



PREVISIONS MARCHE DE TAUX

Janvier 2010

www.groupama-am.fr

Taux courts :

Le décor est planté, la pièce se déroulera en IV actes.

L'acte I a déjà commencé en zone euro, il consiste pour les Banques Centrales à drainer la surliquidité du marché progressivement et habilement. Elles l'ont très clairement annoncé de part et d'autre de l'Atlantique. Ce sera sans doute plus simple pour la BCE que pour la Fed compte tenu de la nature même des mesures de soutien mises en place.

L'acte II sera un exercice de communication de haut vol pour préparer le marché à une hausse des taux de refinancement sans pour autant provoquer de trop fortes tensions obligataires et de hausses des anticipations inflationnistes. Nous estimons avoir encore du temps avant le lever de ce rideau, car les banquiers envoient actuellement des messages de prudence et ne souscrivent pas à l'euphorie ambiante.

L'acte III verra la Réserve Fédérale commencer à effectivement agir sur ses taux. Elle commencera probablement par ses taux d'escompte avant de remonter ses taux Fed Funds et toujours dans une logique de normalisation plutôt que d'installation d'un cycle de hausse. Le timing de son intervention sera fonction de la réelle amélioration de son économie et de sa dynamique inflationniste. A cet égard nous ne souscrivons pas aux anticipations actuelles de marché qui nous semblent un peu trop optimistes et voyons toujours ce premier geste de hausse plutôt en fin d'année qu'en fin d'été.

L'acte IV, la hausse du taux Refi de la BCE au-dessus de son 1% actuel dans la mouvance de son homologue outre-Atlantique n'aura pour nous pas lieu en 2010. En effet, le fait même de ne pas être descendu en dessous de 1% donne justement de la flexibilité temporelle à la BCE avant de devoir remonter ce taux, en début d'année prochaine, selon nous.

De même, le décalage conjoncturel économique entre les deux zones est réel et milite pour un décalage dans les gestes de remontée.

Ainsi, nous maintenons un taux Refi à 1% pour l'année et affichons 0.75% pour les taux Fed Funds à horizon 12 mois.

Taux longs :

Avec l'embellie des chiffres économiques de ce début d'année, la dynamique croissante des chiffres d'inflation et un appétit pour le risque très présent, nous avons assisté à de fortes tensions obligataires.

Par ailleurs, les messages de prudence des Banquiers Centraux ont eu pour conséquence une relative stabilité des taux courts. Ainsi, la pentification des courbes est toujours d'actualité et continue de se maintenir sur des niveaux record.

Même si nos cibles mensuelles de hausses de taux ont été atteintes sur un pas hebdomadaire, nous estimons que cette dynamique peut se poursuivre encore quelques temps. En effet, nous n'anticipons pas de retournement, du moins à très court terme, sur aucun des trois moteurs précédemment décrits que sont l'embellie de croissance, les perspectives de hausse d'inflation globale et l'appétit pour le risque. En revanche, nous ne modifions pas nos cibles à 12 mois, car à plus long terme ces mêmes moteurs devraient ralentir.

Dans un environnement de taux longs sous tension et de taux courts qui ne devraient pas bouger avant les 3 coups de l'acte II précédemment décrit, nous positionnons nos portefeuilles en sous-sensibilité aux taux et en position de pentification.

Nous continuons de privilégier les taux européens aux taux américains compte tenu de l'avance des USA dans le cycle actuel.

En zone euro, nous continuons de tactiquement favoriser les Etats périphériques au détriment de l'Allemagne notamment. Seule exception, l'Irlande sur laquelle nous allégeons les positions à la fois pour prendre quelques profits et en anticipations d'émissions importantes.

Crédit :

L'année 2009 aura été stratosphérique pour le crédit aussi bien en termes de hauteur de performance, avec un indice crédit qui surperforme ses homologues gouvernementaux de plus de 12%, et certains sous-indices à plus de 50%, que du niveau d'émissions, avec presque 300 Milliards de dettes corporates émises. L'année 2010 démarre dans la même veine sous la triple influence d'une amélioration fondamentale indéniable, avec notamment des taux de défauts annoncés en baisse, d'un appétit pour le risque toujours présent et d'une liquidité cherchant à s'investir et recherchant du rendement en début d'année. Il y a cependant de nombreux

facteurs à surveiller qui font que cette photo n'est pas aussi idyllique, la situation sur les dettes subordonnées en est un important.

Nous prenons cependant acte d'un environnement très porteur pour la classe d'actifs et maintenons nos portefeuilles pleinement investis. De plus, nous restons très vigilants à maintenir un haut niveau de sélectivité.

Indexées Inflation :

L'année 2008 fut une année noire pour la classe d'actif. 2009 en revanche est un excellent millésime avec des indexées qui surperforment leurs homologues nominales mondialement. Le haut du podium est tenu pas les indexées américaines avec une surperformance de plus de 15%. Cette bonne tenue des indexées devrait se poursuivre en ce début d'année pour trois raisons. La hausse conjoncturelle des chiffres d'inflation globale et des inquiétudes inflationnistes toujours prêtes à resurgir est la première. La seconde est la nature même de ces instruments qui, considérés comme risqués, profitent de l'environnement actuel d'appétit pour le risque. Enfin, les prévisions d'émissions primaires ne sont pas négligeables, ce qui va permettre d'animer la classe d'actifs.

Ainsi nous maintenons notre vue positive sur les indexées en ce début d'année.