

Perspectives économiques à la rentrée 2011

Anton Brender

CCFI, 21 septembre 2011

ensemble, à l'essentiel

Asset Management
DEXIA

Environnement global (I)

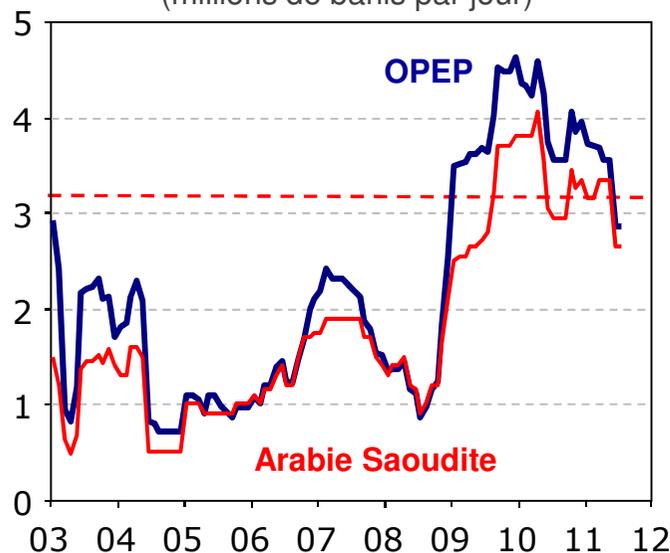
Des vents contraires ont freiné l'activité au premier semestre 2011

De mi-2010 au printemps 2011, le prix du pétrole a augmenté et n'a que peu baissé pendant l'été

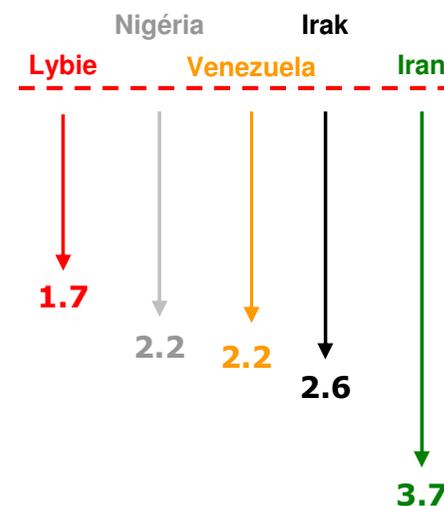
Prix du pétrole
(Brent, \$ par baril)



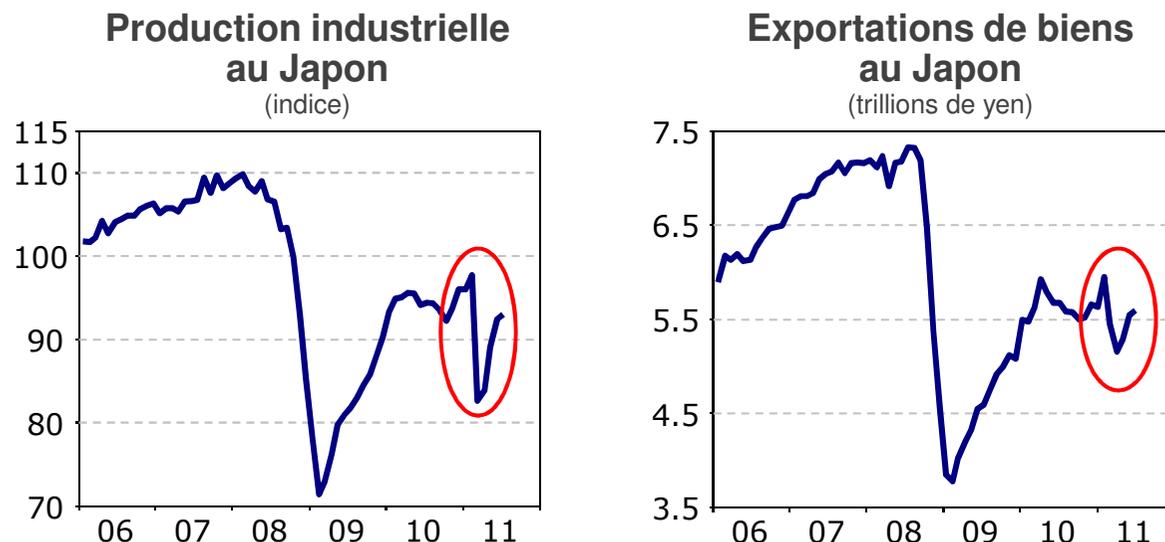
Capacités disponibles de l'OPEP...
(millions de barils par jour)



... et sources possibles de rupture de production
(millions de barils par jour)

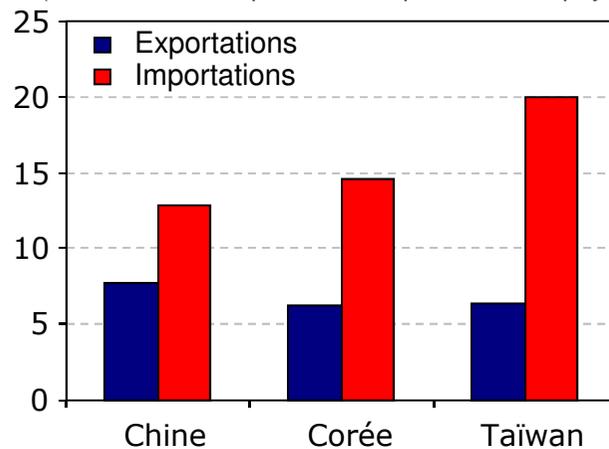


En mars 2011, la production industrielle mondiale a été affectée par le tremblement de terre au Japon



Part du commerce avec le Japon

(% du total des exportations/importations du pays)

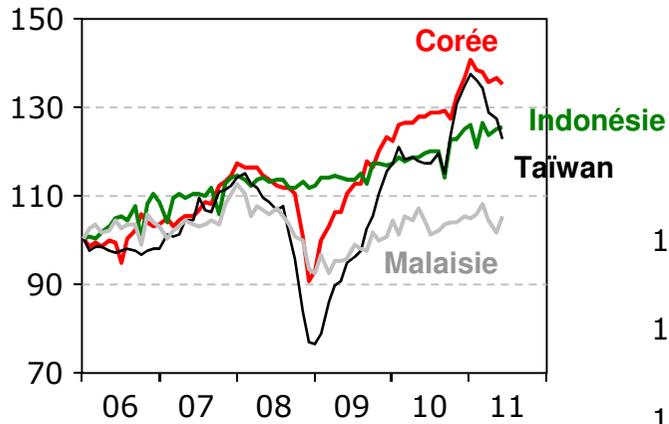


La croissance mondiale a perdu de sa vigueur

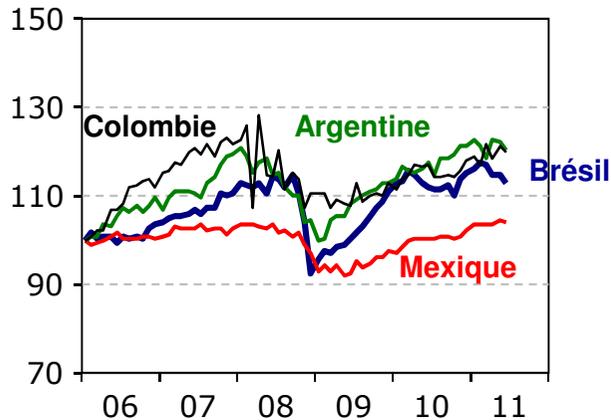
Production industrielle

(Janvier 2006 = 100)

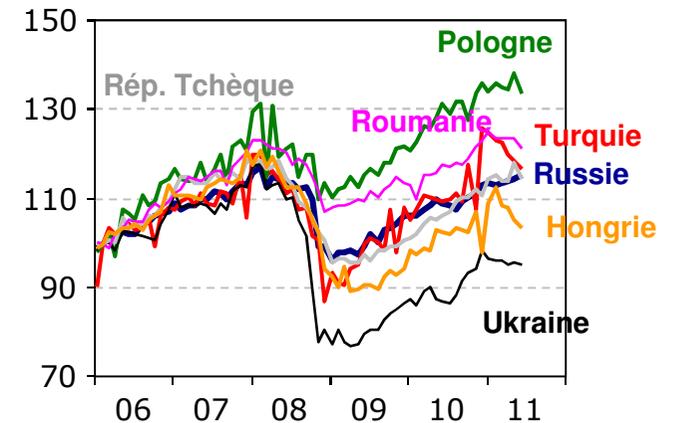
Asie émergente



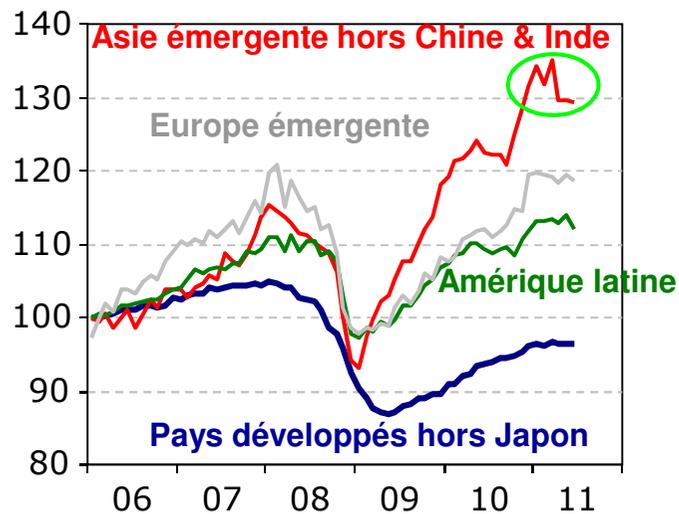
Amérique latine



Europe émergente



Monde



Jusqu'à présent, les enquêtes PMI dans les pays émergents n'indiquent pas de ré-accélération de la croissance

Exhibit 18: Chinese manufacturing PMI



Exhibit 19: Brazilian manufacturing PMI

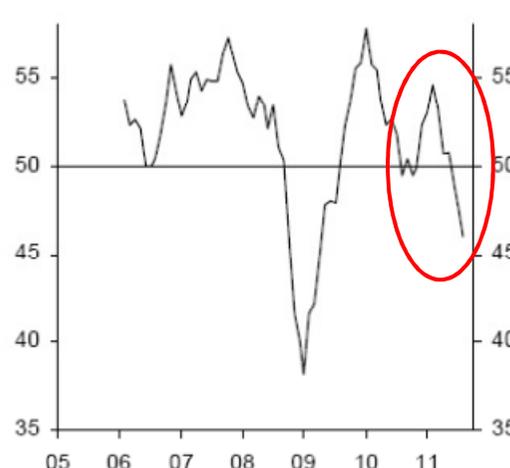


Exhibit 20: Russian manufacturing PMI



Exhibit 21: Indian manufacturing PMI

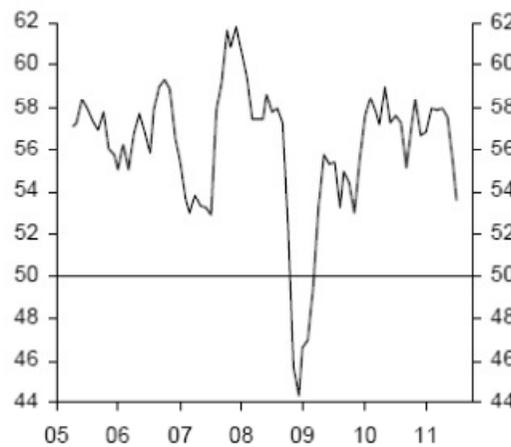
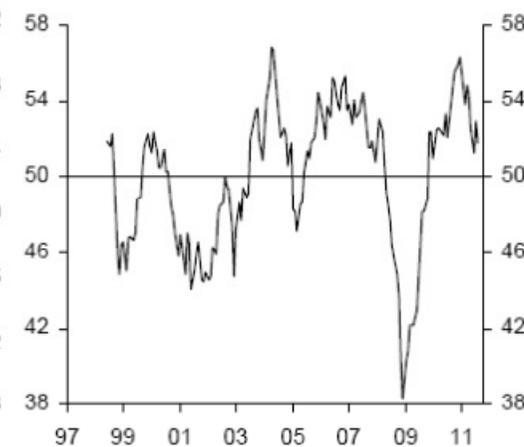


Exhibit 22: South Korean manufacturing PMI



Exhibit 23: Polish manufacturing PMI

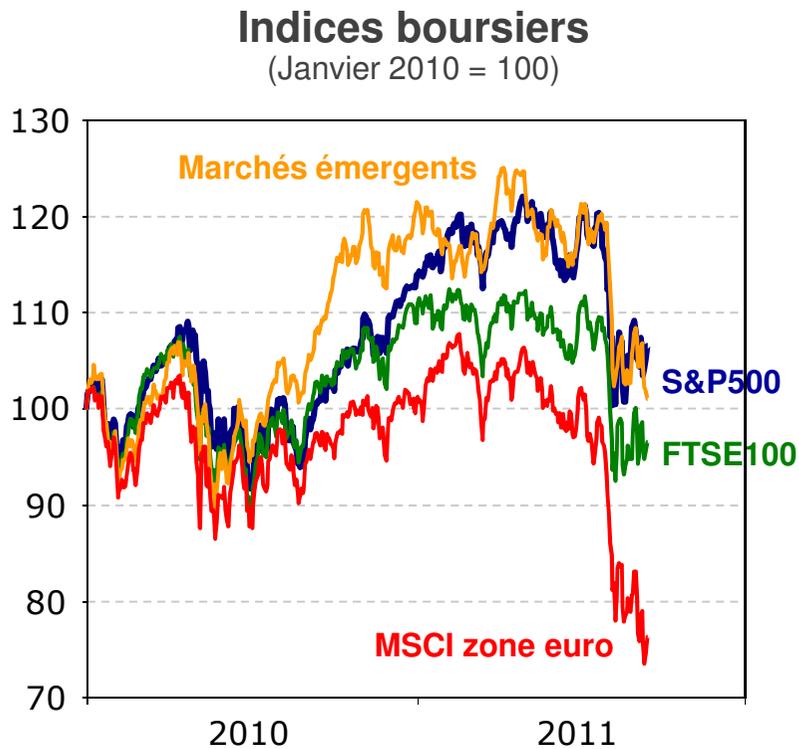


Note: Markit PMI is the CLSA PMI. Source: Markit Economics, NBS, CLIC, Credit Suisse. India data is through July

Environnement global (II)

Pendant l'été, l'environnement financier
a évolué de façon dramatique

Le débat sur le relèvement du plafond de la dette américaine et la crise de la dette souveraine dans la zone euro ont provoqué un choc sur les marchés...



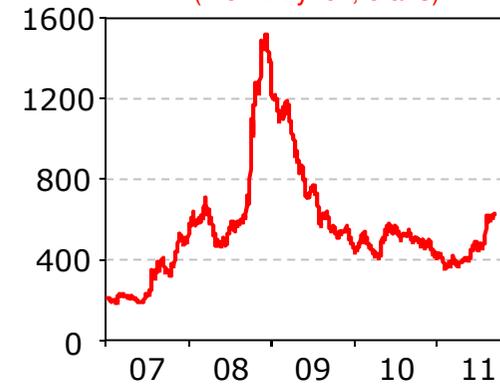
Primes de risque

(points de base)

Etats-Unis

Obligations à haut rendement

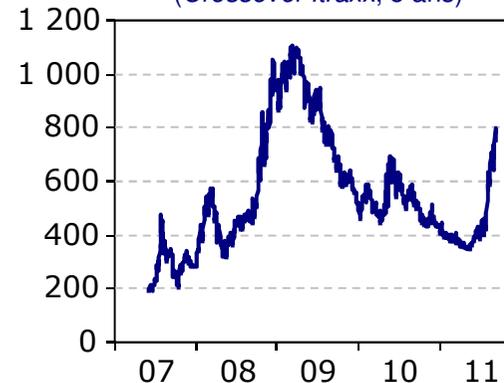
(Merrill Lynch, 5 ans)



Zone euro

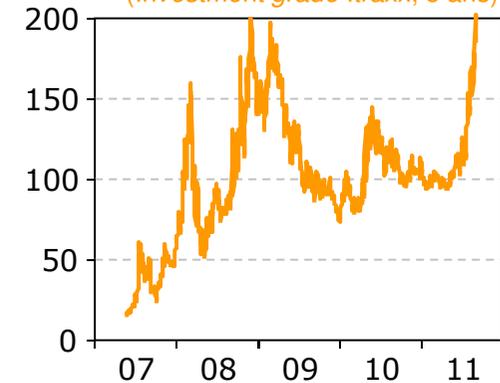
Entreprises les plus risquées

(Crossover Itraxx, 5 ans)



Entreprises les mieux notées

(Investment grade Itraxx, 5 ans)



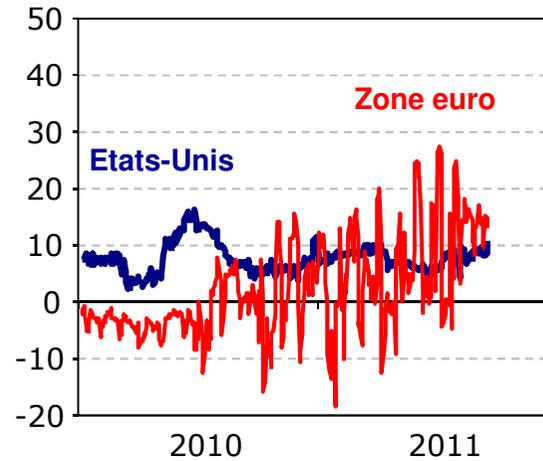
Asset Management

DEXIA

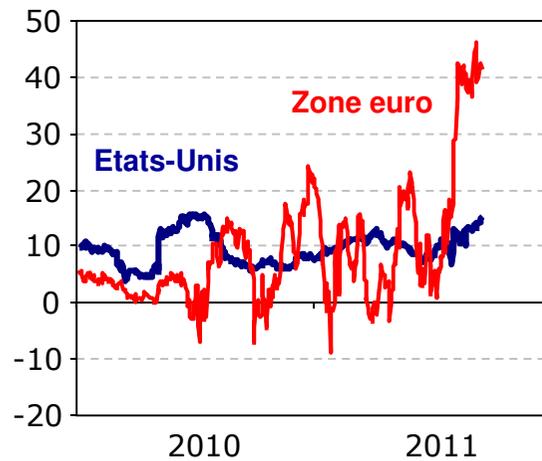
... et des tensions sont réapparues sur le marché interbancaire

Taux interbancaire moins taux OIS (points de base)

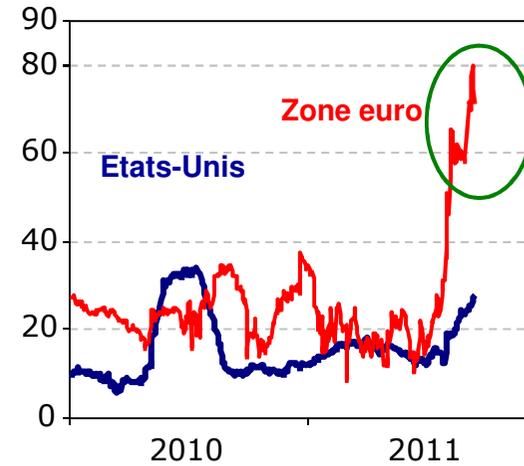
1 semaine



1 mois



3 mois



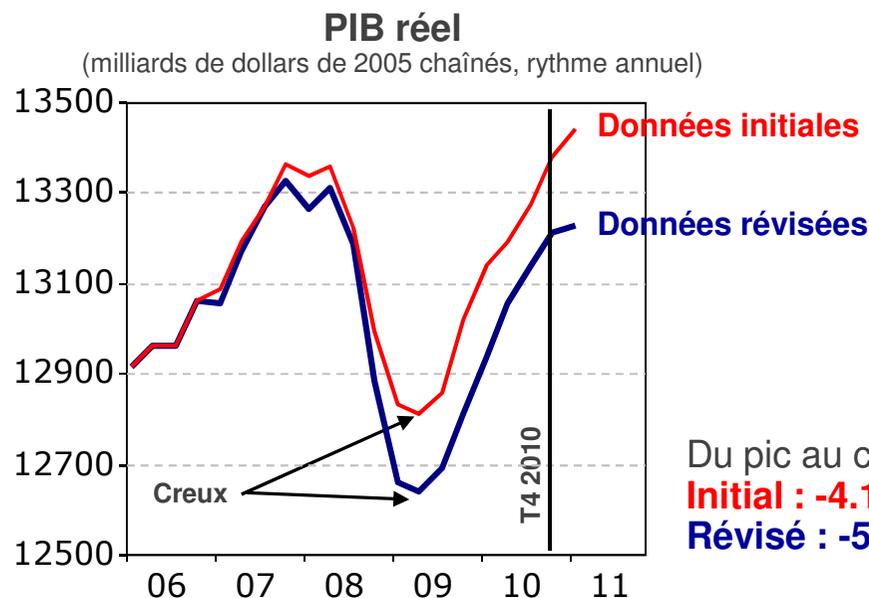
Etats-Unis

La confiance vient de baisser dangereusement...

Les révisions annuelles du PIB ont été importantes et indiquent que la récession a été plus profonde qu'initialement estimé

Pendant la crise, le PIB a baissé plus qu'initialement estimé...

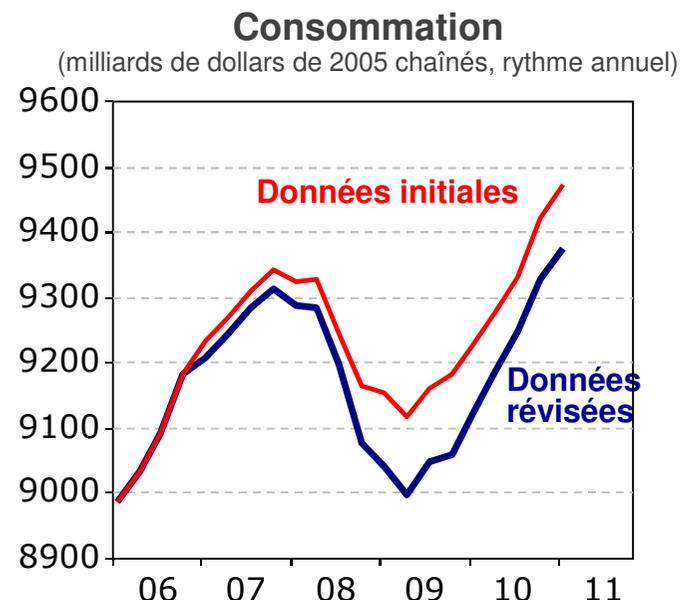
... essentiellement à cause d'une plus faible consommation des ménages



Du pic au creux :
Initial : -4.1%
Révisé : -5.1%

Du creux à T4 2010
Initial : +4.5%
Révisé : +4.5%

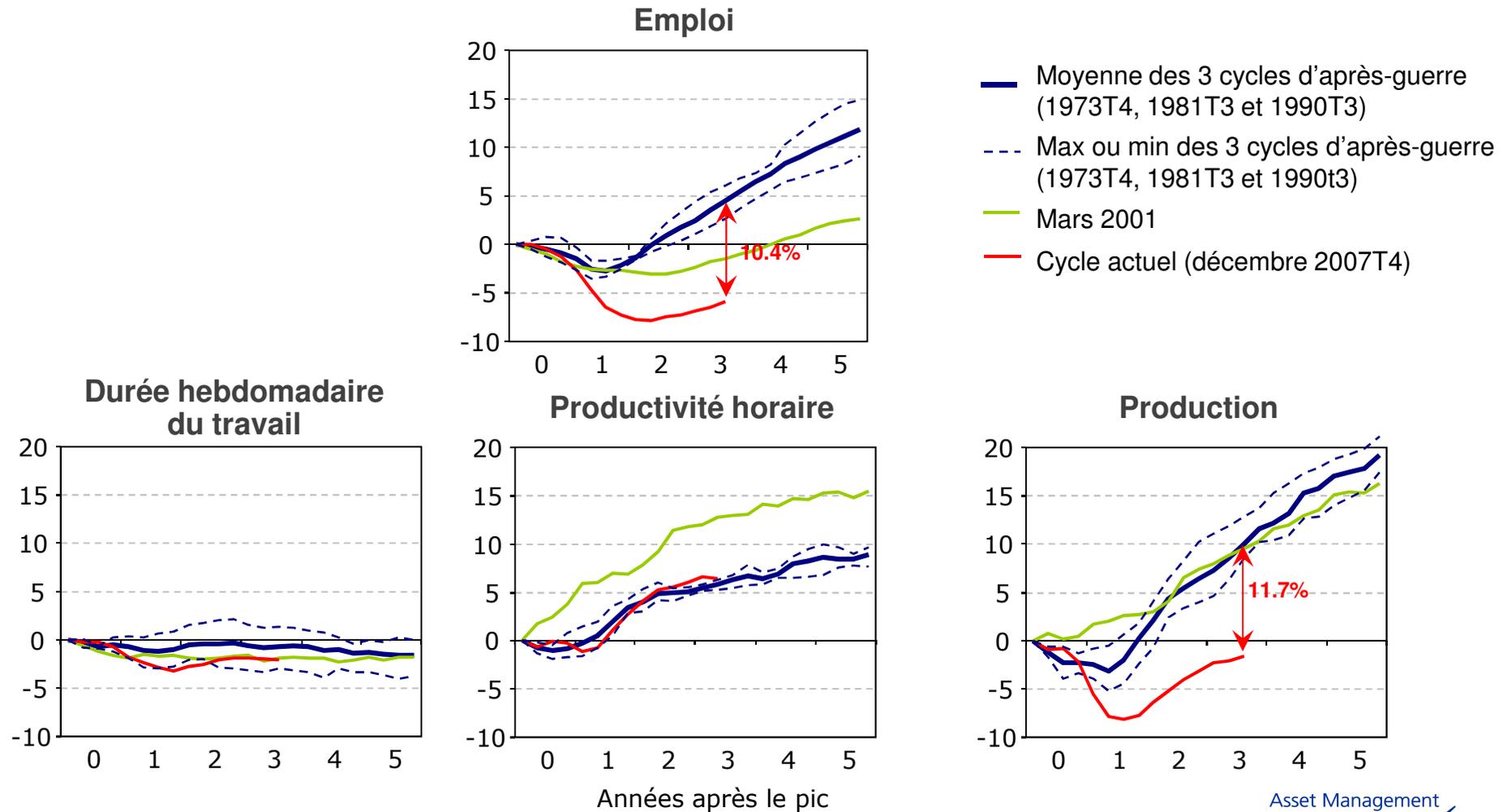
	PIB initial	PIB révisé
2007	1.9%	1.8%
2008	0.0%	-0.3%
2009	-2.6%	-3.5%
2010	2.9%	3.0%



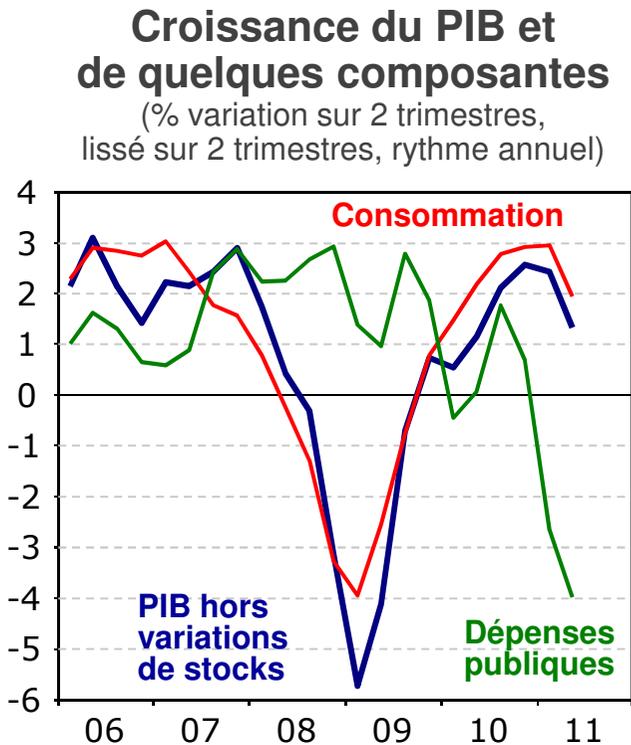
En tenant compte de ces révisions, le comportement du marché du travail semble désormais terriblement normal!

Comportement de l'emploi et de la productivité dans les cycles d'après-guerre

(% variation à partir du pic, secteur productif non agricole)

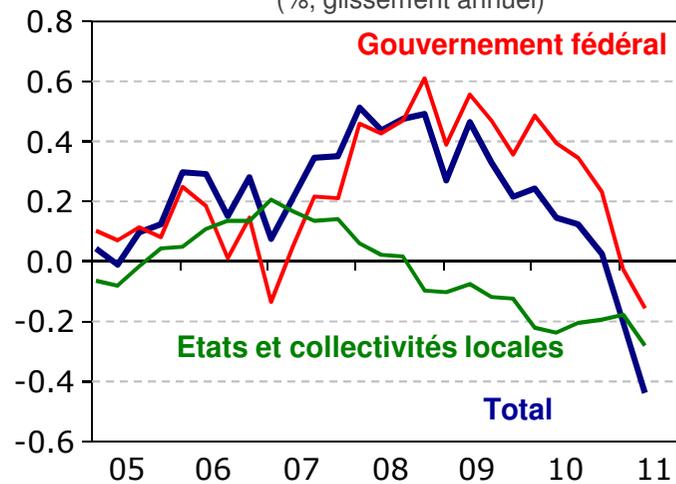


L'activité a sensiblement ralenti sur le début de l'année 2011, largement en raison de la baisse des dépenses publiques et d'une consommation plus faible



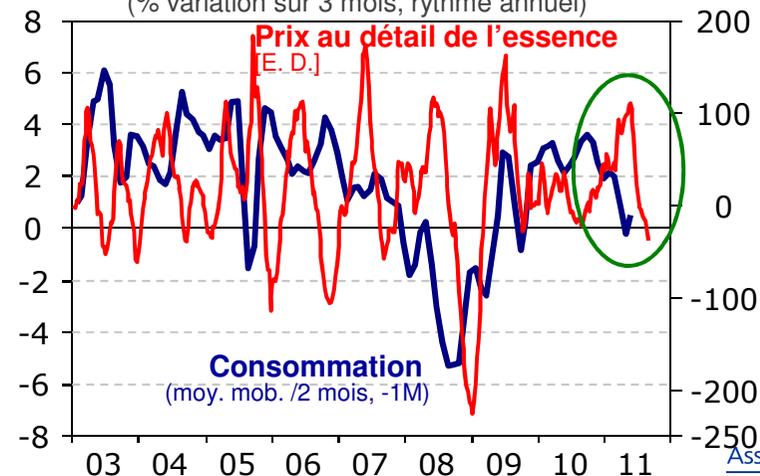
Contribution des dépenses publiques à la croissance

(%, glissement annuel)



Prix de l'essence et consommation

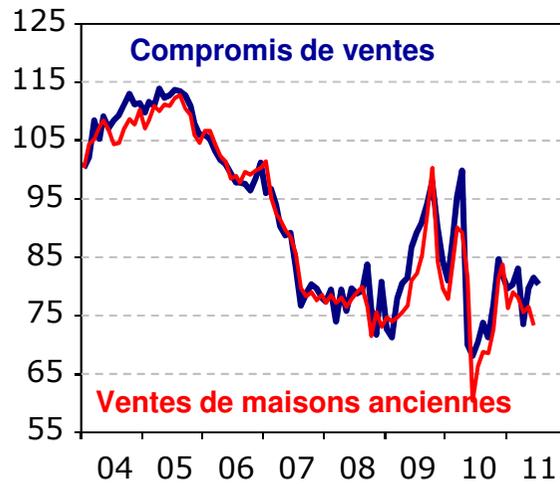
(% variation sur 3 mois, rythme annuel)



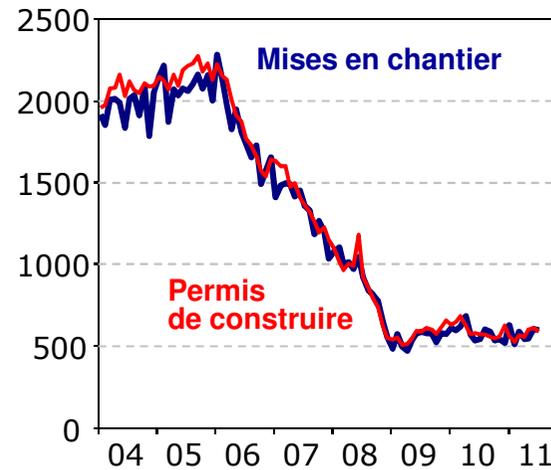
Le marché de l'immobilier résidentiel est resté déprimé...

Marché de l'immobilier

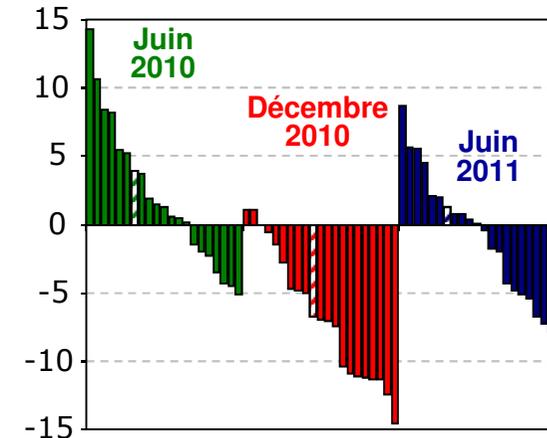
Ventes de maisons anciennes et compromis de ventes
(2004 = 100)



Mises en chantier et permis de construire
(milliers, rythme annuel)



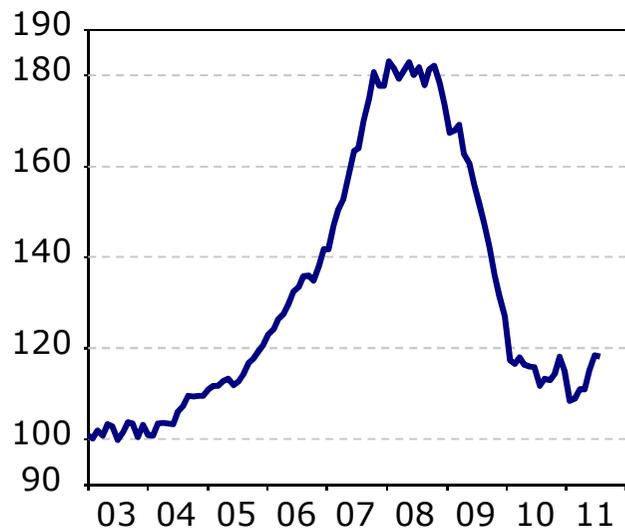
Prix immobiliers par grandes agglomérations
(%, variation sur 3 mois en rythme annuel, indice Case Shiller)



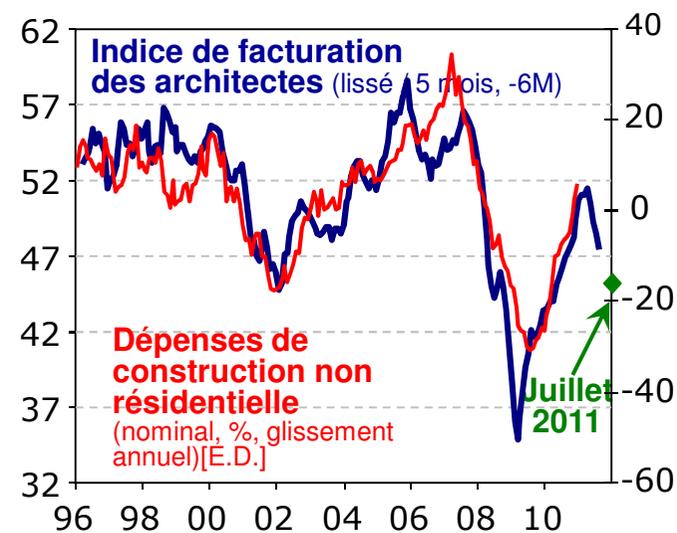
... comme l'activité de construction non résidentielle

Construction non résidentielle

(2003 = 100)



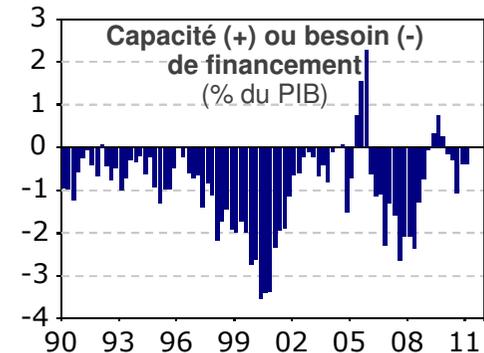
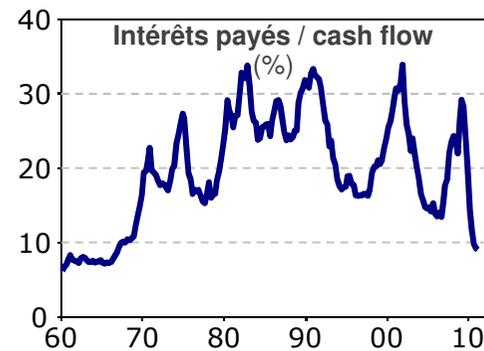
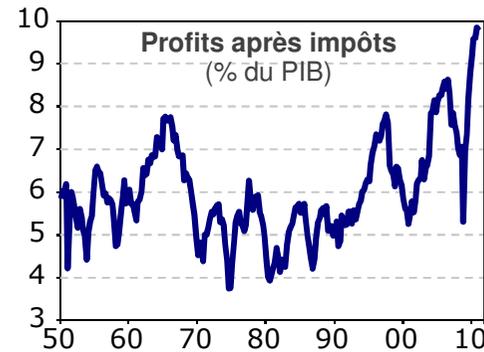
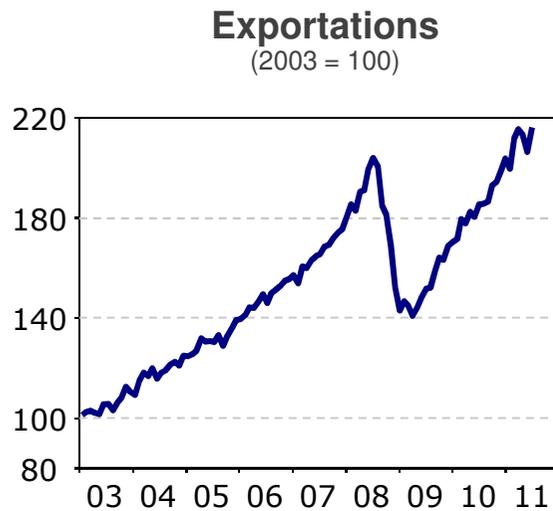
Indice de facturation des architectes



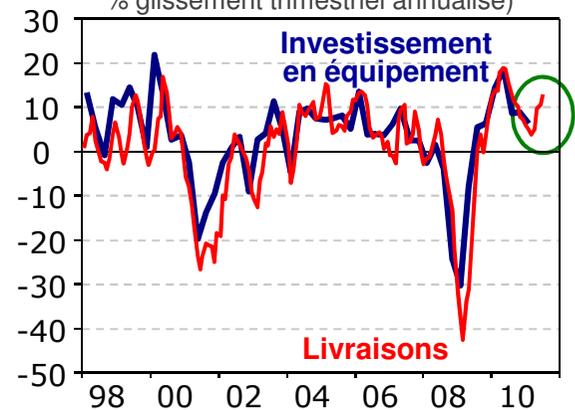
Selon les professionnels, la baisse des dépenses en 2011 s'explique par des prêteurs réticents à financer de nouveaux projets, la baisse des dépenses publiques, un surinvestissement passé, un marché de l'immobilier résidentiel déprimé et les hausses de coûts de certains matériaux.

Comme attendu, les exportations et l'investissement en équipement ont été les principaux moteurs de la croissance

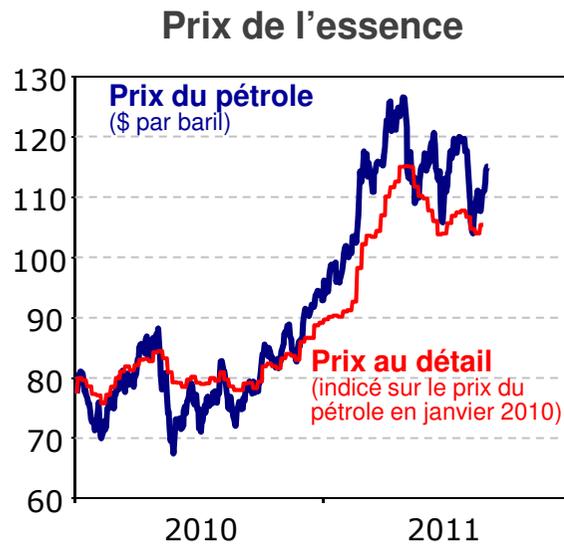
Santé financière des sociétés non financières



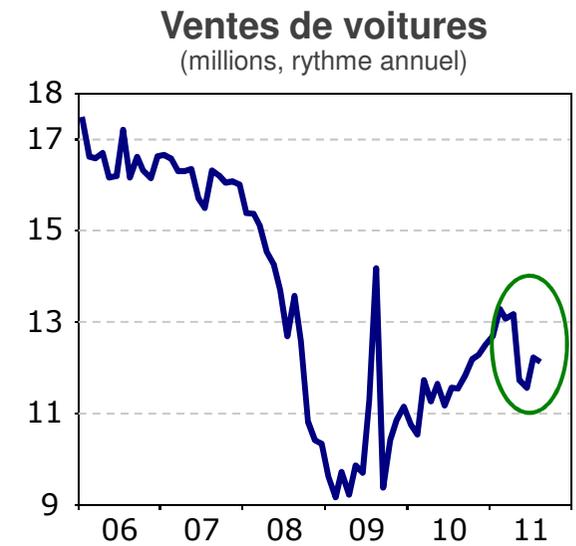
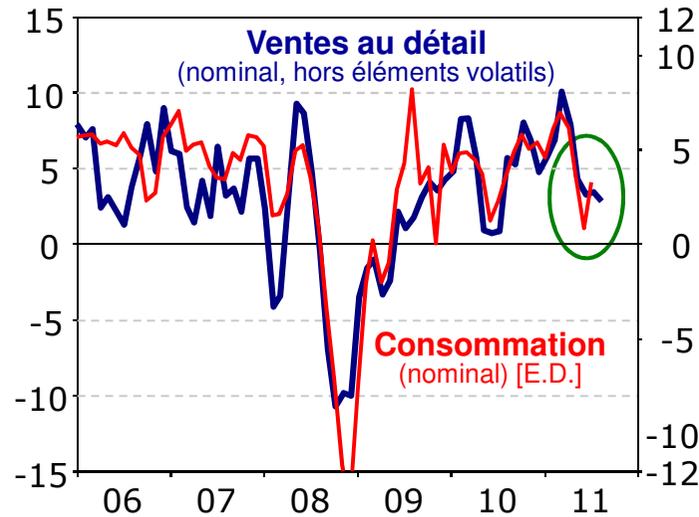
Investissement en équipement (hors défense et aéronautique, % glissement trimestriel annualisé)



Avec l'arrêt de la hausse du prix de l'essence, les indicateurs de ventes au détail se sont améliorés



Consommation et ventes au détail (% variation sur 3 mois, rythme annuel)

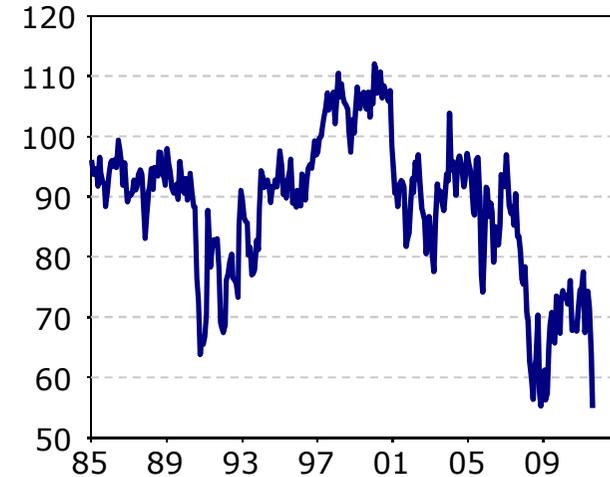


Dans ce contexte, le débat sur le plafond de la dette et la dégradation de la note de l'Etat américain ont déprimé les marchés et la confiance

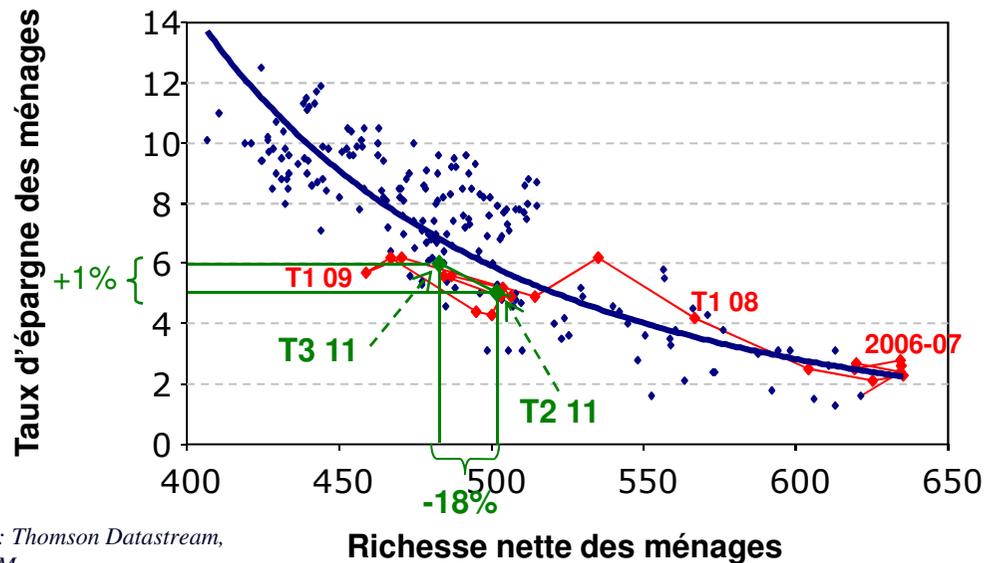
Richesse boursière de ménages et S&P500



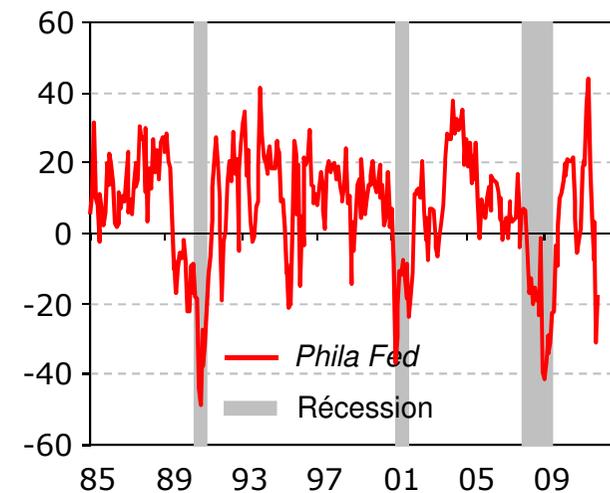
Confiance des ménages
(Indice Michigan)



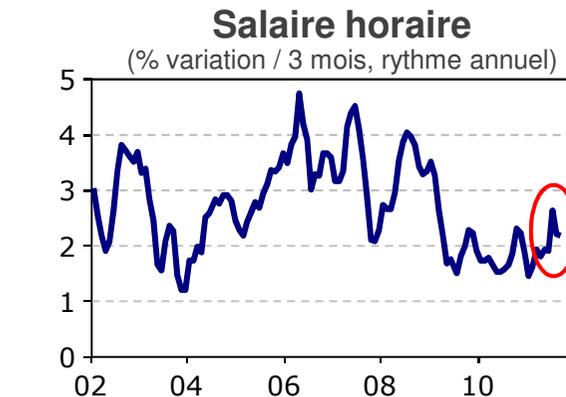
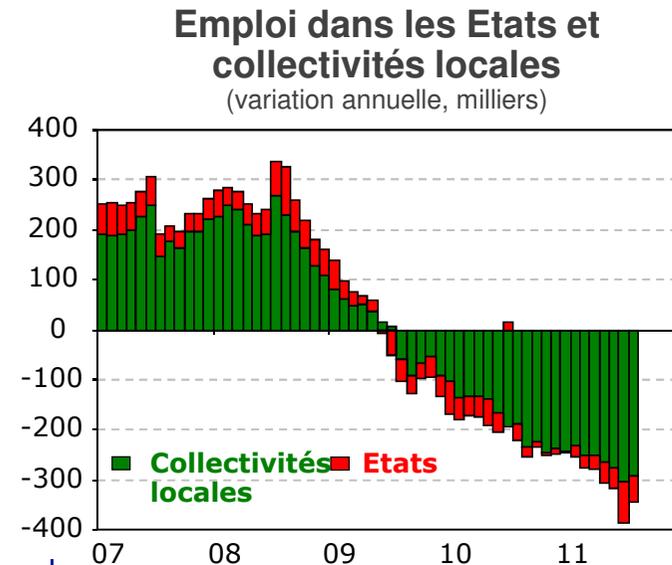
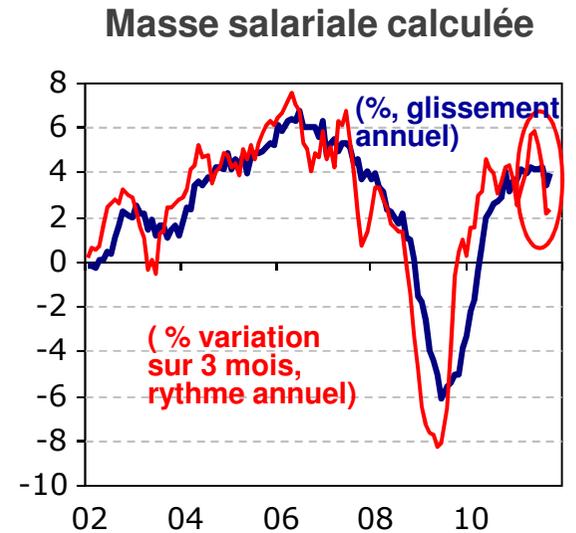
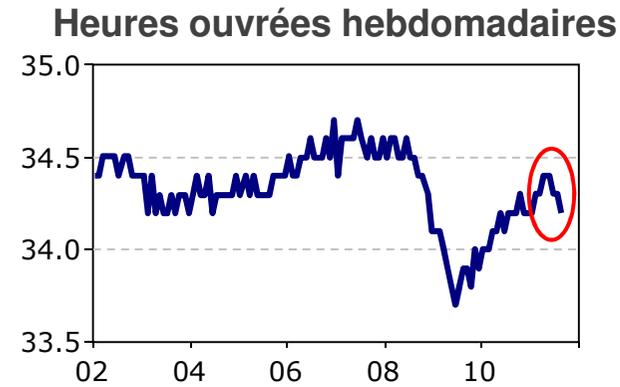
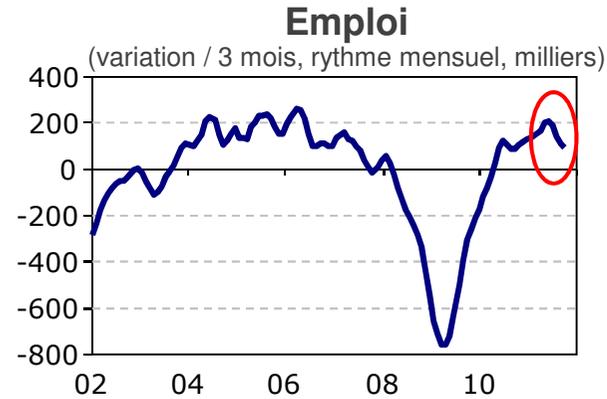
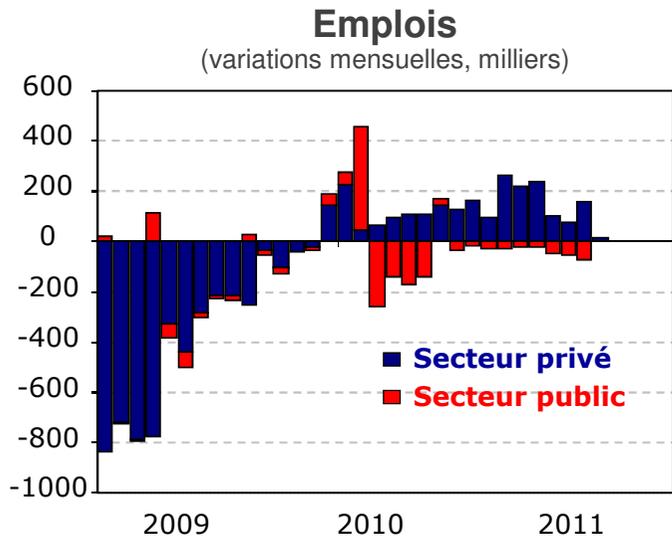
Richesse et épargne des ménages
(% du revenu disponible)



Enquête de la Fed de Philadelphie



Si la masse salariale ne ré-accélère pas rapidement, la reprise risque de caler



L'accord sur le relèvement du plafond de la dette ne change pas vraiment l'ampleur de la restriction fiscale attendue pour 2012...

2012

Expiration programmée des plus grandes mesures de soutien budgétaire

Coût

Impact sur le PIB

La baisse des cotisations sociales des salariés de 2% votée l'année passée pour 2011 doit expirer à la fin de l'année.

\$110 mds
(0.7% du PIB)

\$74 mds
(0.5% du PIB)

Les entreprises ne pourront plus déduire que 50% de leurs investissements en 2012, au lieu de 100%.

\$25 mds
(0.2% du PIB)

\$0 mds
(~0% du PIB)

Le plan de relance ARRA expire largement en 2012 avec notamment l'arrêt des transferts aux Etats et collectivités locales et la réduction des dépenses d'investissement en infrastructures.

\$125 mds
(0.8% du PIB)

\$108 mds
(0.7% du PIB)

L'extension des indemnités chômage (à 99 semaines) doit s'arrêter le 3 janvier 2012.

\$50 mds
(0.3% du PIB)

\$45 mds
(0.3% du PIB)

Mesures supplémentaires dans le cadre de l'accord sur la dette.

\$30 mds
(0.2% du PIB)

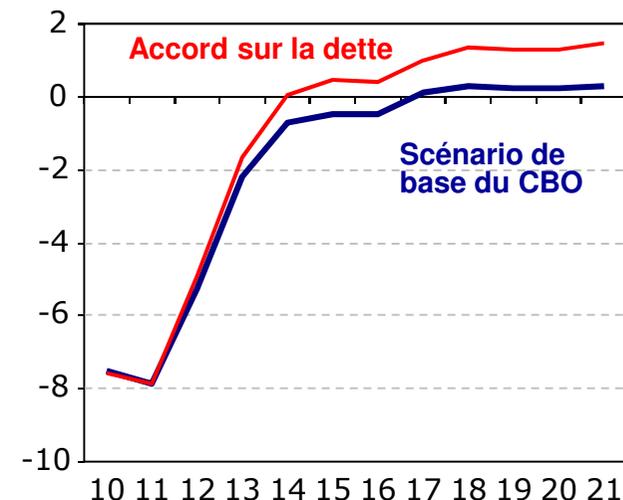
\$30 mds
(0.2% du PIB)

Total

\$340 mds
(2.2% du PIB)

\$257 mds
(1.7% du PIB)

Déficit primaire (% du PIB)



... mais il réduit considérablement l'espoir d'un supplément de stimulation (I)

L'accord relève en trois étapes le plafond de la dette d'un montant compris entre 2100 et 2400 milliards de dollars, ce qui est suffisant pour faire face aux besoins de financement de l'Etat fédéral jusqu'en 2013 :

- La **première étape** (déjà franchie) et la **seconde** (qui devrait automatiquement l'être très bientôt) permettent de relever le plafond de 900 milliards de dollars (les différentes parties s'étant mises d'accord sur 917 milliards de baisse des dépenses sur les 10 prochaines années).
- La **troisième** étape (janvier 2012) ajoutera 1200 milliards de dollars lorsque le comité mixte paritaire se sera mis d'accord sur des économies du même montant*. Cette somme serait augmentée, dollar pour dollar, à hauteur des économies réalisées au delà de 1200 milliards de dollars et jusqu'à 1500 milliards de dollars.

→ Un nouveau plan de stimulation fiscale ne semble possible que si le comité mixte paritaire se met d'accord sur plus de 1200 milliards de dollars d'économies.

(*) Si aucun accord n'est trouvé, une seconde vague de baisses de dépenses sera automatiquement mise en œuvre. Ces baisses seront également réparties entre les dépenses de défense et les dépenses non militaires. Cette dernière catégorie exclut notons-le les grands programmes sociaux à l'exception de Medicare.

Source : <http://www.nytimes.com/interactive/2011/07/22/us/politics/20110722-comparing-deficit-reduction-plans.html?ref=politics#panel/11th-hour-deal>

... mais il réduit considérablement l'espoir
d'un supplément de stimulation (II)

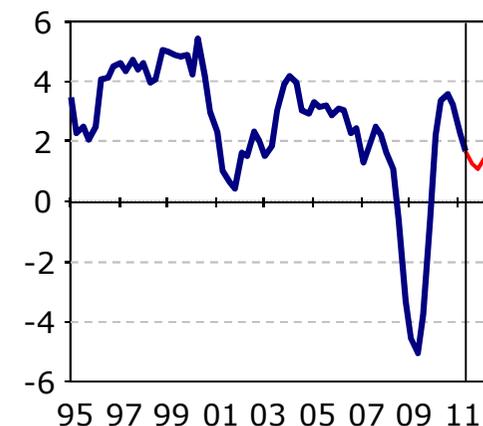
American Jobs Act	
Program	\$bn
Tax cuts	70
Reduce employer payroll taxes & bonus cut for new jobs	65
Extend 100% expensing	5
Infrastructure and state and local support	140
Teacher rehiring and first responders	35
Modernizing schools	30
Immediate surface transportation	50
Infrastructure bank	10
Rehabilitation of vacant property	15
National wireless initiative	0
Veterans hiring initiative	n.a.
Unemployment relief	62
UI extension	49
Jobs tax credit for long term unemployed	8
Pathways back to work fund	5
Cutting employee payroll taxes in half	175
TOTAL	447

Dans notre scénario favorable, qui repose sur une remontée progressive de la Bourse, la croissance se situerait autour de 1,5% en 2011 et 2012

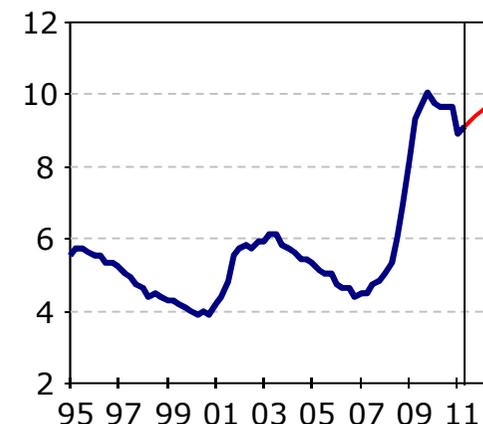
Croissance du PIB aux Etats-Unis

(%, rythme annuel)	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Consommation	2.6	3.6	2.1	0.4	2.3	-0.6	-1.9	2.0	1.9	1.4
Investissement	2.4	7.4	2.0	8.4	-2.0	-7.5	-18.7	7.0	4.7	2.4
- Résidentiel	-27.7	2.5	-2.5	3.4	-18.7	-23.9	-22.2	-4.3	-3.5	1.7
- Equipement	14.2	8.0	8.7	7.8	3.3	-4.3	-16.0	14.6	8.0	2.5
- Structures	4.2	10.6	-14.4	15.8	14.1	6.4	-21.2	-15.8	2.4	2.7
Variation des stocks (contribution)	0.8	-1.6	0.3	-0.3	-0.2	-0.5	-0.8	1.6	-0.2	-0.2
Gouvernement	1.0	-2.8	-5.9	-0.9	1.3	2.6	1.7	0.7	-2.2	-1.8
Balance commerciale (contribution)	-1.1	-0.7	-1.4	0.1	0.6	1.2	1.0	-0.5	0.2	0.8
- Exportations	10.0	7.8	7.9	3.1	9.3	6.1	-9.4	11.3	7.4	6.9
- Importations	12.3	-2.3	8.3	1.9	2.4	-2.7	-13.6	12.5	4.4	0.9
PIB	2.5	2.3	0.4	1.0	1.9	-0.3	-3.5	3.0	1.6	1.6

Croissance du PIB
(%, glissement annuel)



Taux de chômage
(%)

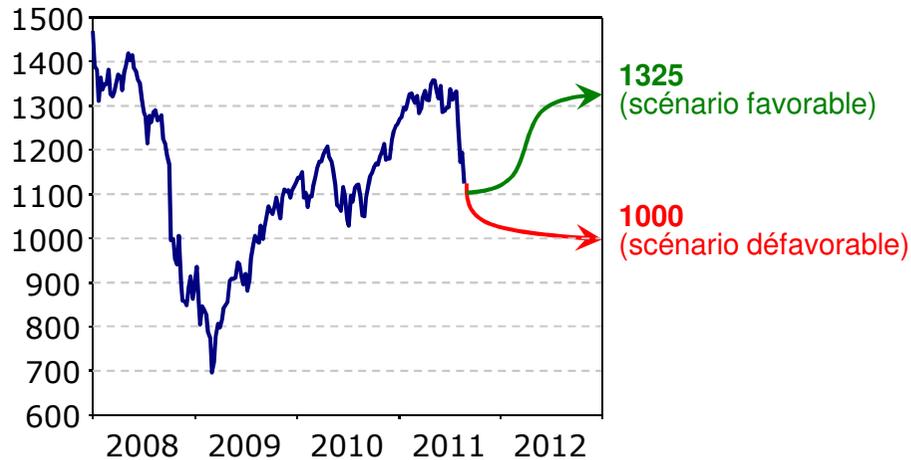


Asset Management

DEXIA

On peut bien sûr facilement être plus pessimiste !

S&P 500



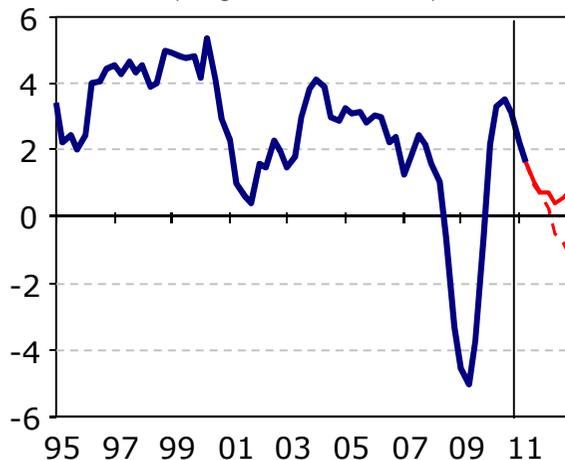
Qu'est-ce qui pourrait permettre à la Bourse de revenir vers 1300 début 2012 ?

- Des indicateurs avancés qui s'améliorent rapidement.

- Un « *policy-mix* » plus favorable:
 - la Fed lance un QE3;
 - Obama réussit finalement à faire passer un nouveau plan de relance

- L'environnement extérieur résiste :
 - la croissance des émergents reste soutenue
 - la crise européenne est contenue

Croissance du PIB
(%, glissement annuel)



Taux de chômage
(%)

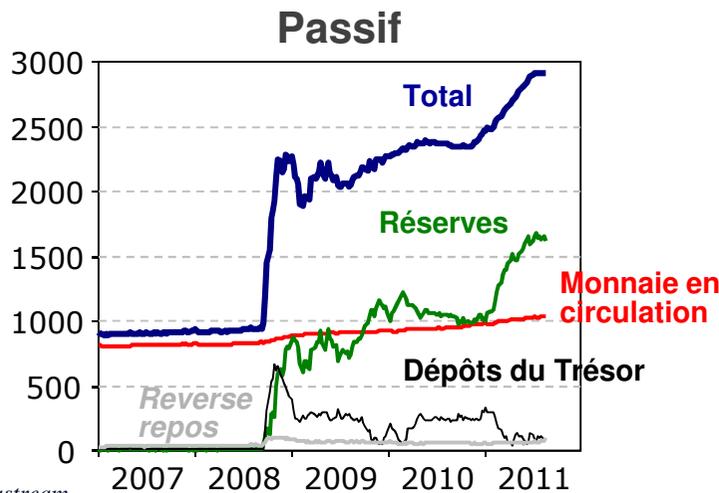
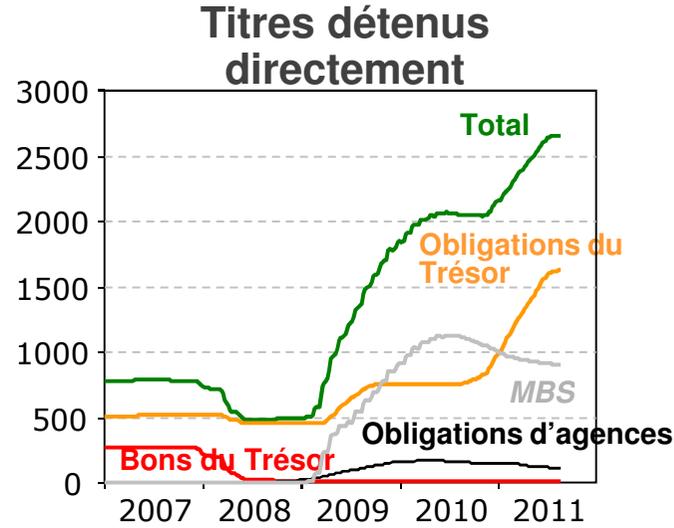
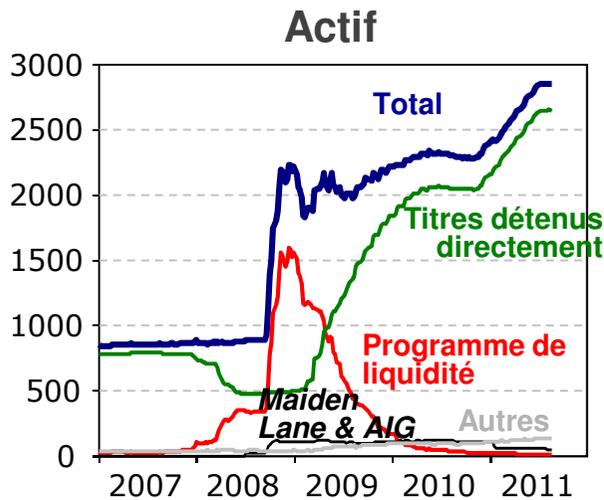


— Effet de la seule baisse de la Bourse - - - Scénario défavorable

Dans tous les cas, les taux longs resteront bas longtemps

Bilan de la Réserve fédérale

(milliards de dollars)



Taux d'intérêt du Trésor à 10 ans et contrat futures des fonds fédéraux (%)

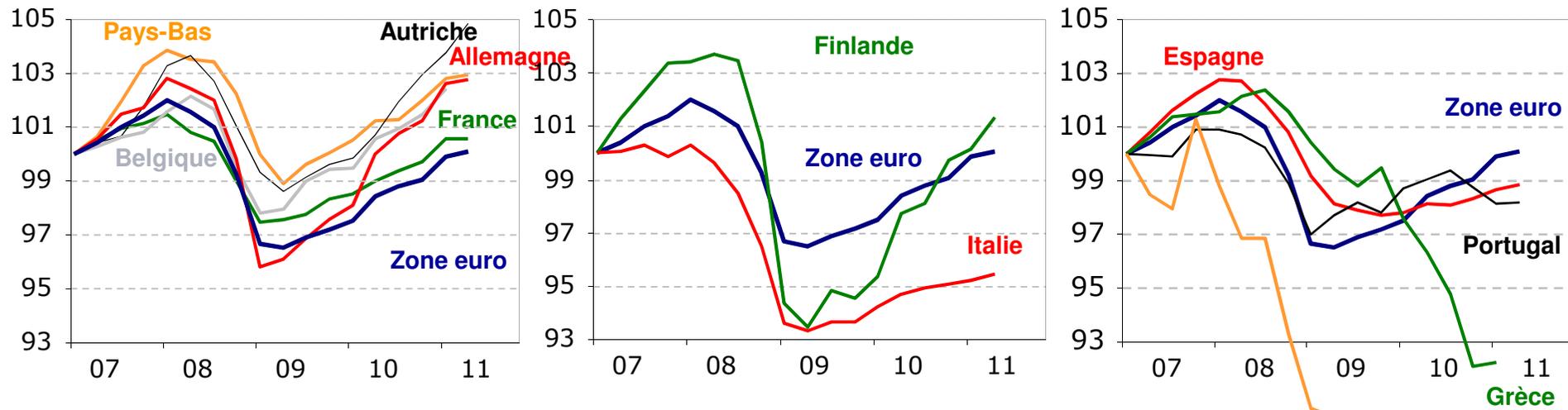


Zone euro :

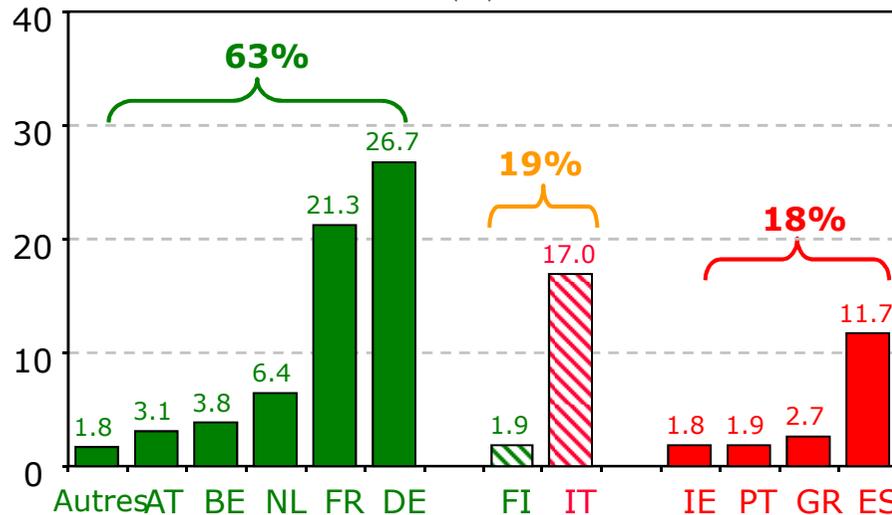
*La crise de la dette souveraine est loin d'être contenue,
l'activité ralentit*

Depuis la crise, l'activité des pays de la zone euro a connu des évolutions dramatiquement divergentes

PIB réel
(T1 2007 = 100)



Part dans le PIB de la Zone euro
(%)



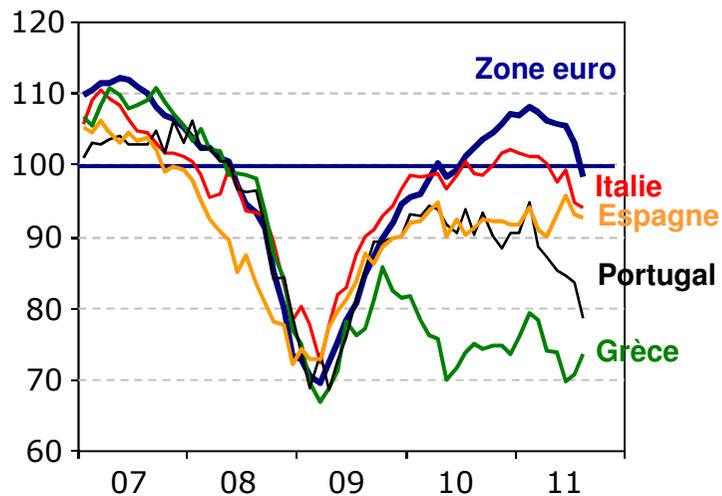
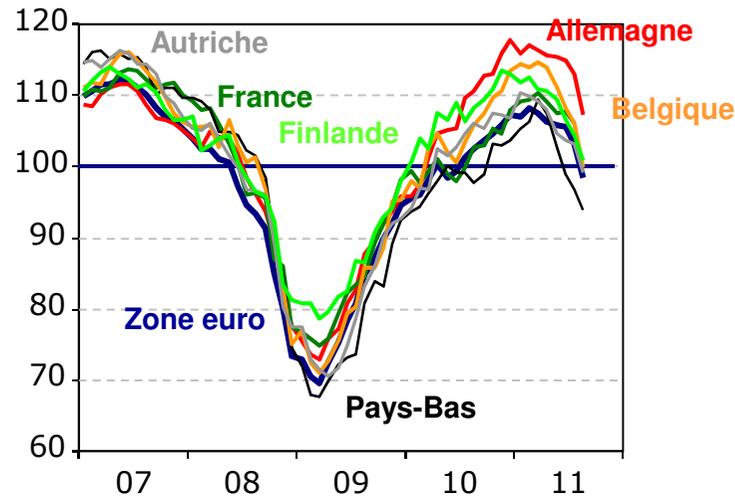
Ajustement fiscal sévère et éventuellement dégonflement de la bulle immobilière

Asset Management

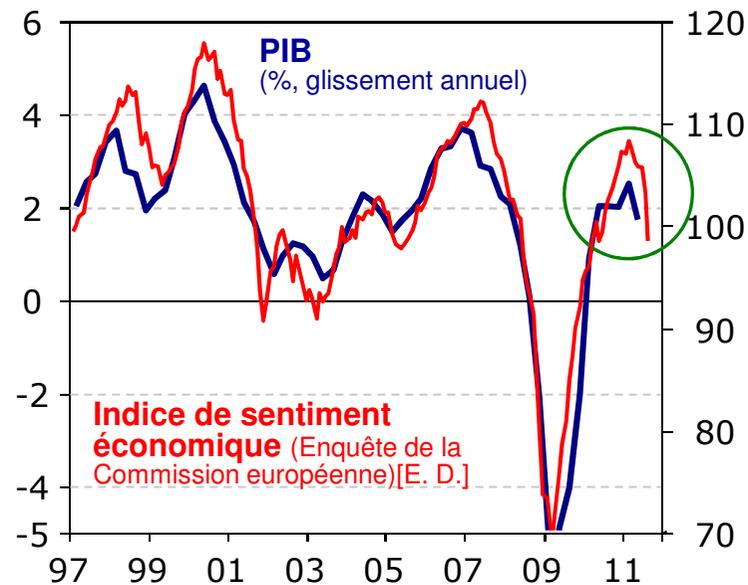
DEXIA

Les enquêtes de la Commission européenne indiquent une décélération de l'activité

Indice de sentiment économique par pays

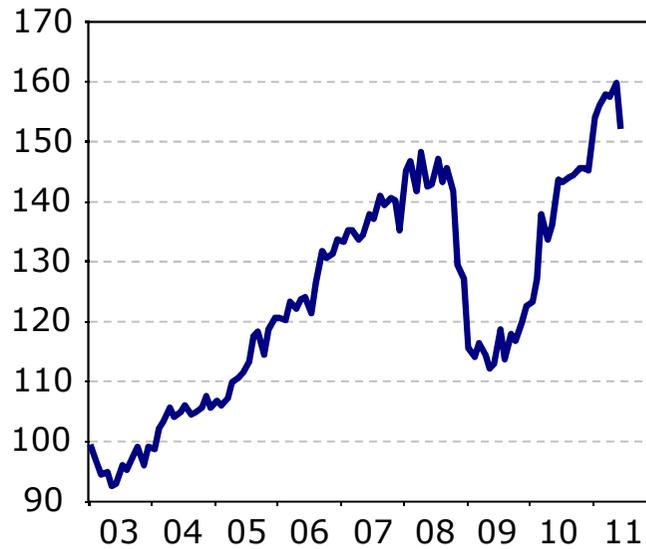


Croissance du PIB et indice de sentiment économique

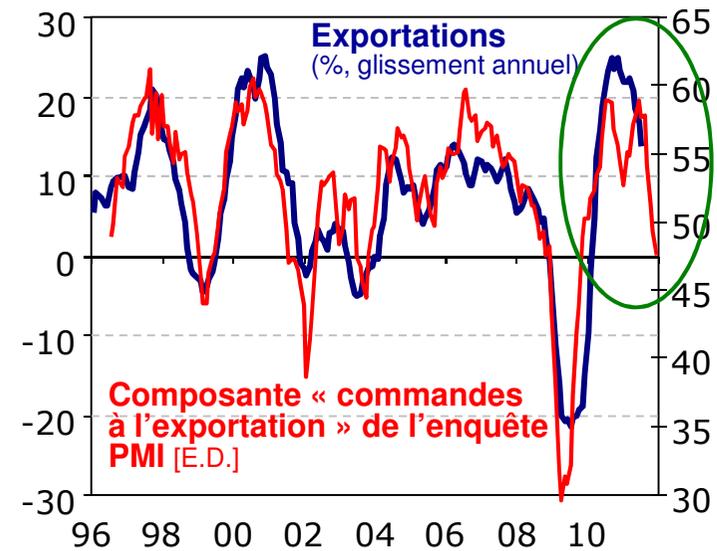


Dans les prochains mois, le soutien des exportations à la croissance devrait faiblir...

Exportations hors zone euro (2003 = 100, en nominal)

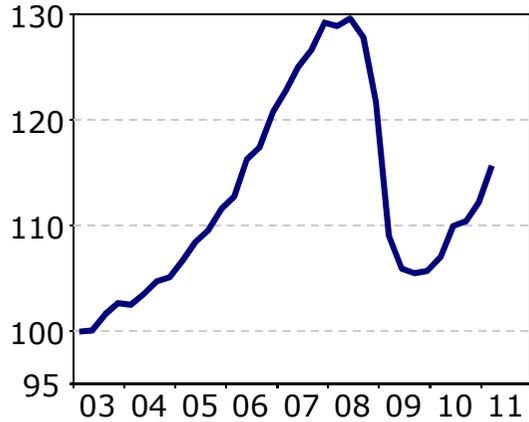


Commandes à l'exportation



... mais, si le choc de confiance est passager,
 l'investissement en équipement devrait continuer de progresser

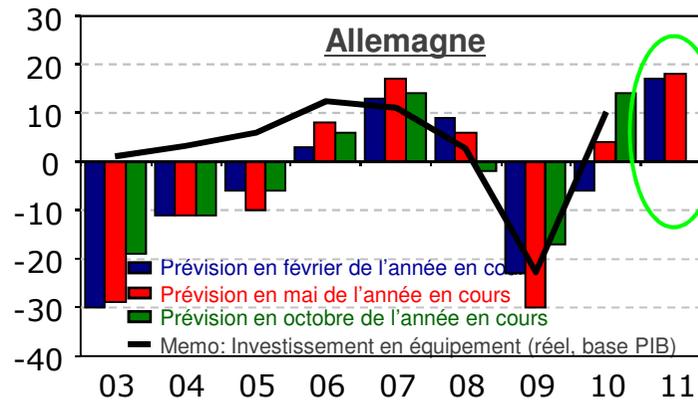
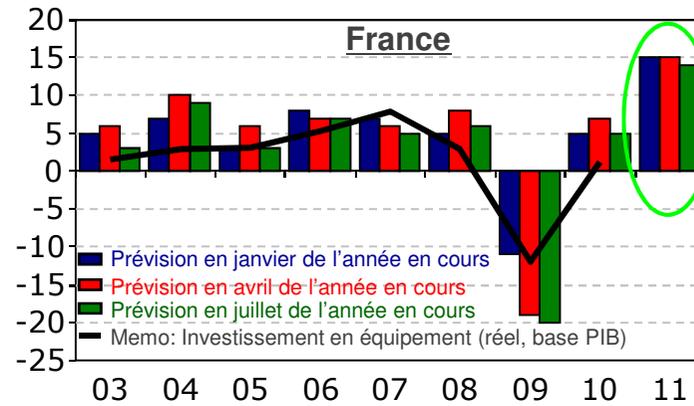
Investissement en équipement
 (2003 = 100, en réel)



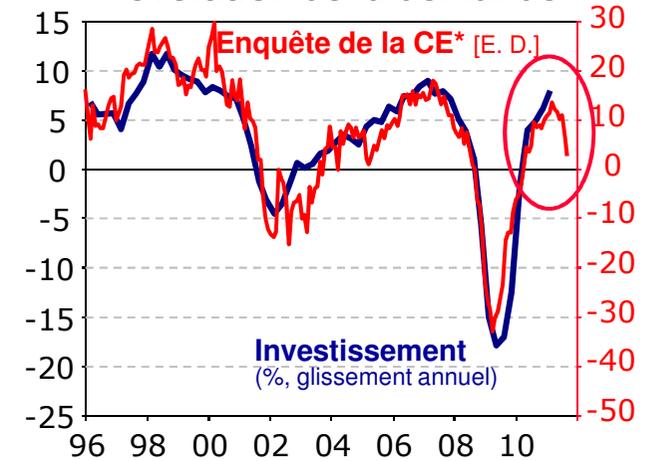
Commandes de biens d'équipement
 (2005 = 100)



Intentions d'investissement

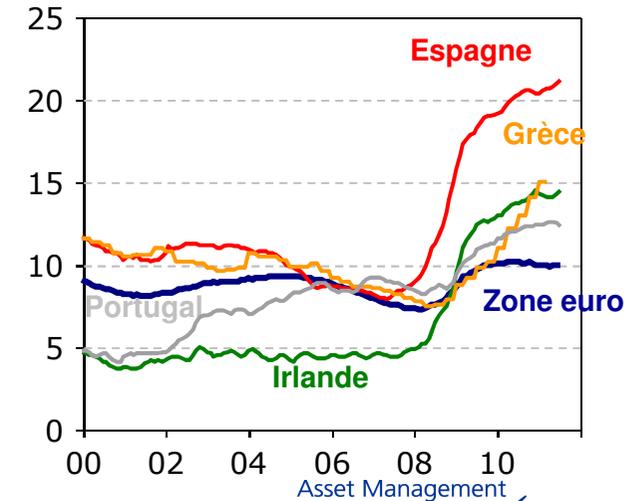
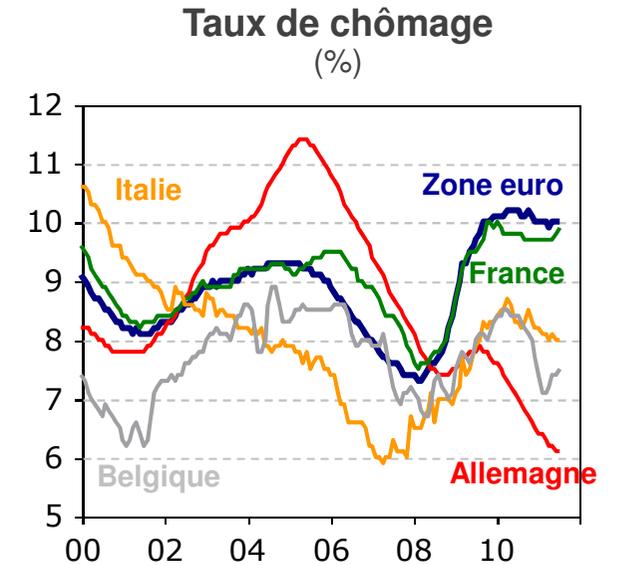
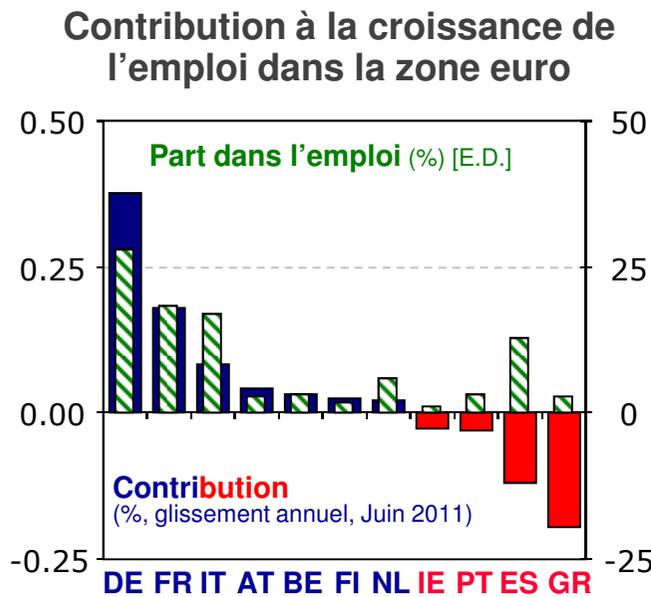
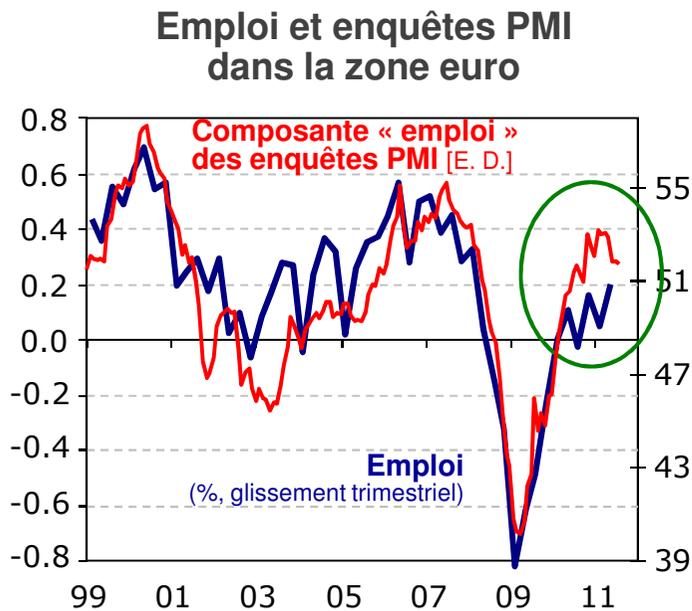


Investissement et évolution de la demande

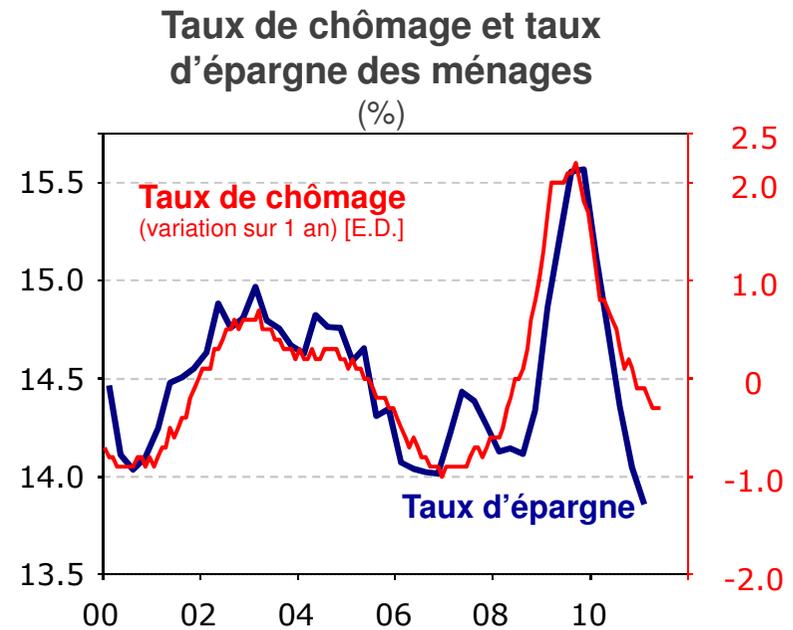
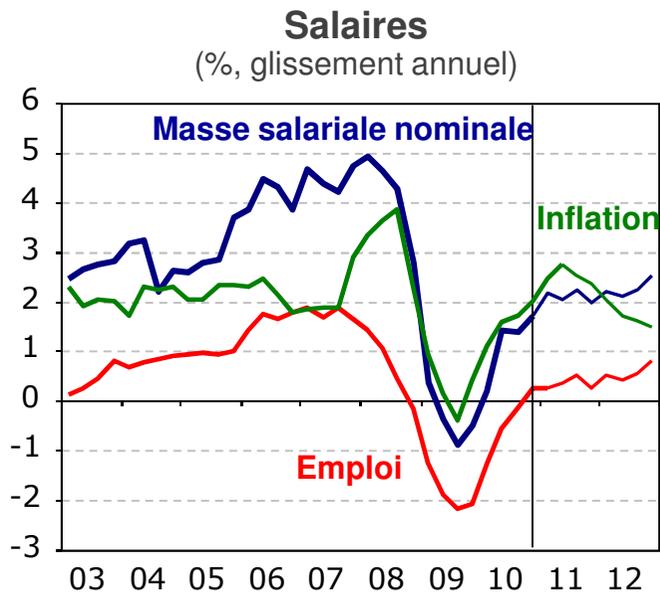


(*) Enquête de la Commission européenne :
 $0.25 \times$ tendance de production dans l'industrie
 $+ 0.75 \times$ évolution récente de la demande dans les services

Sur le marché du travail, la croissance de l'emploi reste faible, largement en raison des difficultés de la « périphérie »...

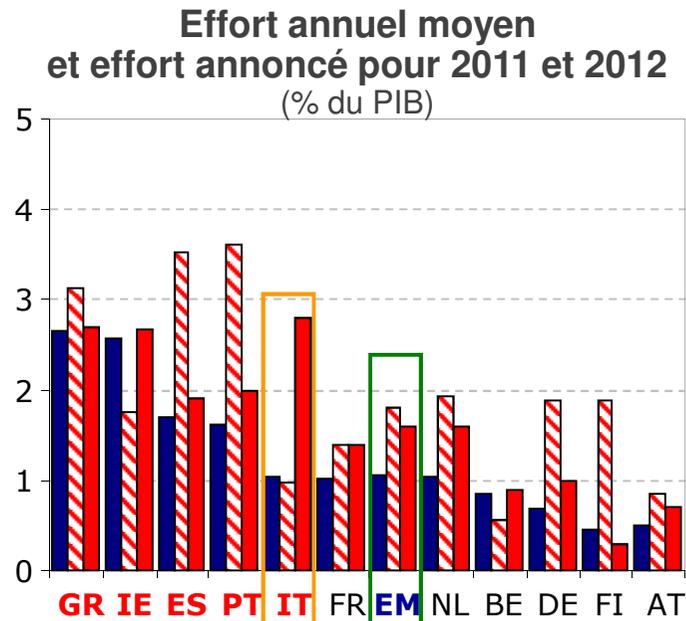
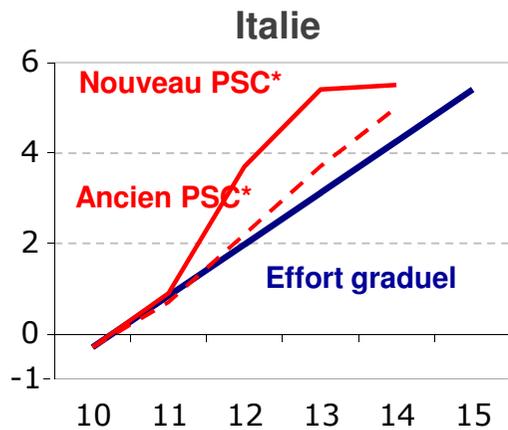
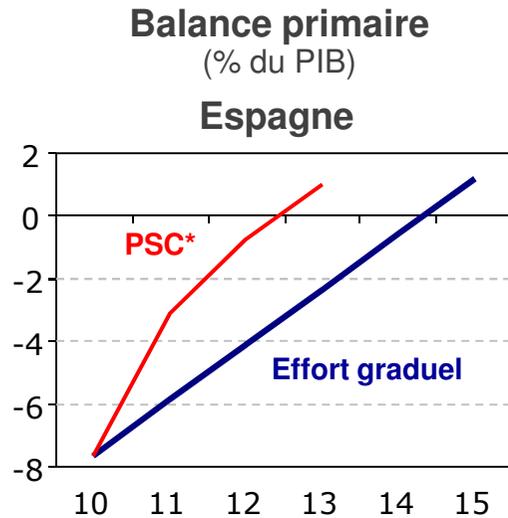


... ce qui pèse sur la consommation



Le resserrement fiscal va continuer de freiner la croissance en 2012

Resserrements budgétaires annoncés



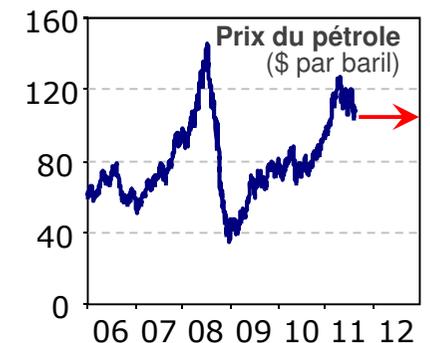
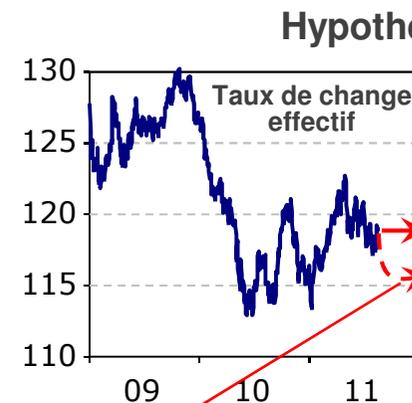
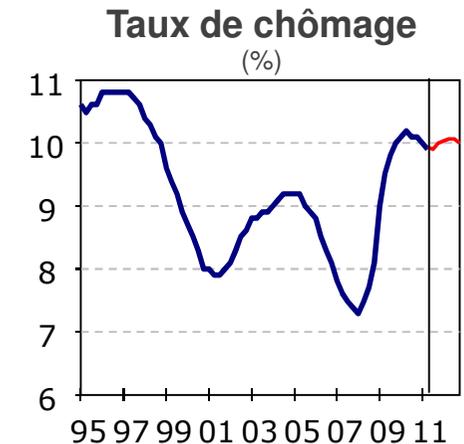
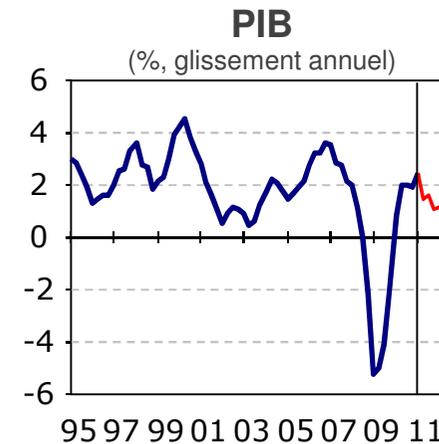
- Effort annuel moyen sur 2012-15 pour atteindre la cible du PSC
- ▨ Effort du PSC* en 2011
- Effort du PSC* en 2012

(*) Programme de Stabilité et de Convergence

Si la crise de la dette souveraine est contenue, la croissance pourrait ré-accélérer au second semestre 2012

Croissance du PIB en Zone euro

(%, rythme annuel)	10T2	10T3	10T4	11T1	2009	2010	2011	2012
Consommation	0.8	0.8	1.4	0.9	-1.2	0.8	0.5	0.7
Investissement	9.2	-0.8	-0.9	7.8	-11.7	-0.9	2.8	0.9
- Résidentiel	10.0	-1.6	-5.1	4.1	-11.1	-2.8	1.5	1.7
- Equipement	12.0	1.6	6.2	11.6	-16.0	3.0	5.2	0.7
- Structures	3.3	-4.5	-10.1	3.6	-3.6	-6.1	-0.6	0.6
Variation des stocks (contribution)	0.8	0.5	-0.4	-0.1	-0.6	0.5	0.0	0.0
Gouvernement	1.0	0.3	-0.3	1.9	2.4	0.6	0.2	-1.0
Balance commerciale (contribution)	0.6	0.7	0.9	1.1	-0.8	0.8	0.8	1.0
- Exportations	18.3	6.8	6.6	8.0	-13.1	10.9	5.4	4.7
- Importations	17.3	5.3	4.7	5.8	-11.8	9.3	3.8	2.6
PIB	3.8	1.6	1.1	3.4	-4.1	1.7	1.7	1.3



1.6

Le 21 juillet, les chefs d'Etats ont répondu et redéfini leurs politique et instruments anti crise

Un premier jeu de mesures vise à faciliter le rééquilibrage demandé aux pays ayant requis l'aide de leurs partenaires.

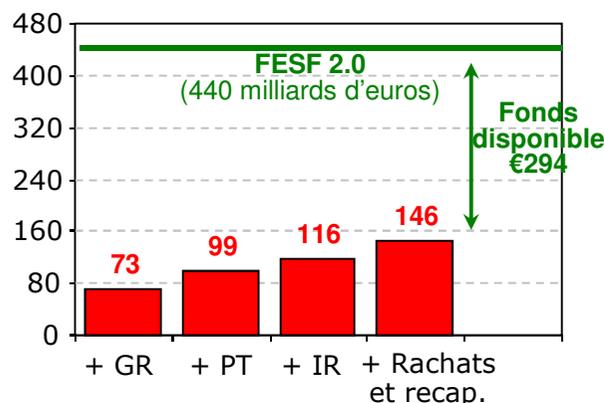
Un second jeu de mesures vise explicitement à limiter la contagion.

Que reste-t-il au FESF pour intervenir sur les marchés si besoin ?

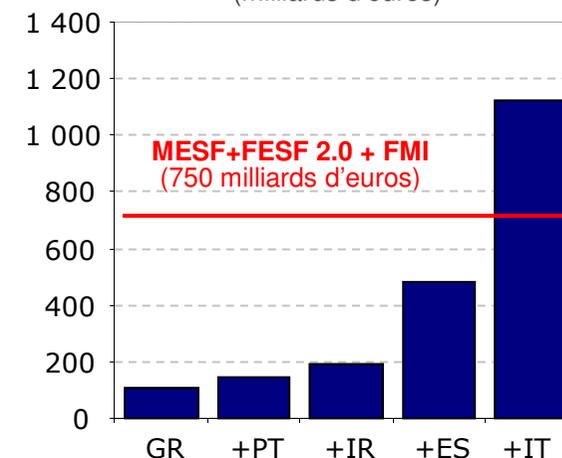
- 294 milliards d'euros si les programmes d'aide du Portugal, de l'Irlande et de la Grèce suffisent bien à couvrir leurs besoins de financement.

- 79 milliards d'euros si l'Espagne doit également être aidée.

Fonds engagés par le FESF
(milliards d'euros)



Estimation des besoins de financement cumulés jusqu'à mi-2013
(milliards d'euros)

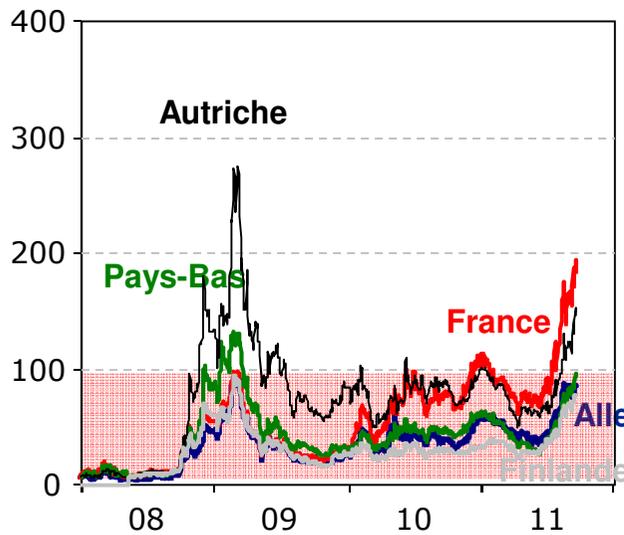


Augmenter la capacité de prêt conjointe du FESF-FMI à 1200 milliards d'euros exigerait une augmentation significative de l'exposition des pays garants au risque souverain. En moyenne, leur risque « hors-bilan » atteindrait presque 15 points de PIB.

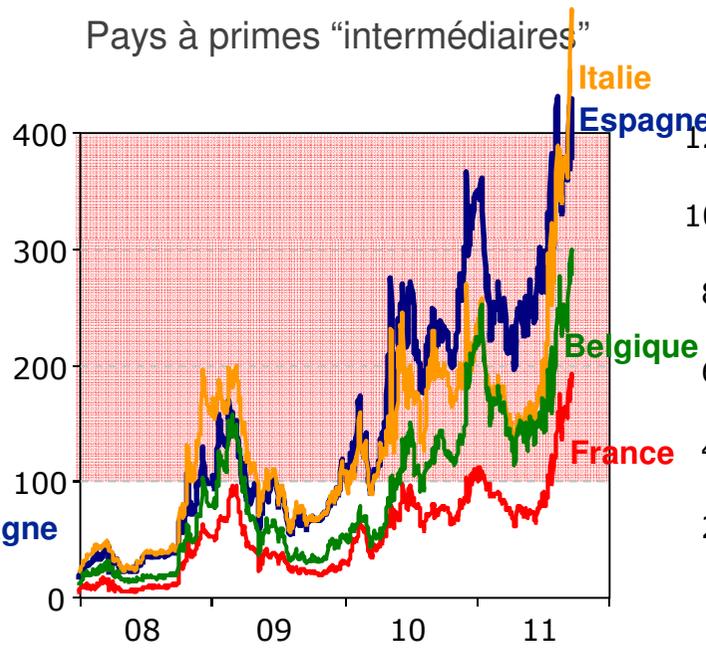
Les discussions sur la participation du secteur privé ont déclenché un nouvel épisode de contagion...

Primes de risque des Etats (CDS, points de base)

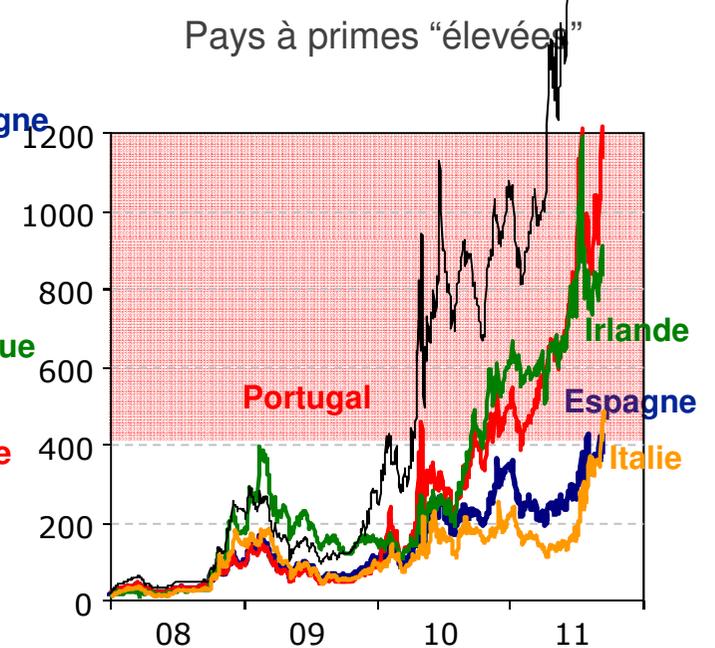
Pays à primes "faibles"



Pays à primes "intermédiaires"



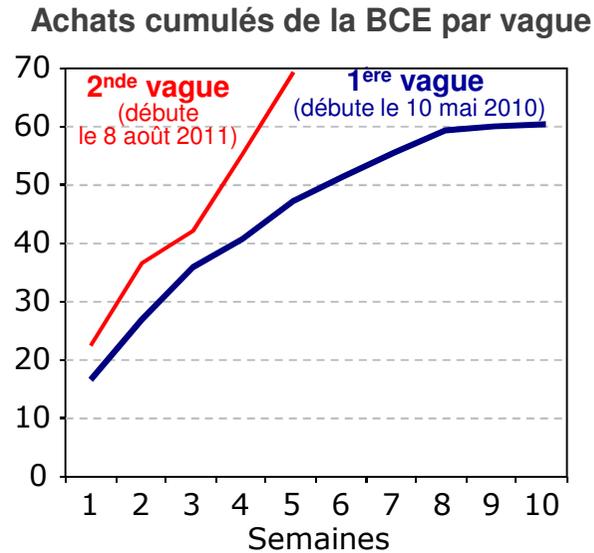
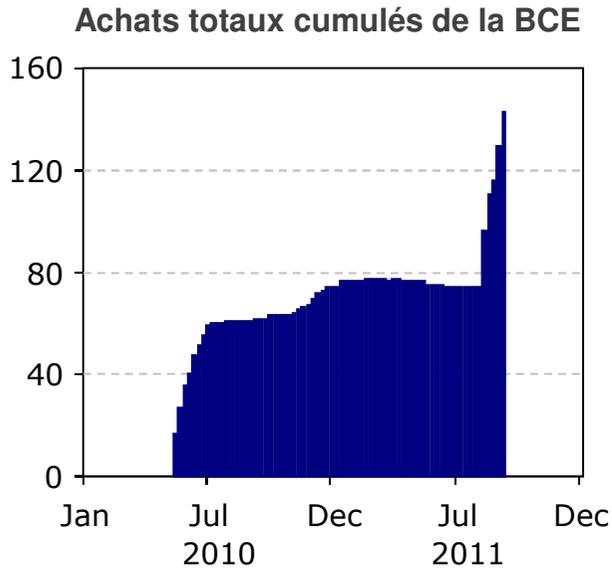
Pays à primes "élevées"



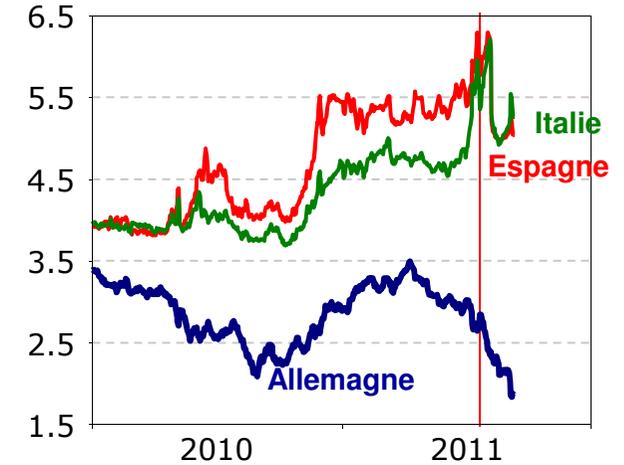
Grèce

... forçant la BCE à intervenir sur le marché des obligations d'Etats

Obligations d'Etats détenues à des fins de politique monétaire (milliards d'euros)



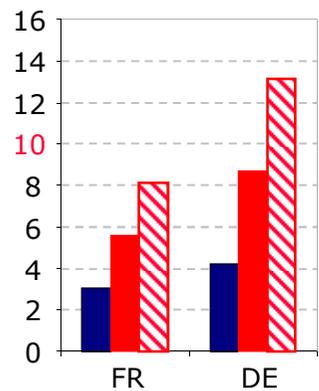
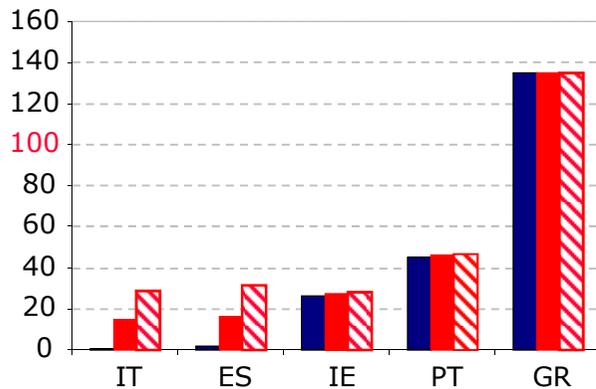
Taux d'intérêt à 10 ans des gouvernements (%)



Les interventions de la BCE ont permis d'abaisser le niveau des taux d'intérêt italiens et espagnols. Dans quelques semaines (selon la vitesse à laquelle les modifications seront ratifiées par les parlements nationaux), le FESF devrait prendre le relais de la BCE.

Les banques européennes sont exposées au risque souverain et dépendantes pour leurs liquidités des financements de marché

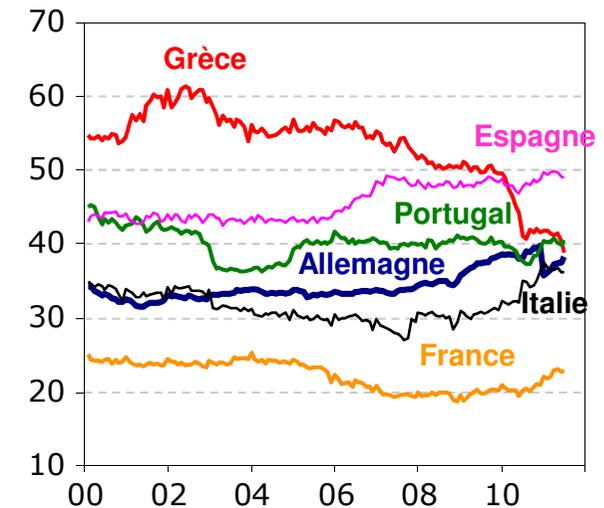
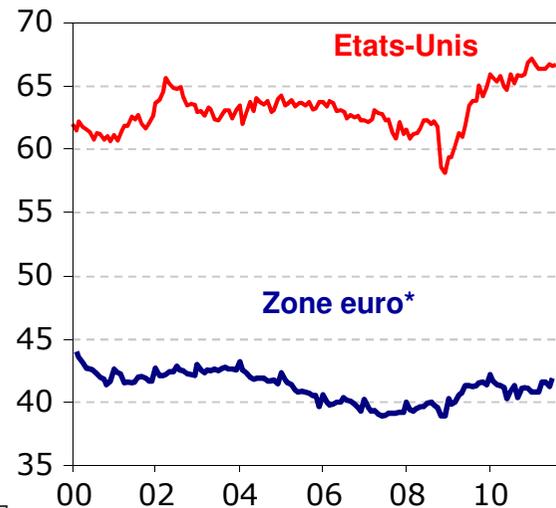
Pertes impliquées par la baisse des prix de marché d'obligations publiques de pays périphériques
(en % des fonds propres, pour les banques ayant participé au stress test)



Baisse de valeurs de marché retenues dans les différents cas :

- (1) = 40% GR PT IR
- (1) + 10% IT + ES
- ▨ (1) + 20% IT + ES

Part des dépôts dans le passif des banques
(%)

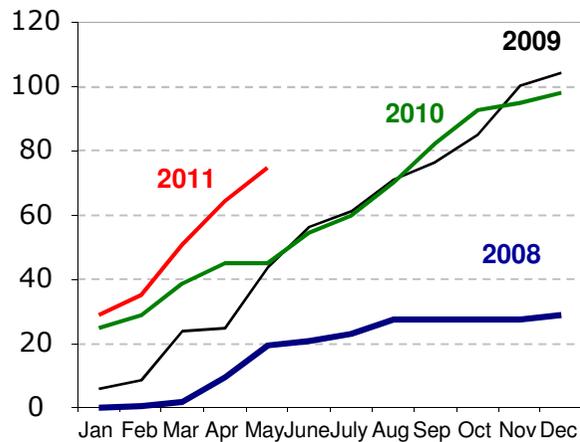


(*) Pour l'Europe, des données consolidées ont été utilisées pour le seul graphique de gauche (par souci de comparaison avec les données américaines).

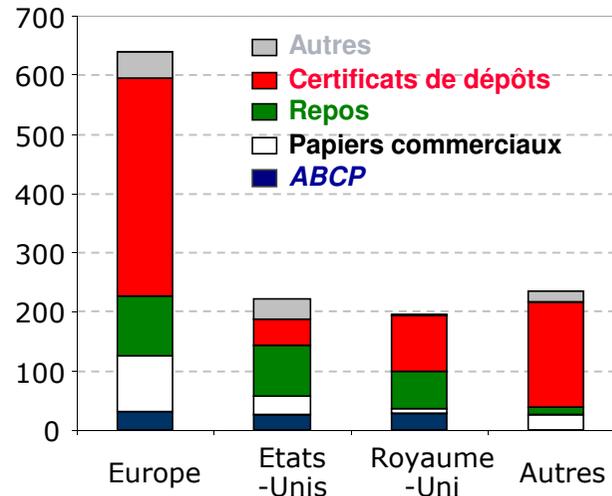
Des tensions sur le marché interbancaire sont réapparues et la liquidité en dollar, en particulier, a été affectée

Dépendance des banques européennes à l'égard de la liquidité en dollars

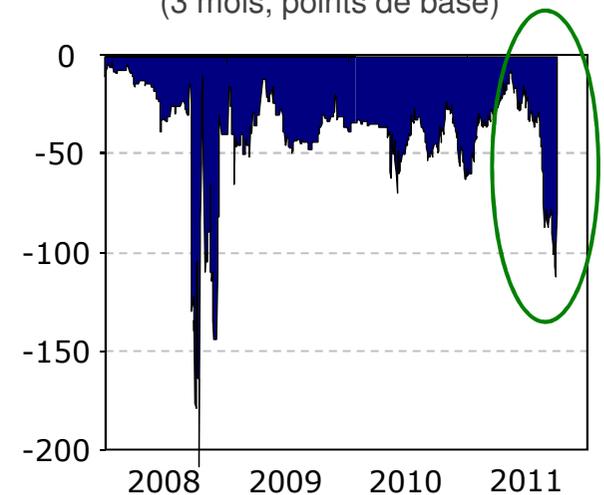
Emissions de dettes en dollars
par les banques européennes
(milliards d'euros)



Contribution des fonds
monétaires américains
au financement des banques
(octobre 2010, milliards de dollars)

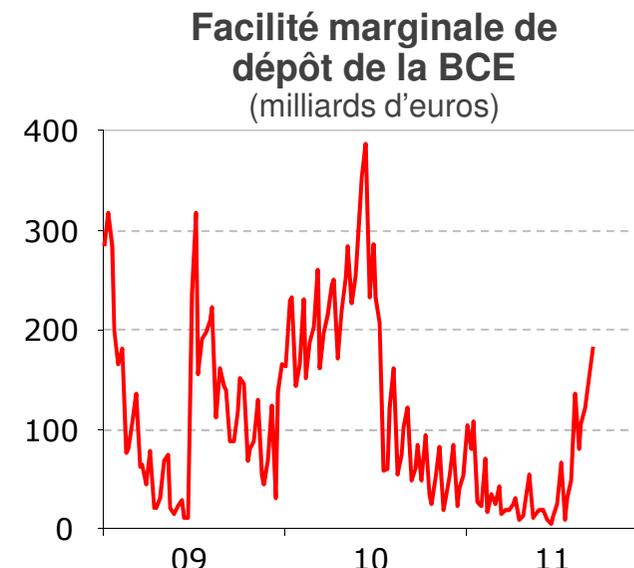
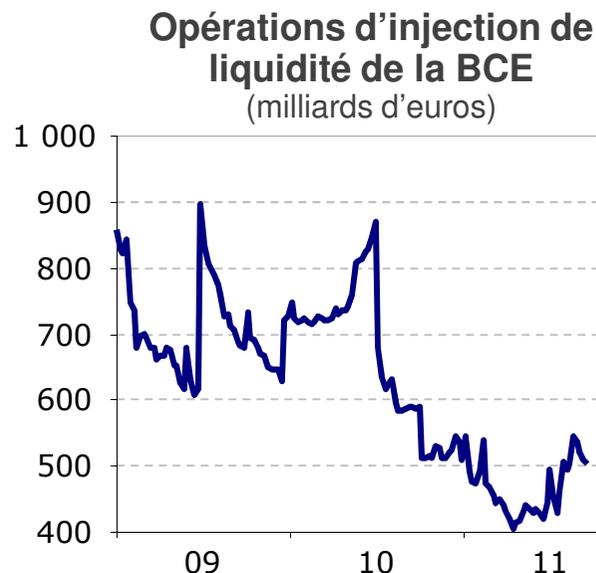


Euro-dollar
cross currency basis swap
(3 mois, points de base)

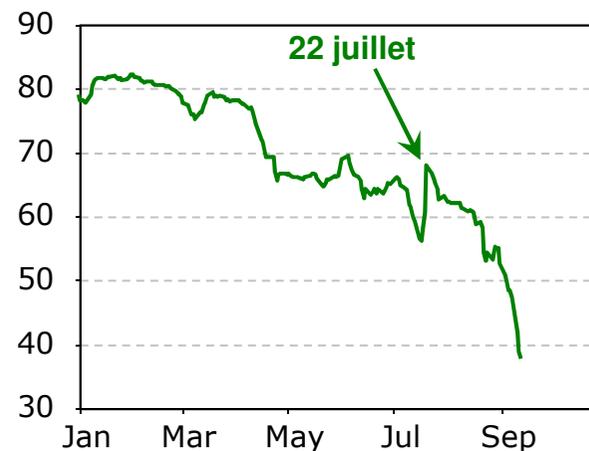


La BCE a dû prolonger ses allocations illimitées jusqu'à fin 2011 mais le système bancaire reste vulnérable

La BCE a répondu aux tensions sur la liquidité en réintroduisant ses **opérations de refinancement à 6 mois**. De plus, elle maintiendra sa **procédure d'allocation illimitée jusqu'à fin 2011**.



Prix d'une obligation de l'Etat Grec à 2 ans
(depuis janvier 2011)



Les marchés ne sont toujours pas convaincus que les mesures décidées le 21 juillet seront effectivement mises en œuvre...

... et même si elles l'étaient, il est loin d'être sûr qu'elles seront suffisantes!

Que faudrait-il parvenir à faire pour mettre un terme à cette crise ?

1/ Mettre un plancher au taux de croissance de l'activité :

S'il est impératif de resserrer les politiques budgétaires, préserver la reprise l'est tout autant. Cela peut nécessiter une redéfinition des objectifs des programmes de stabilité et de convergence : les pays disposant de marges de manœuvre fiscales pourraient les utiliser pour soutenir la croissance de la zone euro soit directement en stimulant leur demande intérieure, soit indirectement en incitant leurs résidents à investir dans les économies les plus touchées par la crise.

2/ Mettre un plafond au coût de financement des Etats :

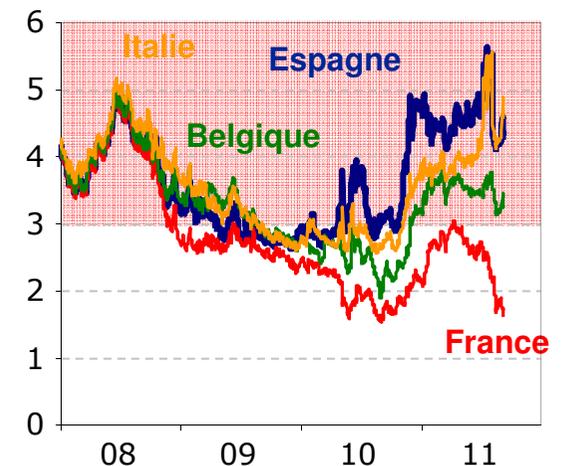
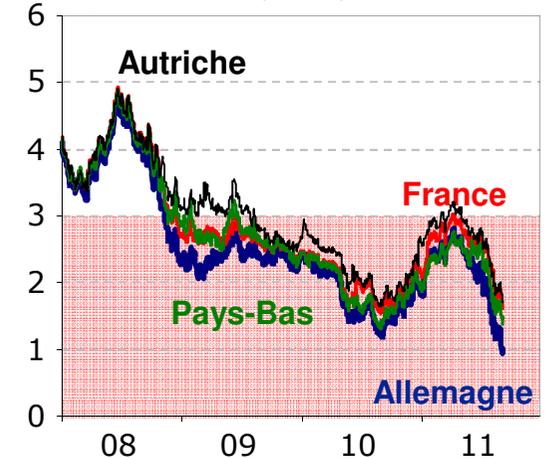
- En dehors d'un effet d'annonce positif, les *Eurobonds* semblent à court terme difficilement pouvoir offrir une solution (politiquement difficile à faire passer, juridiquement long à mettre en place...).

- Mieux utiliser les instruments déjà en place semble plus réaliste. Cela suppose de décider clairement que la BCE et le FESF sont désormais conjointement « dans le marché » pour maintenir les taux d'intérêt publics à des niveaux soutenables :

- Le FESF devrait explicitement devenir autant un outil de stabilisation que d'assistance financière ;
- La BCE, seule institution disposant d'une puissance de feu illimitée, devrait continuer de compléter l'action du FESF.

Les chances de voir ces conditions rapidement réunies semblent faibles... mais les hommes politiques peuvent parfois surprendre!

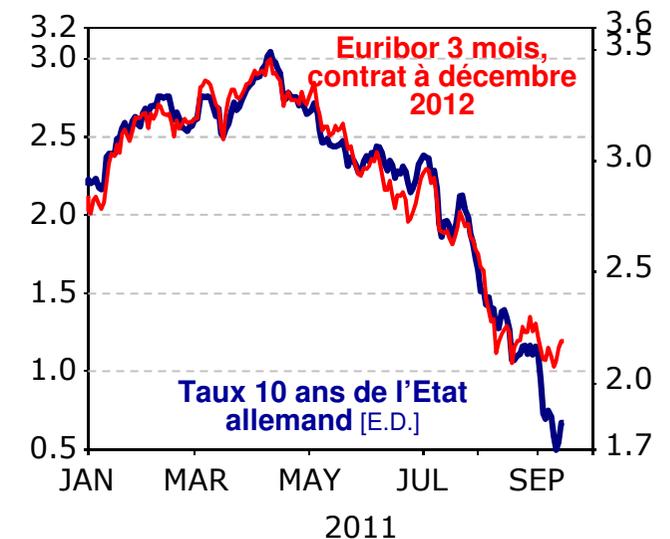
Taux d'intérêt publics à 5 ans (en %)



Conclusion

- L'activité a clairement ralenti.
- Cette reprise, déjà fragile, faiblira encore si la crise de la dette souveraine n'est pas rapidement contenue.
- Tout effort de rigueur budgétaire supplémentaire et/ou une crise bancaire pourraient facilement transformer la faible croissance attendue en récession.
- Dans ce contexte, la BCE devrait faire une pause dans la normalisation de ses taux d'intérêt et les taux allemands à 10 ans devraient rester à des niveaux déprimés pendant encore de longs mois.

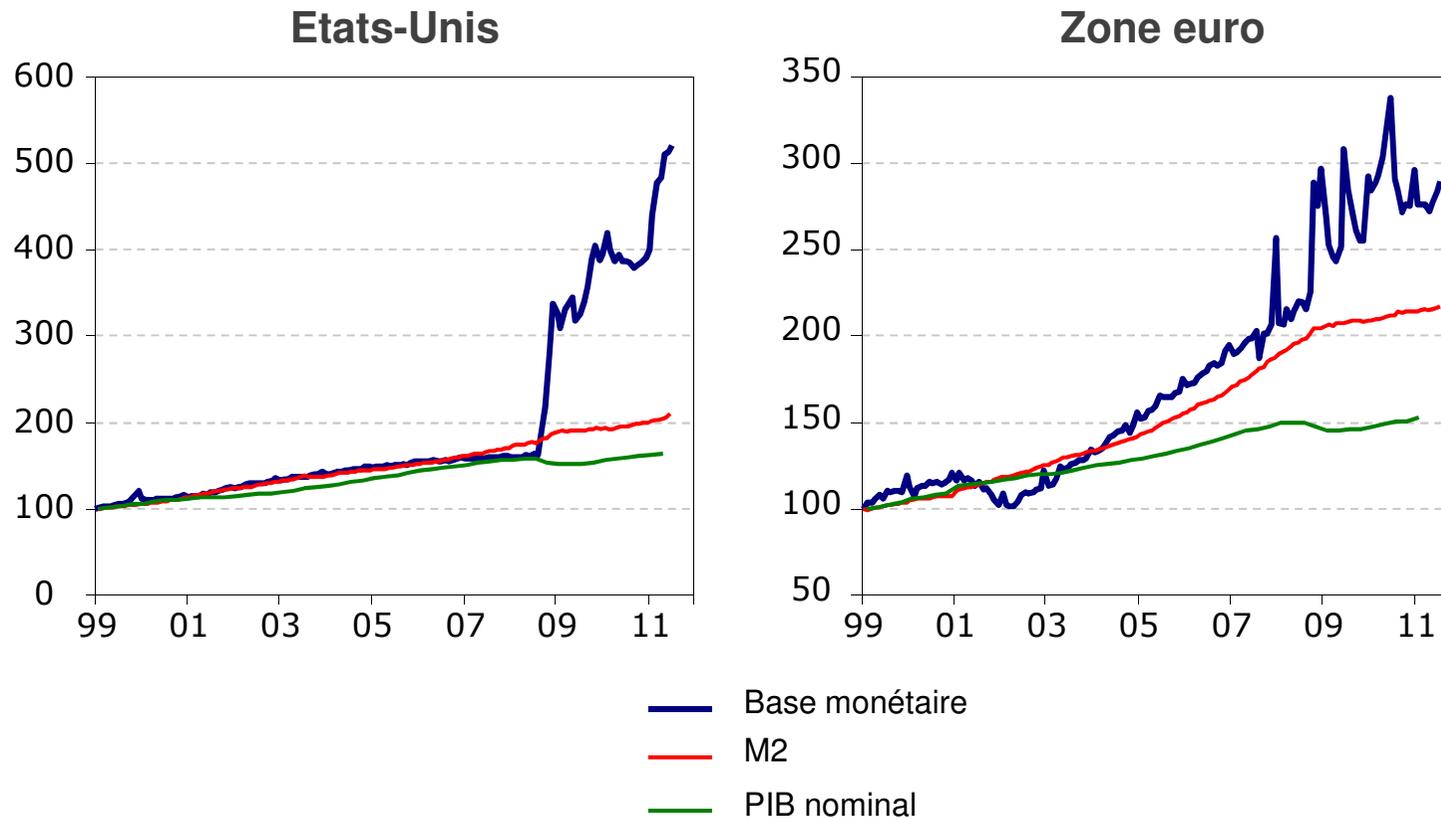
Taux d'intérêt publics à 10 ans
et contrat *futures* à court terme
(%)



Addenda

Base monétaire et M2 aux Etats-Unis et dans la zone euro

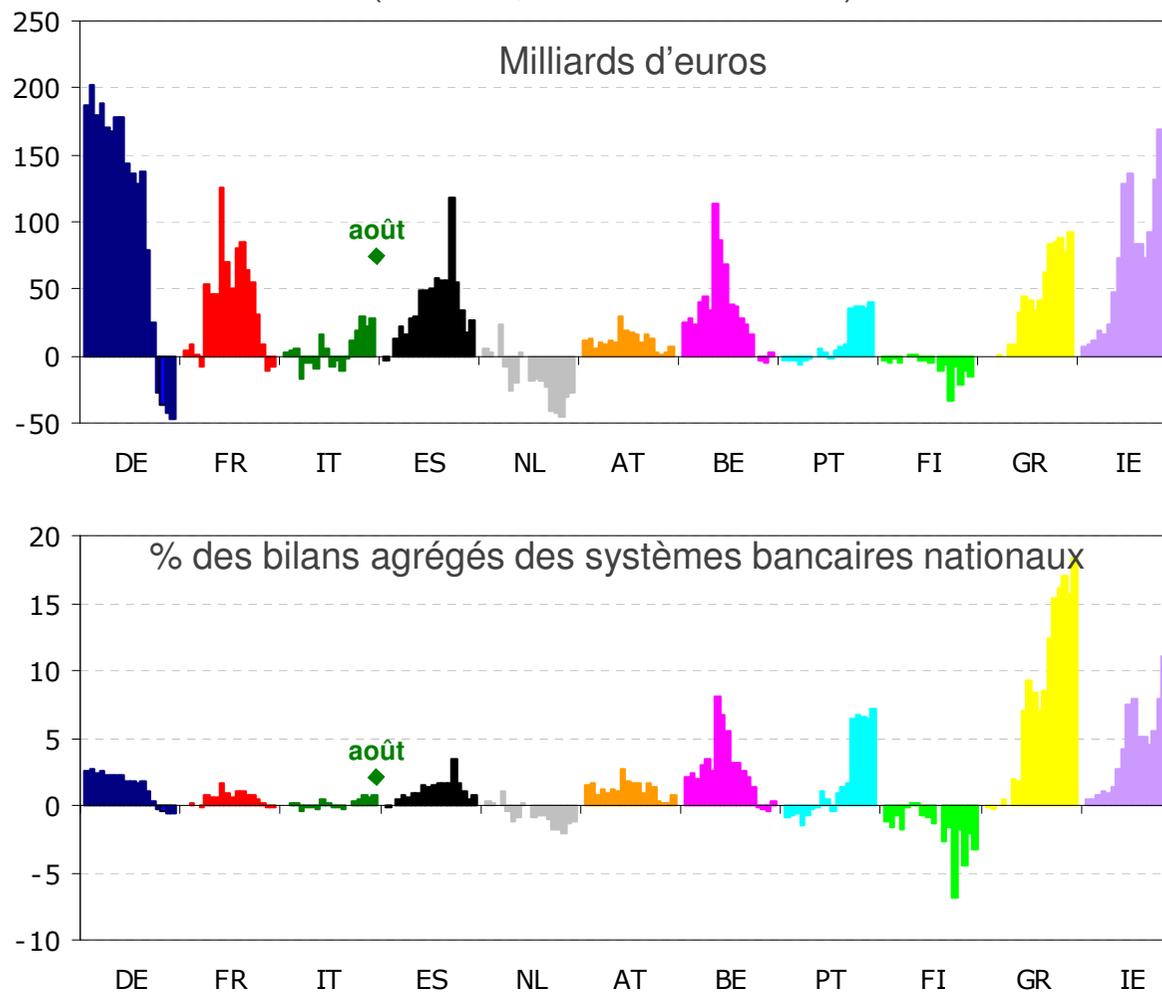
Base monétaire et M2 (1999 = 100)



Dans certains pays, des banques continuent d'avoir du mal à se financer

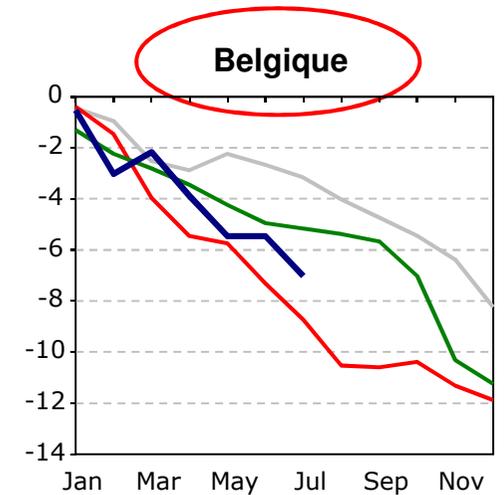
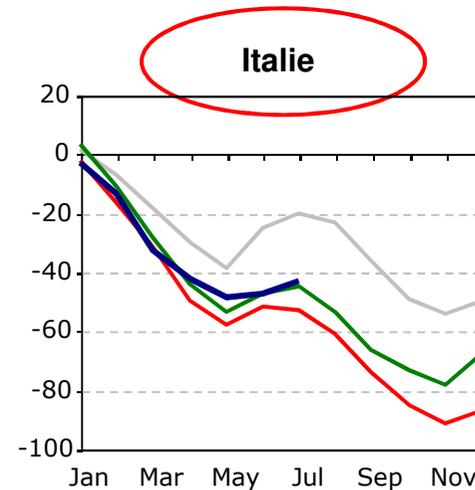
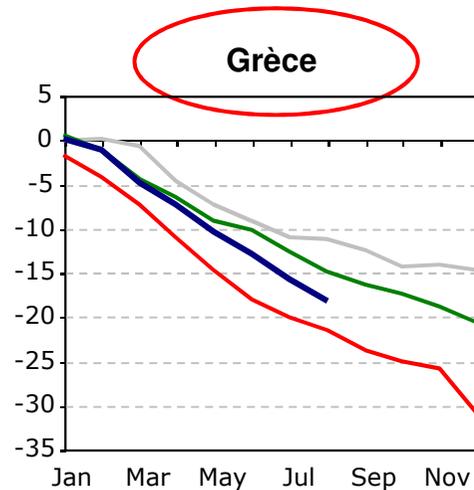
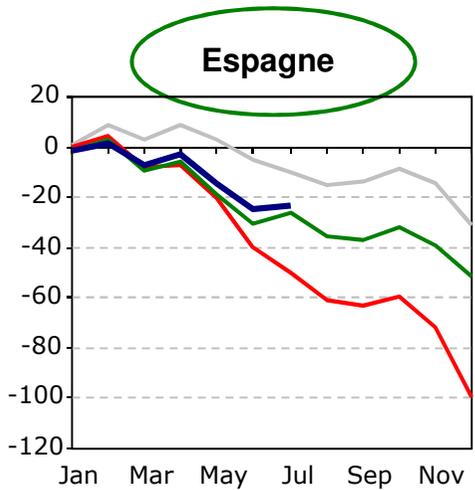
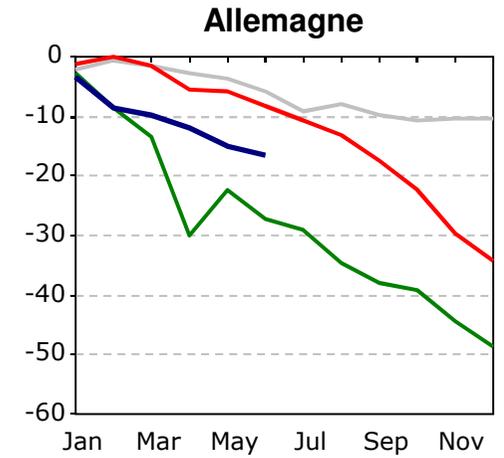
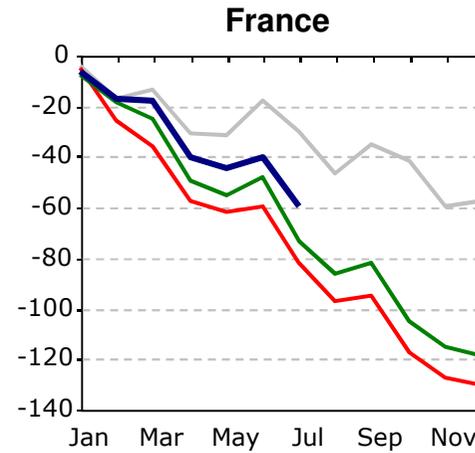
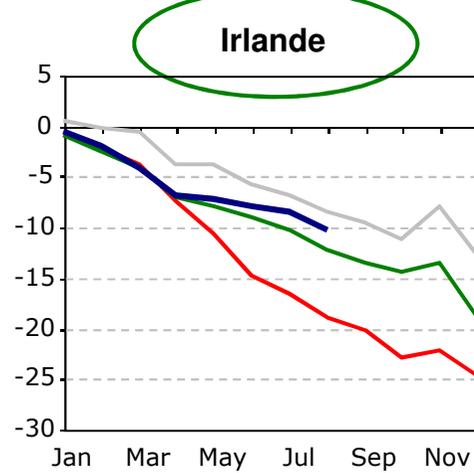
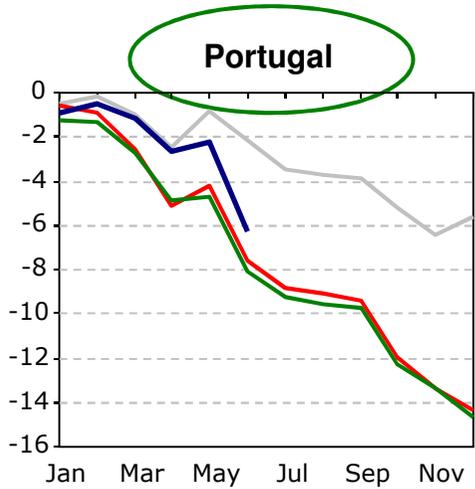
Financement net des systèmes bancaires nationaux par l'Eurosystème

(encours, T1 2007 à T2 2011)



Evolution des déficits publics

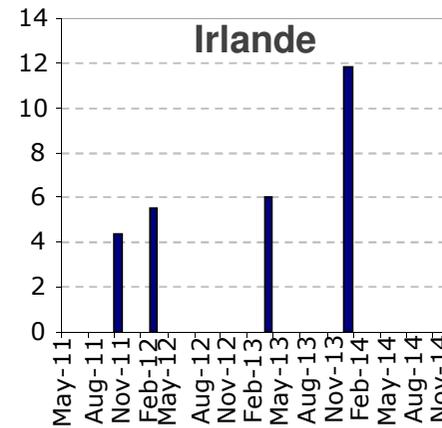
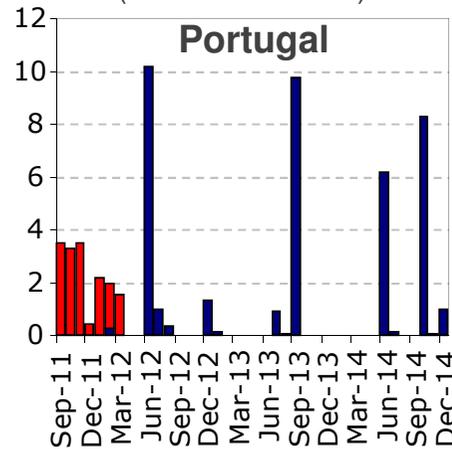
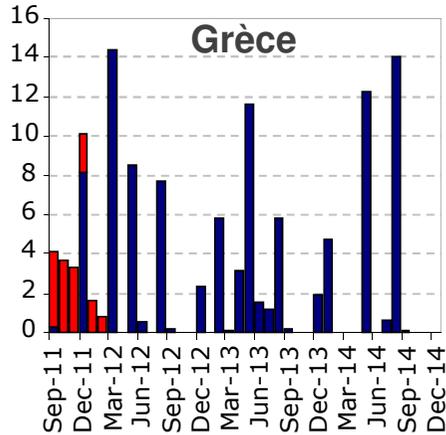
Déficit du budget central
(milliards d'euros, cumulé sur l'année en cours)



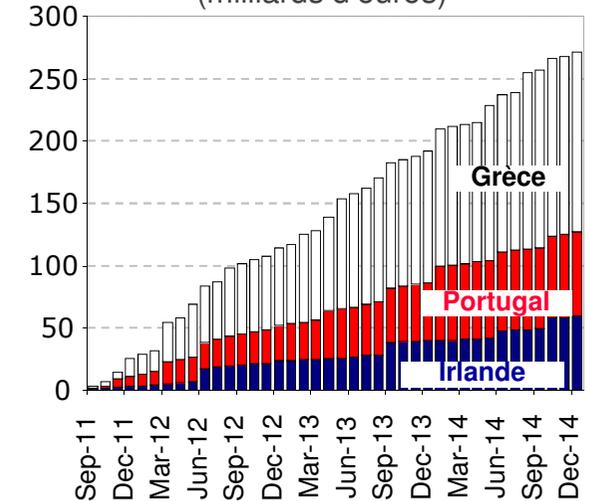
— 2008 — 2009
— 2010 — 2011

Profil des besoins d'émission de dette publique de la « périphérie » (I)

Dette arrivant à échéance jusqu'en 2014 (milliards d'euros)

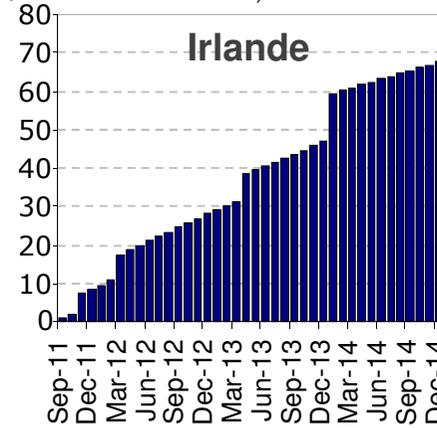
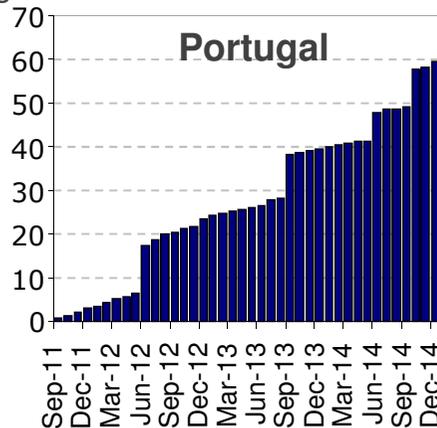
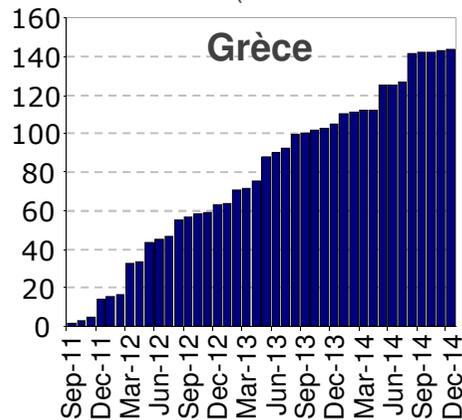


Besoins de financement cumulés de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande (milliards d'euros)



Besoins de financement cumulés

(roulement des obligations arrivant à échéance + déficit, milliards d'euros)



	Sept. 2011 – Dec. 2014			Memo déficit
	Bonds	Bills	Total	
Grèce	105	15	120	38

	Sept. 2011 – Dec. 2014			Memo déficit
	Bonds	Bills	Total	
Portuga	40	16	56	20

	Sept. 2011 – Dec. 2014			Memo déficit
	Bonds	Bills	Total	
Irlande	28	0	28	40

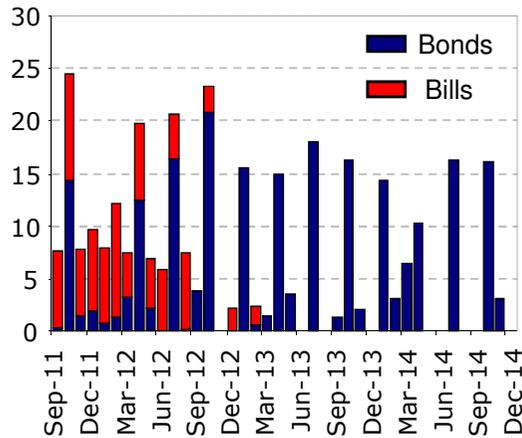
Sources: Bloomberg, Dexia-AM

Profil des besoins d'émission de dette publique de la « périphérie » (II)

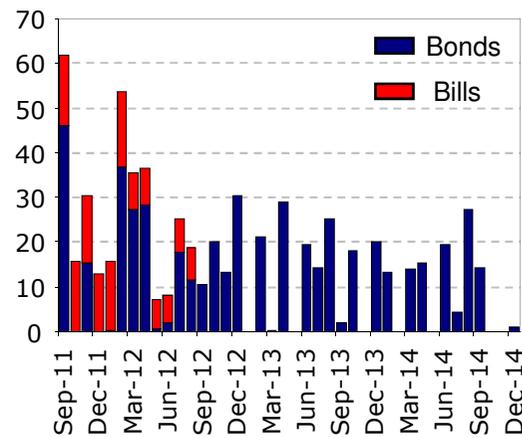
Dette arrivant à échéance jusqu'en 2014

(milliards d'euros)

Espagne

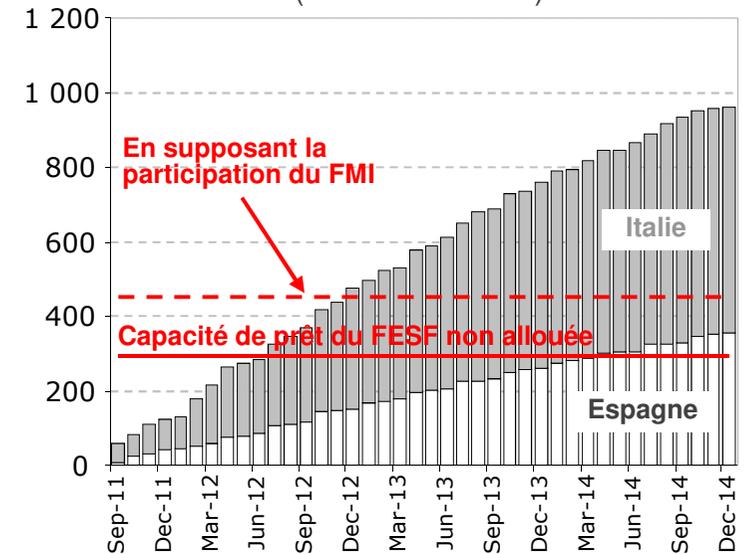


Italie



Besoins de financement cumulés de l'Italie et de l'Espagne

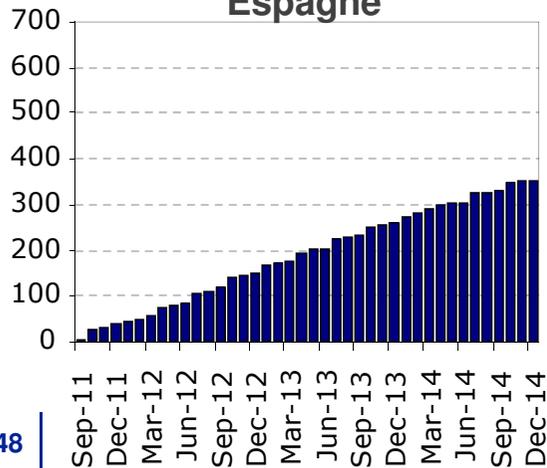
(milliards d'euros)



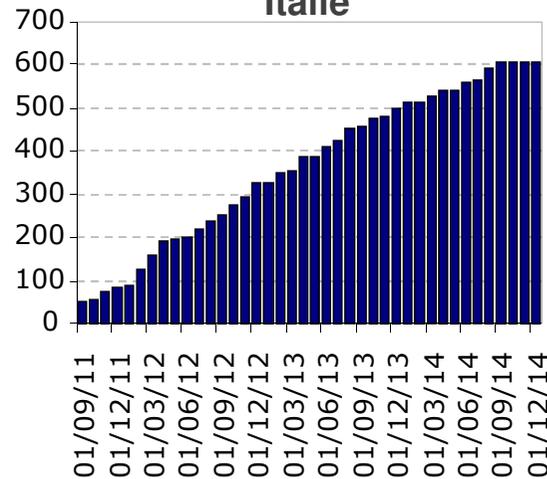
Besoins de financement cumulés

(roulement des obligations arrivant à échéance + déficit, milliards d'euros)

Espagne



Italie

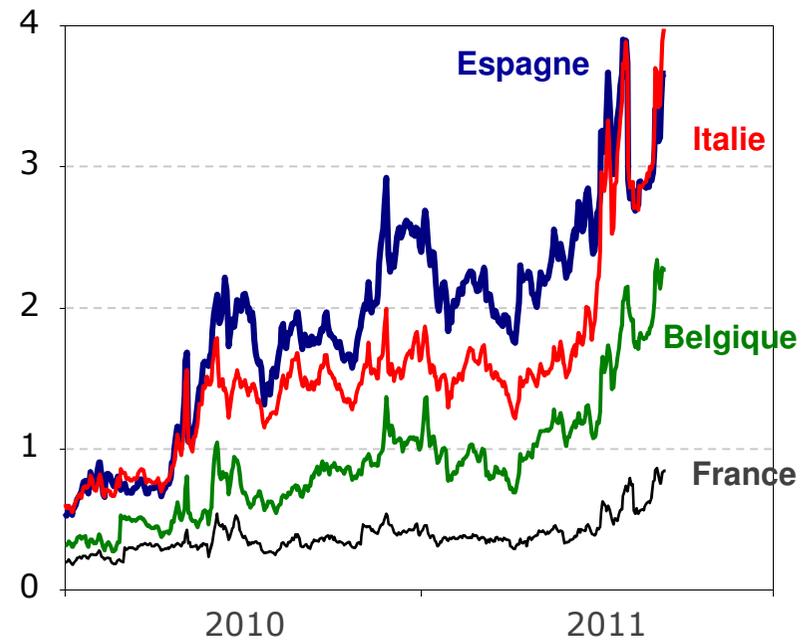
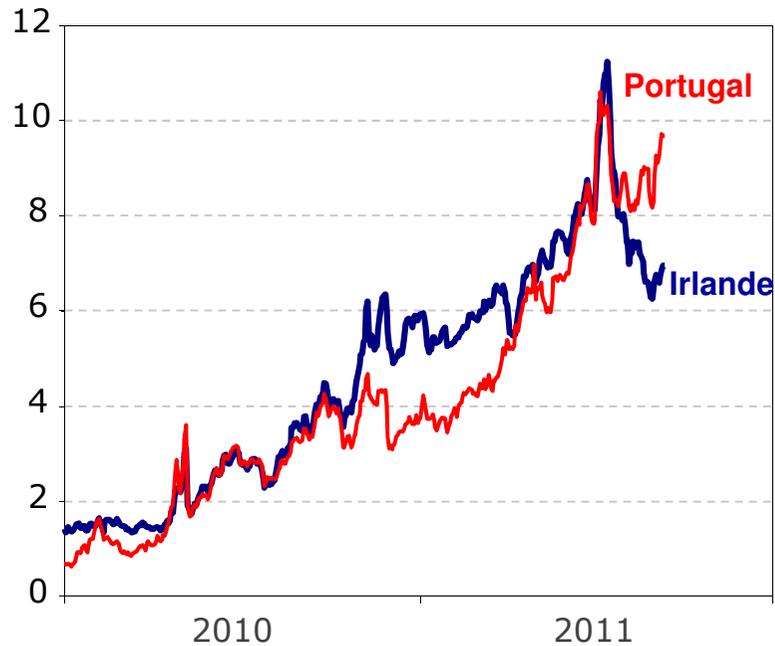


	Sept. 2011 – Dec. 2014			Memo déficit
	Bonds	Bills	Total	
Espagne	222	89	311	126

	Sept. 2011 – Dec. 2014			Memo déficit
	Bonds	Bills	Total	
Italie	521	144	664	89

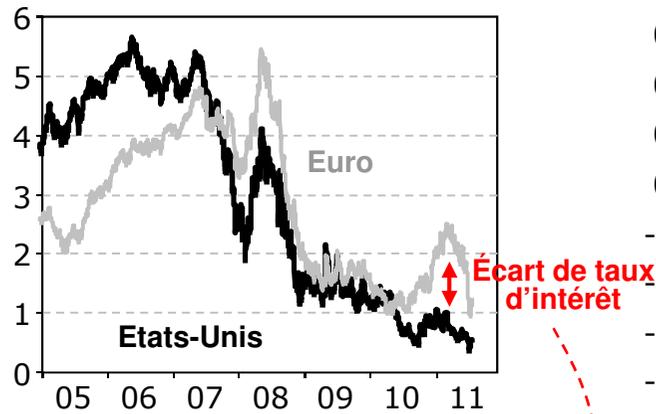
Avec le passage du temps, les marchés ré-apprécient le risque souverain des différents pays

**Ecart des taux d'intérêt à 10 ans
avec l'Allemagne**
(%)

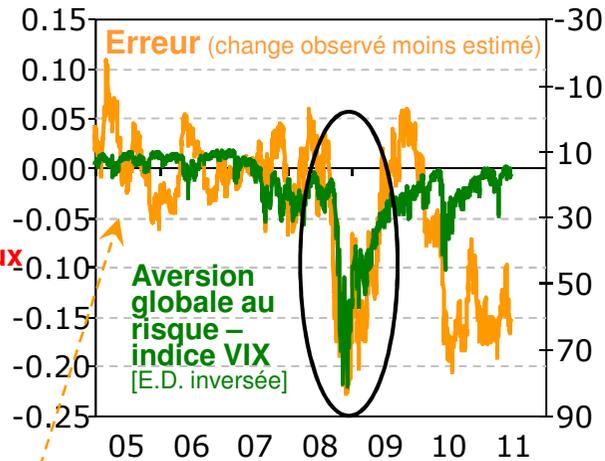


Taux de change du dollar contre euro

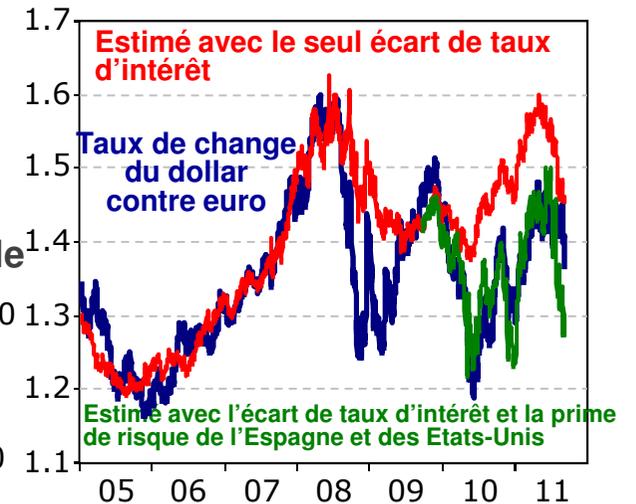
Taux d'intérêt à 3 mois anticipés à un horizon d'un an (%)



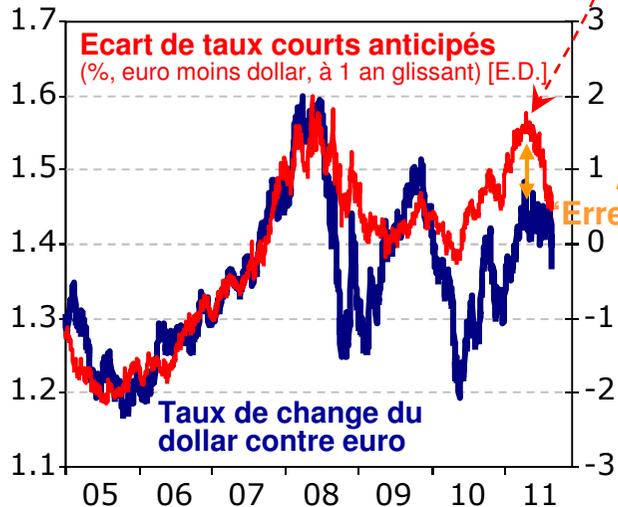
Erreur et aversion globale au risque



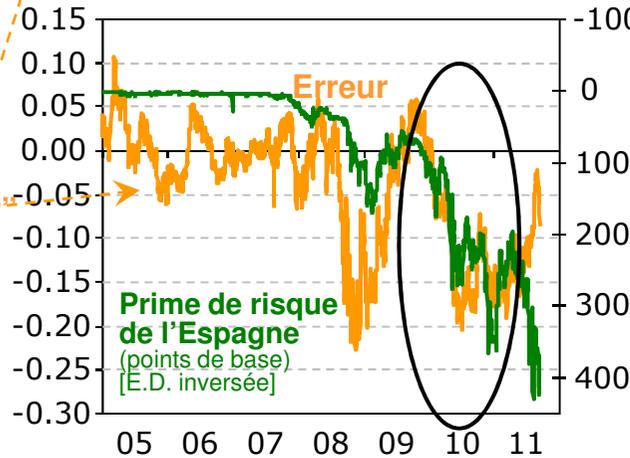
Cours de l'euro dollar



Écart de taux courts anticipés et taux de change du dollar contre euro



Erreur et prime de risque espagnole



Adresses

Luxembourg

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

Belgique

Dexia Asset Management
Belgium
Place Rogier 11
B-1210 Brussels
Tel.: + 32 02 222 11 11

France

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

Australie

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

Italie

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

Espagne

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

Suisse

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

Pays-Bas

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

Allemagne

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

Bahrein

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

Canada

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

ensemble, à l'essentiel

Asset Management
DEXIA

Avertissement

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

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

- dans le cas où il est précisé qu'il s'agit de performances brutes, la performance peut être influencée par des commissions, redevances et autres charges.
- dans le cas où la performance est exprimée en une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur, les gains mentionnés peuvent se voir augmentés ou réduits en fonction des fluctuations du taux de change.

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

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

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

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

ensemble, à l'essentiel

Asset Management
DEXIA