

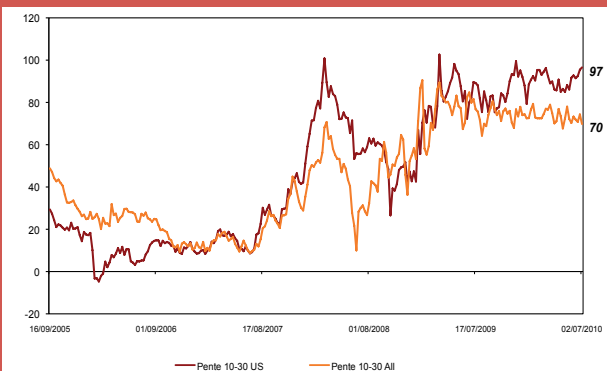
GESTION DE TAUX

Zone euro

TAUX COURTS

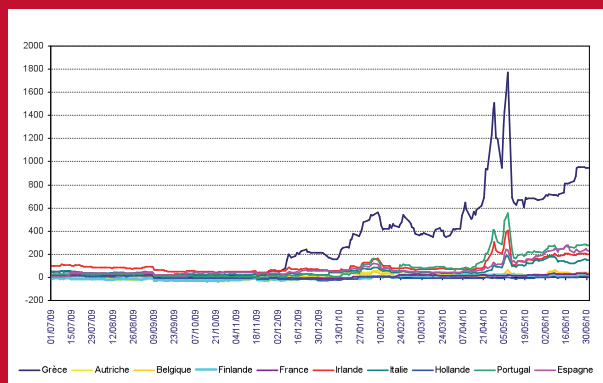
La réunion de la BCE du 10 juin, à l'inverse de la précédente, a pleinement rassuré les marchés. Il ne s'agit bien sûr pas d'inquiétudes quant au taux refi qui est durablement ancré sur le niveau de 1% et pour lequel les anticipations de mouvements, à la hausse, sont très faibles. Il s'agissait de liquidité à l'aube de la fin de l'opération de refinancement à long terme qui avait tant fait parler d'elle l'année dernière. Toutes les analyses montrent effectivement qu'aujourd'hui la sur-liquidité du marché n'est actuellement le fait que de la Banque Centrale, et que les échanges inter-bancaires restent anémiques, d'où l'attention des marchés sur les prochaines opérations de refinancement. Ceux-ci ont été pleinement rassurés à la fois par le discours et le dispositif mis en place, mais surtout par le test en grandeur nature du 1^{er} juillet. En effet, celui-ci s'est très bien passé avec une tombée des 440 Md€ de l'opération à un an et un renouvellement sur des montants beaucoup plus faibles (160 Md€) et surtout plus faibles qu'attendus (>200 Md€). Tout cela est en droite ligne avec nos anticipations et prévisions que nous maintenons donc inchangées.

Différence entre le taux à 30 ans et le taux à 10 ans en Allemagne et aux États-Unis



Source : Bloomberg

Évolution des spreads de taux à deux ans au sein de la zone euro*



Source : Bloomberg

* Les taux utilisés sont des taux génériques, un changement d'obligation de référence peut entraîner un saut de rendement

termes de psychologie de marché, qu'en termes d'environnement macroéconomique qui devrait même se dégrader au deuxième semestre. Nous conservons donc un positionnement pays défensif sous-pondérant les dettes périphériques et surpondérant les dettes du noyau dur. De même, nous maintenons les portefeuilles neutres en sensibilité au taux estimant qu'à court terme, les mouvements des rendements devraient rester dans une fourchette de fluctuation très étroite et centrée sur les niveaux actuels. Ainsi, nous affichons de la stabilité des taux à court-terme, avec par exemple un 3% sur l'OAT 10 ans, et une très légère tension à 12 mois à 3,50% en baisse par rapport à nos précédentes cibles.

Indexées inflation

La chute continue des chiffres d'inflation sous-jacente ou globale, et l'aversion pour le risque, ont eu raison encore ce mois-ci de la classe d'actifs. Les indexées sous-performent ainsi leurs homologues nominales durant le mois passé sur l'ensemble des marchés, à l'exception du Japon qui profite d'achats directs par le ministère des finances. Compte tenu de nos anticipations quant à la situation de marché, décrites dans les lignes ci-dessus, il n'y a pas de raison pour que la situation s'améliore à court terme sur la classe d'actifs. Nous maintenons donc une pondération nulle dans nos fonds *aggregate* et un positionnement prudent dans nos fonds indexés.

TAUX LONGS

Avec la dégradation de la note de LT de la Grèce par Moody's, la sortie d'indicateurs économiques un peu moins bons et les inquiétudes grandissantes sur l'Espagne, l'aversion pour le risque est restée très importante sur les marchés obligataires. Ainsi, le rendement de la dette allemande est-il revenu sur ses précédents points bas, et les dettes périphériques ont vu leurs primes de risques s'écarter fortement jusqu'à dépasser leurs précédents points hauts du début du mois de mai pour certains d'entre eux. L'élément rassurant qui a permis de limiter cette hausse est le fait que les nouvelles émissions de dettes gouvernementales qui ont eu lieu au cours du mois, Espagne en tête, continuent d'être bien reçues et absorbées par le marché, à la faveur de rendements très attractifs. De plus, les annonces des différents Trésors ont permis de faire le point sur l'état de réalisation de leurs plans de financement qui sont globalement en avance à quelques exceptions près. Nous n'anticipons pas de changement majeur dans les prochaines semaines à la fois en

GESTION DE TAUX

États-Unis

TAUX COURTS

Lors du dernier FOMC, M. Bernanke a envoyé un important signal de prudence quant à la reprise économique aux États-Unis. Les anticipations de hausse des taux Fed Funds se sont alors encore atténuées. La première hausse est désormais attendue pour l'été de l'année prochaine. En revanche, il continue d'y avoir des dissensions au sens des gouverneurs avec une voix qui continue de militer pour une normalisation de la courbe, pour à la fois limiter la création de bulle sur certains actifs et redonner des marges de manœuvre à la Fed dans le cadre d'éventuelles ventes d'actifs. Nous prenons cependant acte de ce changement de ton et écrivons donc notre cible à 12 mois pour la passer à 0,75 %.

TAUX LONGS

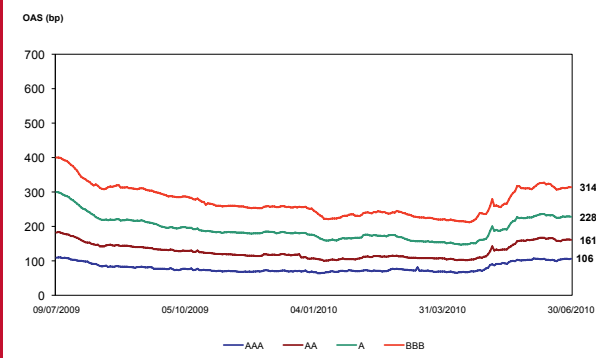
Dans un environnement de fuite vers la qualité, les obligations américaines ont nettement profité de leur statut de valeur refuge. Ainsi, les rendements des taux ont continué sur la tendance baissière quasi continue commencée le 4 avril sur le niveau de 4 % sur le taux 10 ans pour toucher un point bas début juillet à 2,88 %. La publication de chiffres macroéconomiques de moins bonne facture a aussi contribué à ce rallye. La contribution de cette aversion pour le risque à la baisse des rendements devrait progressivement s'atténuer. En revanche, nous estimons que la reprise américaine pourrait être plus faible, ce qui limitera les tensions. Nous affichons donc une cible à court terme en ligne avec le 3 % actuel et une cible à 12 mois avec une tension limitée à 3,75 %.

Crédit

Les dettes les plus subordonnées ont particulièrement souffert de l'environnement précédemment décrit, sachant que la classe d'actifs dans son ensemble a vu ses primes de risques s'écarter légèrement sur l'ensemble de la période. Ce n'est clairement pas les fondamentaux des émetteurs qui sont à l'origine de ces mouvements - ils sont plutôt bons pour le moment et avec un pic de taux de défaut désormais derrière nous - mais plutôt l'environnement général et les inquiétudes sur les dettes souveraines.

On a assisté à une légère réouverture du marché primaire, ce qui a apporté un peu de respiration, mais elle fut de faible ampleur et de courte durée. La classe d'actifs bénéficie toujours du support d'un appétit pour le rendement qui ne se dément pas et qui limite l'écartement des primes de risque. Les « stress tests » des banques pourraient être catalyseurs d'une reprise bienvenue de la confiance, malheureusement le peu de coordination dans la définition de ces tests et le peu de transparence actuelle limitent fortement cet aspect rassurant. En revanche, notre anticipation d'une dégradation à venir de l'environnement économique global, et nos inquiétudes fondamentales dans la sphère financière pour le deuxième semestre, nous semblent plus inquiétantes et nous amènent à afficher un positionnement plus prudent sur la classe d'actifs dans son ensemble et tout particulièrement à alléger le secteur financier, dettes subordonnées en tête. Même si la concrétisation de ces inquiétudes n'est pas immédiate, le critère de liquidité sur ces actifs nous amène à commencer dès à présent cet allègement.

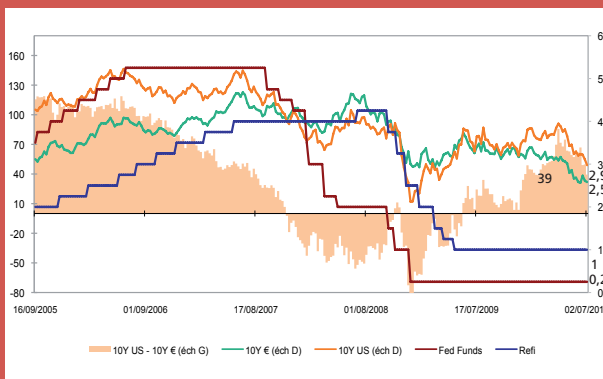
Évolution des primes de risque par notation



Source: Barclays Capital

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Évolution des taux courts et longs aux États-Unis et en zone euro



Source: Bloomberg



Philippe-Henri Burlisson,
Directeur des Gestions Fondamentales