



PREVISIONS MARCHE DE TAUX

Février 2010

www.groupama-am.fr



Asset Management

Taux courts :

La pièce en IV actes que nous avons précédemment présentée se déroule selon le script. La BCE continue de maintenir sa position, de modifier marginalement les conditions de refinancement et de tenir un discours très prudent. De son côté la Fed commence à entrer dans la mise en place progressive de procédures de sortie avec notamment une modification à venir du taux d'escompte.

Les anticipations de hausse des taux de refinancement ont été repoussées d'un trimestre de part et d'autre de l'Atlantique. Comme nous l'écrivions dans ces lignes il y a quelques semaines, les anticipations précédentes nous semblaient trop optimistes. Les estimations actuelles, d'un premier geste prévu en fin de troisième trimestre pour la Fed et en début d'année prochaine pour la BCE, sont cohérentes avec nos propres prévisions que nous maintenons inchangées.

Les discours toujours très prudents des Banquiers Centraux ont certes contribué à ce décalage. Cependant le retour de l'aversion pour le risque, risque souverain en tête avec la thématique de l'incapacité potentielle de certains Etats à soutenir leur dette à la périphérie de la zone euro, est la principale raison de ce décalage.

Taux longs :

La période récente a été particulièrement riche en mouvements obligataires avec trois thématiques principales.

D'une part le recul des anticipations monétaires a provoqué un impressionnant rallye des taux à 2 ans. Ils franchissent des niveaux rarement observés et, à notre avis, difficilement justifiables à l'image du taux 2 ans allemand qui passe brièvement sous la barre des 1%, niveau du taux Refi de la BCE. Ces mouvements récents un peu extrêmes ainsi que notre scénario sur les politiques monétaires nous amènent à maintenir notre sous-exposition sur ces segments de courbes, voire à la renforcer.

Sur le front des taux longs, la fourchette de fluctuation reste toujours de mise. D'un côté les surprises positives sur le front de l'économie et les émissions gouvernementales toujours très présentes provoquent des tensions ponctuelles en début de période. De l'autre, ces tensions sont très vite compensées par des chiffres d'inflation sous-jacente toujours baissiers et par le retour de l'aversion pour le risque et des inquiétudes sur les déficits des Etats provoquant une forte détente en fin de période sur les taux allemands. Nous continuons de penser que la tendance globale

devrait être à la tension des taux et maintenons donc inchangées nos cibles à 12 mois et nos portefeuilles en sous-sensibilité.

Les dettes des Etats périphériques de la zone euro, Grèce en tête puis Espagne et Portugal, ont été particulièrement malmenées ces derniers temps. La nervosité a été à son comble et il est alors difficile de séparer les interventions spéculatives du véritable risque fondamental. Après les 'PIIGS' (*), nos confrères anglo-saxons ont inventés les 'STUPID' (**) ce qui semble un peu extrêmes (cf. notre édito). Même si le risque est réel, les niveaux de prime atteints nous semblent vraiment exagérés, et pour certains, comme l'Espagne, injustifiables. De même, même si cela ne sera politiquement pas facile nous croyons toujours d'une part à un plan de rigueur Grec et d'autre part à un soutien in fine pour éviter un désagrégement de la zone euro. Ainsi nous maintenons nos positions en surpondérations tactiques sur les dettes d'Etats périphériques, Grèce, Espagne et Portugal notamment.

(*) PIGS: Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain.

(**)STUPID: Spain, Turkey, UK, Portugal, Italy, Dubai.

Crédit :

Malgré le fort retour de l'aversion pour le risque ces deux dernières semaines de période, la chute brutale des marchés d'actions qui a suivi, ainsi que les discours politiques plus agressifs sur la sphère financière notamment aux USA, il est étonnant de constater l'excellente résistance des obligations crédit. Les primes de risques ne se sont effectivement que très peu écartées. Il y a deux principales raisons à cette étonnante résilience, un flux positif d'améliorations fondamentales et un flux technique toujours présent. Fondamentalement on note à la fois des surprises positives sur le front de l'économie, une campagne de résultats d'entreprise aux USA d'excellente facture et enfin un recul des prévisions de taux de défaut dont le pic semble désormais derrière nous. Techniquement, la recherche de rendement est toujours très présente et si des flux d'investissements sortent massivement des véhicules monétaires, ils se reportent principalement sur l'obligataire. Dans cette configuration, nous maintenons notre positionnement positif sur le crédit. Toutefois, nous conservons une certaine prudence car si embellie économique il y a bien, elle pourrait n'être que de court-terme et par ailleurs les incertitudes sur les diverses dettes financières sont toujours d'actualité. Enfin après onze mois de rallye quasi ininterrompu, nous en profitons pour prendre quelques profits sur certaines positions.

Indexées Inflation :

Les obligations indexées ont souffert pendant la période et sous-performent leurs homologues nominales pratiquement dans tous les pays. Seule exception, les indexées nippones qui ont bénéficié d'un important flux d'achats de dettes de la part du ministère des finances japonais. L'étiquetage d'actif risqué de ces dettes dans un climat de retour de l'aversion pour le risque, la forte baisse des prix de l'or noir en seconde partie de période ainsi que des prix alimentaires, et enfin les chiffres d'inflation sous-jacente toujours en baisse sont les principaux facteurs qui ont provoqué une forte baisse des points morts d'inflation et une désaffection passagère pour la classe d'actifs. Nous estimons en effet que cela ne sera que passager pour deux raisons. La saisonnalité d'une part qui redevient positive dès le mois de mars et les chiffres d'inflation globale qui restent eux bien orientés. Ainsi nous maintenons notre allocation sur la classe d'actifs.