

Gestion de taux

TAUX LONGS

■ **Le cas grec alimente toujours l'actualité, les inquiétudes se renforcent une fois de plus**, augmentant l'aversion au risque et la volatilité sur les marchés. La Grèce est dans l'incapacité de venir se refinancer sur les marchés dès 2012, comme prévu en 2010 dans le plan initial. Elle a donc besoin aujourd'hui d'un nouveau plan de financement pour les deux prochaines années. Les discussions quant aux modalités du nouveau plan ont été engagées et la participation du secteur privé évoquée. À ce jour, il apparaît que les États ont beaucoup de difficultés à trouver un accord sur les modalités de la participation du secteur privé. Tout ceci devrait encore prendre quelques semaines, maintenant un haut degré d'incertitudes. Néanmoins, le FMI devrait finalement donner son accord au versement de la cinquième tranche de 12 Md€ contre l'assurance que les nouvelles mesures d'austérité soient votées avant la fin du mois de juin, évitant la précipitation du défaut du pays au cours de l'été. La poursuite des inquiétudes sur la Grèce, ainsi que la pression des agences de notation sur les pays ont alimenté la fuite vers la qualité, favorisant la baisse des taux des pays core et des taux américains. La baisse des taux a aussi été guidée par les fondamentaux économiques faisant état d'un coup de frein brutal de l'activité américaine. Ce ralentissement de l'économie américaine entraîne une révision de notre anticipation de taux à trois mois aux États-Unis et en zone euro (France). Les facteurs

hausseurs taux: inflation en hausse sur les prochains mois, la fin du QE2 (moins de flux acheteurs sur la dette américaine) et les difficultés à parvenir à un accord quant au relèvement du plafond légal de la dette publique américaine seront tempérés par le ralentissement en cours aux États-Unis et la poursuite de l'aversion au risque. Nous revoyons la cible à trois mois à 3,3 % pour le taux 10 ans américain et 3,5 % pour le taux à 10 ans français.

CRÉDIT

■ **L'accentuation de l'aversion au risque a atteint le marché du crédit**, jusque là très résistant. Les *spreads* s'élargissent, particulièrement sur les dettes financières subordonnées et les dettes *high beta* qui avaient le mieux performé depuis le début de l'année. Malgré ce contexte d'élargissement des primes de risque, le marché primaire est resté très actif jusqu'au début du mois de juin, dans un environnement, il est vrai, d'importants remboursements. Certains facteurs techniques et fondamentaux demeurent positifs pour le crédit. Néanmoins, la pression des agences sur les États, les difficultés européennes quant à la résolution à court terme des problèmes de la Grèce et le coup de frein de l'économie américaine pèsent sur les *spreads*. Nous repassons neutre sur la classe d'actifs.

INDEXÉES INFLATION

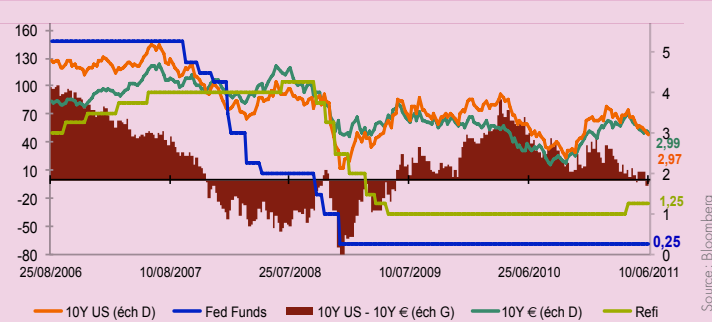
■ **Les obligations indexées inflation sous performant les obligations nominales**. Le contexte d'aversion au risque, le recul récent des prix du pétrole et un portage moins favorable pour les mois à venir pèsent sur les indexées. Les valorisations actuelles, font néanmoins apparaître des anticipations d'inflation basses (1,8 %) au regard des niveaux d'inflation. Nous maintenons notre position neutre sur la zone euro.

UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

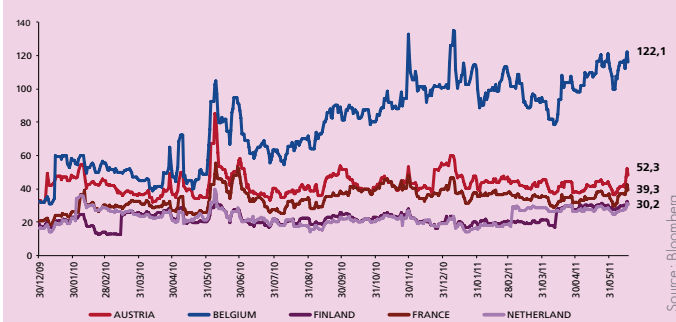
■ **Le contexte d'aversion au risque et de ralentissement économique outre-Atlantique** nous conduit à remonter l'exposition aux taux des portefeuilles à neutre. Le positionnement à l'aplatissement du segment 2-10 ans est renforcé. Les maturités courtes demeurent sous pondérées dans l'attente de la prochaine hausse des taux de la BCE en juillet et la zone 10 ans est renforcée à une légère surpondération. Notre allocation pays sous-pondère toujours les trois pays qui ont fait appel à l'aide européenne. Dans le but de réduire la volatilité attendue ces prochaines semaines, nous repassons neutre sur l'Italie et l'Espagne. Sur le crédit, nous diminuons notre sensibilité crédit à 100 % compte tenu de l'environnement.

G. M.

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



Spreads Pays Core 10 ans



Spreads Pays Périphériques 10 ans

