte -/0	Lent rétablissement de la discipline -/0	Lent rétablissement de la discipline -/0	Relâchement léger, pas inquiétant 0/+	Relâchement prononcé -/0	Relâchement léger, pas inquiétant 0/+	Finances publiques saines +	Finances publiques saines +

Appréciations dans l'optique d'un investissement obligataire

- + = Favorable aux obligations
 0 = Neutre, indéterminé
 - = Défavorable aux obligations

**PREVISIONS DE TAUX D'INTERET : DEPOTS A 3 MOIS ET OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES
20.01.2012**

	<u>Dépôts 3 mois</u>								<u>Obligations à 5 ans</u>								<u>Obligations à 10 ans</u>							
	31.12.10	30.06.11	20.01.12	dans 3M	Δ	dans 6M	Δ		31.12.10	30.06.11	20.01.12	dans 3M	Δ	dans 6M	Δ		31.12.10	30.06.11	20.01.12	dans 3M	Δ	dans 6M	Δ	
ETATS-UNIS	0.29	0.21	0.46	0.40	-6	0.35	-11		2.00	1.72	0.87	0.85	-2	0.80	-7		3.34	3.18	2.02	2.10	8	2.00	-2	
CANADA	1.19	1.06	1.26	1.20	-6	1.20	-6		2.32	2.34	1.38	1.35	-3	1.35	-3		3.15	3.15	2.04	2.10	6	2.05	1	
Δ USA	90	85	80	80		85			32	62	51	50		55			-19	-3	2	0		5		
AUSTRALIE	4.92	4.77	4.82	4.80	-2	4.90	8		5.44	4.93	3.47	3.55	8	3.55	8		5.62	5.27	4.02	4.30	28	4.25	23	
Δ USA	463	456	435	440		455			344	321	259	270		275			228	209	200	220		225		
NOUVELLE-ZELANDE	3.24	2.60	2.63	2.60	-3	2.60	-3		4.82	4.02	3.42	3.50	8	3.40	-2		5.96	5.10	3.94	4.10	16	4.00	6	
Δ USA	295	239	216	220		225			282	230	254	265		260			262	192	193	200		200		
JAPON	0.05	0.05	0.10	0.10	0	0.10	0		0.38	0.43	0.34	0.35	1	0.35	1		1.12	1.14	0.99	1.00	1	1.00	1	
Δ USA	-24	-16	-37	-30		-25			-162	-129	-53	-50		-45			-222	-204	-103	-110		-100		
EURO / ALLEMAGNE	0.84	1.35	1.06	0.80	-26	0.80	-26		1.83	2.27	0.88	0.75	-13	0.80	-8		2.89	3.01	1.92	2.00	8	1.95	3	
Δ USA	55	114	59	40		45			-17	55	1	-10		0			-45	-17	-10	-10		-5		
EURO / FRANCE	0.84	1.35	1.02	0.80	-22	0.80	-22		2.13	2.73	1.89	1.85	-4	1.85	-4		3.36	3.41	3.11	3.25	14	3.15	4	
Δ ALLEMAGNE	0	0	-3	0		0			30	46	100	110		105			47	40	119	125		120		
EURO / ITALIE	0.84	1.35	1.02	0.80	-22	0.80	-22		3.88	4.13	5.20	5.25	5	5.00	-20		4.76	4.83	6.30	6.50	20	6.15	-15	
Δ ALLEMAGNE	0	0	-3	0		0			205	186	432	450		420			187	182	438	450		420		
EURO / ESPAGNE	0.84	1.35	1.02	0.80	-22	0.80	-22		4.76	4.69	4.15	3.85	-30	3.80	-35		5.44	5.47	5.51	5.50	-1	5.35	-16	
Δ ALLEMAGNE	0	0	-3	0		0			293	242	327	310		300			255	246	359	350		340		
ROYAUME-UNI	0.61	0.70	0.99	0.95	-4	0.90	-9		2.20	2.07	1.06	0.95	-11	1.05	-1		3.54	3.41	2.10	2.20	10	2.20	10	
Δ ALLEMAGNE	-23	-65	-7	15		10			37	-20	18	20		25			65	40	19	20		25		
DANEMARK	0.91	1.20	0.93	0.70	-23	0.70	-23		2.02	2.38	0.85	0.75	-10	0.80	-5		3.02	3.24	1.81	1.95	14	1.95	14	
Δ ALLEMAGNE	7	-15	-13	-10		-10			19	11	-3	0		0			13	23	-10	-5		0		
SUEDE	1.86	2.30	2.53	2.40	-13	2.30	-23		2.69	2.64	1.19	1.00	-19	1.10	-9		3.27	2.91	1.77	1.85	8	1.85	8	
Δ ALLEMAGNE	102	95	148	160		150			86	37	31	25		30			38	-10	-15	-15		-10		
SUISSE	0.19	0.03	0.07	0.04	-3	0.04	-3		1.12	1.12	0.26	0.55	29	0.40	14		1.59	1.65	0.79	0.85	6	0.85	6	
Δ ALLEMAGNE	-65	-132	-99	-76		-76			-71	-115	-63	-70		-60			-130	-136	-113	-115		-110		

NB Dans les cas où le coupon est payé semestriellement, le rendement à l'échéance annuel effectif est calculé.

**PREVISIONS DE TAUX D'INTERET : MOUVEMENTS DE PENTE
20.1.2012**

	<u>Pente '5 ans - 10 ans'</u>					<u>Pente '3 mois - 5 ans'</u>					<u>Pente '3 mois - 10 ans'</u>				
	31.12.10	30.06.11	20.01.12	dans 3M	dans 6M	31.12.10	30.06.11	20.01.12	dans 3M	dans 6M	31.12.10	30.06.11	20.01.12	dans 3M	dans 6M
ETATS-UNIS	134	146	114	125	120	171	151	41	45	45	305	297	155	170	165
CANADA	83	81	66	75	70	113	128	12	15	15	196	209	78	90	85
AUSTRALIE	18	34	55	75	70	52	16	-135	-125	-135	70	50	-80	-50	-65
NOUVELLE-ZELANDE	114	108	52	60	60	158	142	79	90	80	272	250	132	150	140
JAPON	74	71	64	65	65	33	38	25	25	25	107	109	89	90	90
EURO / ALLEMAGNE	106	74	103	125	115	99	92	-18	-5	0	205	166	86	120	115
EURO / FRANCE	123	68	122	140	130	129	138	86	105	105	252	206	209	245	235
EURO / ITALIE	88	70	110	125	115	304	278	417	445	420	392	348	527	570	535
EURO / ESPAGNE	68	78	136	165	155	392	334	313	305	300	460	412	449	470	455
ROYAUME-UNI	134	134	105	125	115	159	137	7	0	15	293	271	111	125	130
DANEMARK	100	86	96	120	115	111	118	-8	5	10	211	204	88	125	125
SUEDE	58	27	58	85	75	83	34	-134	-140	-120	141	61	-76	-55	-45
SUISSE	47	53	53	30	45	93	109	18	51	36	140	162	71	81	81

TAUX DE RENDEMENT 'ESPERES' : OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Monnaie de référence : CHF

20.1.2012

	<u>Obligations à 5 ans</u>										<u>Obligations à 10 ans</u>									
	Horizon 3 mois					Horizon 6 mois					Horizon 3 mois					Horizon 6 mois				
	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.
ETATS-UNIS	0.22	0.11	0.33	-0.19	0.14	0.44	0.32	0.76	-0.46	0.30	0.50	-0.73	-0.22	-0.19	-0.41	1.01	0.14	1.15	-0.46	0.68
CANADA	0.35	0.14	0.48	-0.48	0.00	0.69	0.13	0.82	-1.05	-0.23	0.51	-0.52	-0.01	-0.48	-0.49	1.02	-0.08	0.94	-1.05	-0.11
AUSTRALIE	0.87	-0.37	0.50	-1.32	-0.82	1.73	-0.35	1.38	-2.64	-1.26	1.00	-2.22	-1.22	-1.29	-2.51	2.01	-1.80	0.21	-2.61	-2.40
NOUVELLE-ZELANDE	0.85	-0.37	0.49	-0.74	-0.25	1.71	0.06	1.77	-1.52	0.24	0.99	-1.26	-0.28	-0.74	-1.01	1.97	-0.47	1.50	-1.52	-0.02
JAPON	0.09	-0.03	0.06	-0.14	-0.08	0.17	-0.03	0.15	-0.13	0.01	0.25	-0.10	0.14	-0.14	0.01	0.49	-0.10	0.39	-0.13	0.26
EURO / ALLEMAGNE	0.22	0.61	0.83	-0.30	0.54	0.44	0.36	0.80	-0.76	0.05	0.48	-0.74	-0.26	-0.29	-0.55	0.96	-0.29	0.67	-0.75	-0.09
EURO / FRANCE	0.47	0.16	0.64	-0.30	0.34	0.94	0.15	1.10	-0.76	0.34	0.78	-1.15	-0.37	-0.29	-0.67	1.56	-0.32	1.23	-0.76	0.47
EURO / ITALIE	1.30	-0.24	1.06	-0.30	0.76	2.60	0.75	3.35	-0.77	2.57	1.57	-1.46	0.11	-0.29	-0.18	3.15	1.00	4.14	-0.78	3.36
EURO / ESPAGNE	1.04	1.27	2.31	-0.30	2.01	2.08	1.41	3.48	-0.78	2.71	1.38	0.04	1.42	-0.30	1.12	2.75	1.13	3.88	-0.78	3.10
ROYAUME-UNI	0.26	0.50	0.76	-0.29	0.48	0.53	0.03	0.56	-0.66	-0.10	0.53	-0.85	-0.32	-0.28	-0.60	1.05	-0.83	0.22	-0.66	-0.43
DANEMARK	0.21	0.47	0.68	-0.28	0.41	0.43	0.23	0.65	-0.64	0.01	0.45	-1.21	-0.76	-0.27	-1.03	0.91	-1.19	-0.28	-0.64	-0.92
SUEDE	0.30	0.88	1.17	-0.69	0.49	0.60	0.39	0.99	-1.36	-0.37	0.44	-0.71	-0.27	-0.68	-0.94	0.89	-0.70	0.19	-1.35	-1.16
SUISSE	0.06	-1.37	-1.31	0.00	-1.31	0.13	-0.64	-0.51	0.00	-0.51	0.20	-0.60	-0.41	0.00	-0.41	0.39	-0.59	-0.20	0.00	-0.20

NB Taux de rendement 'espérés' non-annualisés sur des obligations à 5 et 10 ans, exprimés en monnaie locale et dans la monnaie de référence avec couverture du risque de change.

Rev. = revenu provenant du coupon / Gain cap. = gain (+) ou perte (-) en capital / R.M.L. = taux de rendement espéré en monnaie locale.

Hdg. = coût / produit de la couverture du risque de change / R.M.B. = taux de rendement espéré dans la monnaie base, après couverture du risque de change.

SURPLUS DE RENDEMENT 'ESPERES' PAR RAPPORT AU PLACEMENT MONETAIRE : OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Monnaie de référence : CHF

20.01.2012

	<u>Obligations à 5 ans</u>								<u>Obligations à 10 ans</u>							
	Horizon 3 mois				Horizon 6 mois				Horizon 3 mois				Horizon 6 mois			
	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.
ETATS-UNIS	0.12	0.21	0.02	0.12	0.40	0.36	0.04	0.26	0.12	-0.34	0.02	-0.43	0.40	0.75	0.04	0.64
CANADA	0.32	0.17	0.02	-0.02	0.84	-0.02	0.04	-0.27	0.32	-0.33	0.02	-0.51	0.84	0.10	0.04	-0.15
AUSTRALIE	1.20	-0.70	0.02	-0.83	2.46	-1.08	0.04	-1.30	1.20	-2.42	0.02	-2.53	2.46	-2.25	0.04	-2.44
NOUVELLE-ZELANDE	0.66	-0.17	0.02	-0.27	1.46	0.31	0.04	0.20	0.66	-0.93	0.02	-1.03	1.46	0.04	0.04	-0.06
JAPON	0.02	0.03	0.02	-0.10	0.11	0.03	0.04	-0.03	0.02	0.12	0.02	-0.01	0.11	0.28	0.04	0.22
EURO / ALLEMAGNE	0.26	0.57	0.02	0.52	0.69	0.11	0.04	0.01	0.26	-0.52	0.02	-0.57	0.69	-0.03	0.04	-0.13
EURO / FRANCE	0.26	0.38	0.02	0.32	0.69	0.40	0.04	0.30	0.26	-0.63	0.02	-0.68	0.69	0.54	0.04	0.43
EURO / ITALIE	0.26	0.80	0.02	0.75	0.69	2.65	0.04	2.53	0.26	-0.14	0.02	-0.20	0.69	3.45	0.04	3.32
EURO / ESPAGNE	0.26	2.05	0.02	1.99	0.69	2.79	0.04	2.67	0.26	1.16	0.02	1.10	0.69	3.19	0.04	3.06
ROYAUME-UNI	0.25	0.52	0.02	0.46	0.64	-0.08	0.04	-0.14	0.25	-0.57	0.02	-0.62	0.64	-0.42	0.04	-0.47
DANEMARK	0.23	0.45	0.02	0.39	0.62	0.03	0.04	-0.03	0.23	-0.99	0.02	-1.05	0.62	-0.90	0.04	-0.96
SUEDE	0.63	0.54	0.02	0.47	1.30	-0.32	0.04	-0.41	0.63	-0.90	0.02	-0.96	1.30	-1.11	0.04	-1.20
SUISSE	0.02	-1.33	0.02	-1.33	0.04	-0.55	0.04	-0.55	0.02	-0.43	0.02	-0.43	0.04	-0.24	0.04	-0.24

NB Surplus de rendement non-annualisés sur des obligations d'échéances 5 et 10 ans, exprimés en monnaie locale et en monnaie de référence avec couverture du risque de change.

Cash loc. = rendement non-annualisé d'un placement monétaire en monnaie locale / S.R.M.L = Surplus (+) ou déficit (-) de rendement par rapport à un placement monétaire, en monnaie locale.

Cash réf. = rendement non-annualisé d'un placement monétaire dans la monnaie de référence.

S.R.M.B. = surplus (+) ou déficit (-) de rendement d'un investissement obligataire "hedgé" par rapport à un dépôt dans la monnaie de référence.

TAUX DE RENDEMENT 'ESPERES' : OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Monnaie de référence : EUR

20.1.2012

	<u>Obligations à 5 ans</u>										<u>Obligations à 10 ans</u>									
	Horizon 3 mois					Horizon 6 mois					Horizon 3 mois					Horizon 6 mois				
	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.
ETATS-UNIS	0.22	0.11	0.33	0.06	0.39	0.44	0.32	0.76	0.19	0.95	0.50	-0.73	-0.22	0.06	-0.16	1.01	0.14	1.15	0.19	1.34
CANADA	0.35	0.14	0.48	-0.23	0.26	0.69	0.13	0.82	-0.39	0.42	0.51	-0.52	-0.01	-0.22	-0.24	1.02	-0.08	0.94	-0.39	0.54
AUSTRALIE	0.87	-0.37	0.50	-1.07	-0.57	1.73	-0.35	1.38	-1.99	-0.61	1.00	-2.22	-1.22	-1.05	-2.26	2.01	-1.80	0.21	-1.97	-1.76
NOUVELLE-ZELANDE	0.85	-0.37	0.49	-0.49	0.00	1.71	0.06	1.77	-0.87	0.90	0.99	-1.26	-0.28	-0.48	-0.76	1.97	-0.47	1.50	-0.87	0.64
JAPON	0.09	-0.03	0.06	0.12	0.18	0.17	-0.03	0.15	0.52	0.67	0.25	-0.10	0.14	0.12	0.26	0.49	-0.10	0.39	0.52	0.92
EURO / ALLEMAGNE	0.22	0.61	0.83	0.00	0.83	0.44	0.36	0.80	0.00	0.80	0.48	-0.74	-0.26	0.00	-0.26	0.96	-0.29	0.67	0.00	0.67
EURO / FRANCE	0.47	0.16	0.64	0.00	0.64	0.94	0.15	1.10	0.00	1.10	0.78	-1.15	-0.37	0.00	-0.37	1.56	-0.32	1.23	0.00	1.23
EURO / ITALIE	1.30	-0.24	1.06	0.00	1.06	2.60	0.75	3.35	0.00	3.35	1.57	-1.46	0.11	0.00	0.11	3.15	1.00	4.14	0.00	4.14
EURO / ESPAGNE	1.04	1.27	2.31	0.00	2.31	2.08	1.41	3.48	0.00	3.48	1.38	0.04	1.42	0.00	1.42	2.75	1.13	3.88	0.00	3.88
ROYAUME-UNI	0.26	0.50	0.76	-0.03	0.73	0.53	0.03	0.56	-0.01	0.56	0.53	-0.85	-0.32	-0.03	-0.35	1.05	-0.83	0.22	-0.01	0.22
DANEMARK	0.21	0.47	0.68	-0.02	0.66	0.43	0.23	0.65	0.01	0.66	0.45	-1.21	-0.76	-0.02	-0.78	0.91	-1.19	-0.28	0.01	-0.27
SUEDE	0.30	0.88	1.17	-0.43	0.74	0.60	0.39	0.99	-0.71	0.28	0.44	-0.71	-0.27	-0.42	-0.69	0.89	-0.70	0.19	-0.70	-0.51
SUISSE	0.06	-1.37	-1.31	0.20	-1.12	0.13	-0.64	-0.51	0.54	0.03	0.20	-0.60	-0.41	0.20	-0.21	0.39	-0.59	-0.20	0.54	0.34

NB Taux de rendement 'espérés' non-annualisés sur des obligations à 5 et 10 ans, exprimés en monnaie locale et dans la monnaie de référence avec couverture du risque de change.

Rev. = revenu provenant du coupon / Gain cap. = gain (+) ou perte (-) en capital / R.M.L. = taux de rendement espéré en monnaie locale.

Hdg. = coût / produit de la couverture du risque de change / R.M.B. = taux de rendement espéré dans la monnaie base, après couverture du risque de change.

SURPLUS DE RENDEMENT 'ESPERES' PAR RAPPORT AU PLACEMENT MONETAIRE : OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Monnaie de référence : EUR

20.01.2012

	<u>Obligations à 5 ans</u>								<u>Obligations à 10 ans</u>							
	Horizon 3 mois				Horizon 6 mois				Horizon 3 mois				Horizon 6 mois			
	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.
ETATS-UNIS	0.12	0.21	0.26	0.13	0.40	0.36	0.69	0.26	0.12	-0.34	0.26	-0.42	0.40	0.75	0.69	0.65
CANADA	0.32	0.17	0.26	0.00	0.84	-0.02	0.69	-0.27	0.32	-0.33	0.26	-0.49	0.84	0.10	0.69	-0.15
AUSTRALIE	1.20	-0.70	0.26	-0.82	2.46	-1.08	0.69	-1.31	1.20	-2.42	0.26	-2.52	2.46	-2.25	0.69	-2.45
NOUVELLE-ZELANDE	0.66	-0.17	0.26	-0.25	1.46	0.31	0.69	0.20	0.66	-0.93	0.26	-1.02	1.46	0.04	0.69	-0.06
JAPON	0.02	0.03	0.26	-0.08	0.11	0.03	0.69	-0.03	0.02	0.12	0.26	0.01	0.11	0.28	0.69	0.22
EURO / ALLEMAGNE	0.26	0.57	0.26	0.58	0.69	0.11	0.69	0.11	0.26	-0.52	0.26	-0.51	0.69	-0.03	0.69	-0.03
EURO / FRANCE	0.26	0.38	0.26	0.38	0.69	0.40	0.69	0.40	0.26	-0.63	0.26	-0.63	0.69	0.54	0.69	0.54
EURO / ITALIE	0.26	0.80	0.26	0.80	0.69	2.65	0.69	2.65	0.26	-0.14	0.26	-0.14	0.69	3.45	0.69	3.45
EURO / ESPAGNE	0.26	2.05	0.26	2.05	0.69	2.79	0.69	2.79	0.26	1.16	0.26	1.16	0.69	3.19	0.69	3.19
ROYAUME-UNI	0.25	0.52	0.26	0.48	0.64	-0.08	0.69	-0.14	0.25	-0.57	0.26	-0.61	0.64	-0.42	0.69	-0.48
DANEMARK	0.23	0.45	0.26	0.41	0.62	0.03	0.69	-0.03	0.23	-0.99	0.26	-1.04	0.62	-0.90	0.69	-0.96
SUEDE	0.63	0.54	0.26	0.49	1.30	-0.32	0.69	-0.41	0.63	-0.90	0.26	-0.95	1.30	-1.11	0.69	-1.21
SUISSE	0.02	-1.33	0.26	-1.37	0.04	-0.55	0.69	-0.67	0.02	-0.43	0.26	-0.47	0.04	-0.24	0.69	-0.35

NB Surplus de rendement non-annualisés sur des obligations d'échéances 5 et 10 ans, exprimés en monnaie locale et en monnaie de référence avec couverture du risque de change.

Cash loc. = rendement non-annualisé d'un placement monétaire en monnaie locale / S.R.M.L = Surplus (+) ou déficit (-) de rendement par rapport à un placement monétaire, en monnaie locale.

Cash réf. = rendement non-annualisé d'un placement monétaire dans la monnaie de référence.

S.R.M.B. = surplus (+) ou déficit (-) de rendement d'un investissement obligataire "hedgé" par rapport à un dépôt dans la monnaie de référence.

TAUX DE RENDEMENT 'ESPERES' : OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES
Monnaie de référence : USD
20.1.2012

	<u>Obligations à 5 ans</u>										<u>Obligations à 10 ans</u>									
	<u>Horizon 3 mois</u>					<u>Horizon 6 mois</u>					<u>Horizon 3 mois</u>					<u>Horizon 6 mois</u>				
	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.
ETATS-UNIS	0.22	0.11	0.33	0.00	0.33	0.44	0.32	0.76	0.00	0.76	0.50	-0.73	-0.22	0.00	-0.22	1.01	0.14	1.15	0.00	1.15
CANADA	0.35	0.14	0.48	-0.34	0.14	0.69	0.13	0.82	-0.69	0.13	0.51	-0.52	-0.01	-0.34	-0.35	1.02	-0.08	0.94	-0.69	0.25
AUSTRALIE	0.87	-0.37	0.50	-1.18	-0.68	1.73	-0.35	1.38	-2.28	-0.90	1.00	-2.22	-1.22	-1.16	-2.37	2.01	-1.80	0.21	-2.26	-2.05
NOUVELLE-ZELANDE	0.85	-0.37	0.49	-0.60	-0.11	1.71	0.06	1.77	-1.16	0.60	0.99	-1.26	-0.28	-0.60	-0.87	1.97	-0.47	1.50	-1.16	0.34
JAPON	0.09	-0.03	0.06	0.00	0.06	0.17	-0.03	0.15	0.23	0.37	0.25	-0.10	0.14	0.00	0.15	0.49	-0.10	0.39	0.23	0.62
EURO / ALLEMAGNE	0.22	0.61	0.83	-0.16	0.68	0.44	0.36	0.80	-0.40	0.41	0.48	-0.74	-0.26	-0.15	-0.41	0.96	-0.29	0.67	-0.39	0.27
EURO / FRANCE	0.47	0.16	0.64	-0.16	0.48	0.94	0.15	1.10	-0.40	0.70	0.78	-1.15	-0.37	-0.15	-0.53	1.56	-0.32	1.23	-0.40	0.83
EURO / ITALIE	1.30	-0.24	1.06	-0.16	0.90	2.60	0.75	3.35	-0.41	2.94	1.57	-1.46	0.11	-0.15	-0.04	3.15	1.00	4.14	-0.41	3.74
EURO / ESPAGNE	1.04	1.27	2.31	-0.16	2.15	2.08	1.41	3.48	-0.41	3.08	1.38	0.04	1.42	-0.16	1.26	2.75	1.13	3.88	-0.41	3.48
ROYAUME-UNI	0.26	0.50	0.76	-0.15	0.62	0.53	0.03	0.56	-0.30	0.26	0.53	-0.85	-0.32	-0.14	-0.47	1.05	-0.83	0.22	-0.30	-0.08
DANEMARK	0.21	0.47	0.68	-0.14	0.55	0.43	0.23	0.65	-0.28	0.37	0.45	-1.21	-0.76	-0.14	-0.89	0.91	-1.19	-0.28	-0.28	-0.56
SUEDE	0.30	0.88	1.17	-0.55	0.63	0.60	0.39	0.99	-1.00	-0.01	0.44	-0.71	-0.27	-0.54	-0.81	0.89	-0.70	0.19	-0.99	-0.80
SUISSE	0.06	-1.37	-1.31	0.08	-1.23	0.13	-0.64	-0.51	0.25	-0.27	0.20	-0.60	-0.41	0.08	-0.32	0.39	-0.59	-0.20	0.25	0.05

NB Taux de rendement 'espérés' non-annualisés sur des obligations à 5 et 10 ans, exprimés en monnaie locale et dans la monnaie de référence avec couverture du risque de change.

Rev. = revenu provenant du coupon / Gain cap. = gain (+) ou perte (-) en capital / R.M.L. = taux de rendement espéré en monnaie locale.

Hdg. = coût / produit de la couverture du risque de change / R.M.B. = taux de rendement espéré dans la monnaie base, après couverture du risque de change.

SURPLUS DE RENDEMENT 'ESPERES' PAR RAPPORT AU PLACEMENT MONETAIRE : OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Monnaie de référence : USD

20.01.2012

	<u>Obligations à 5 ans</u>								<u>Obligations à 10 ans</u>							
	Horizon 3 mois				Horizon 6 mois				Horizon 3 mois				Horizon 6 mois			
	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.
ETATS-UNIS	0.12	0.21	0.12	0.21	0.40	0.36	0.40	0.36	0.12	-0.34	0.12	-0.34	0.40	0.75	0.40	0.75
CANADA	0.32	0.17	0.12	0.03	0.84	-0.02	0.40	-0.27	0.32	-0.33	0.12	-0.46	0.84	0.10	0.40	-0.15
AUSTRALIE	1.20	-0.70	0.12	-0.79	2.46	-1.08	0.40	-1.30	1.20	-2.42	0.12	-2.49	2.46	-2.25	0.40	-2.45
NOUVELLE-ZELANDE	0.66	-0.17	0.12	-0.23	1.46	0.31	0.40	0.20	0.66	-0.93	0.12	-0.99	1.46	0.04	0.40	-0.06
JAPON	0.02	0.03	0.12	-0.06	0.11	0.03	0.40	-0.03	0.02	0.12	0.12	0.03	0.11	0.28	0.40	0.22
EURO / ALLEMAGNE	0.26	0.57	0.12	0.56	0.69	0.11	0.40	0.01	0.26	-0.52	0.12	-0.53	0.69	-0.03	0.40	-0.13
EURO / FRANCE	0.26	0.38	0.12	0.36	0.69	0.40	0.40	0.30	0.26	-0.63	0.12	-0.64	0.69	0.54	0.40	0.43
EURO / ITALIE	0.26	0.80	0.12	0.79	0.69	2.65	0.40	2.54	0.26	-0.14	0.12	-0.16	0.69	3.45	0.40	3.34
EURO / ESPAGNE	0.26	2.05	0.12	2.03	0.69	2.79	0.40	2.68	0.26	1.16	0.12	1.15	0.69	3.19	0.40	3.07
ROYAUME-UNI	0.25	0.52	0.12	0.50	0.64	-0.08	0.40	-0.14	0.25	-0.57	0.12	-0.58	0.64	-0.42	0.40	-0.48
DANEMARK	0.23	0.45	0.12	0.43	0.62	0.03	0.40	-0.03	0.23	-0.99	0.12	-1.01	0.62	-0.90	0.40	-0.96
SUEDE	0.63	0.54	0.12	0.51	1.30	-0.32	0.40	-0.41	0.63	-0.90	0.12	-0.92	1.30	-1.11	0.40	-1.20
SUISSE	0.02	-1.33	0.12	-1.34	0.04	-0.55	0.40	-0.67	0.02	-0.43	0.12	-0.44	0.04	-0.24	0.40	-0.35

NB Surplus de rendement non-annualisés sur des obligations d'échéances 5 et 10 ans, exprimés en monnaie locale et en monnaie de référence avec couverture du risque de change.

Cash loc. = rendement non-annualisé d'un placement monétaire en monnaie locale / S.R.M.L = Surplus (+) ou déficit (-) de rendement par rapport à un placement monétaire, en monnaie locale.

Cash réf. = rendement non-annualisé d'un placement monétaire dans la monnaie de référence.

S.R.M.B. = surplus (+) ou déficit (-) de rendement d'un investissement obligataire "hedgé" par rapport à un dépôt dans la monnaie de référence.

DYNAGEST S.A.

12, quai de la Poste

C.P. 5262

1211 Genève 11

Tel : +41 (0)22 593 55 55

Fax : +41 (0)22 593 55 50

L'information reproduite dans ce document provient de sources soigneusement sélectionnées, réputées fiables; nous ne pouvons toutefois pas en garantir l'exactitude. L'opinion exprimée dans ce document (y compris les estimations/prévisions) est celle de notre département de recherche et est sujette à modification sans avertissement. Ce document ne constitue pas une offre ou une proposition d'achat ou de vente de titres; il n'est pas destiné et ne doit pas être distribué à la clientèle privée. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite et diffusée sans une autorisation écrite de Dynagest S.A.