

Gestion de taux

TAUX LONGS

■ **Après de nombreux rebondissements en Grèce concernant le vote au parlement du nouveau plan d'austérité**, ce dernier a finalement été voté, permettant le déblocage de la 5^e tranche d'aide du plan initial. Une lueur d'espoir est alors apparue sur le marché, renforcée par la proposition française concernant la participation du secteur privé dans la définition d'un nouveau plan de financement.

Cette bouffée d'oxygène n'a été que de très courte durée, anéantie par l'action des agences de notation. S&P a déclaré qu'elle considérait la proposition française comme un « défaut sélectif » sur la dette grecque et Moody's dégradait la dette portugaise et la dette irlandaise en catégorie spéculative.

La contagion atteint l'Italie et toutes les dettes connaissent des écartements de leur prime de risque contre la dette allemande. La cacophonie qui règne actuellement en zone euro au sein des autorités politiques alimente la volatilité extrême que nous connaissons ces derniers jours.

Si l'obtention d'un accord semble encore difficile à envisager, tant les dissensions sont importantes entre les états, l'extension de la crise à l'Italie renforce la nécessité d'une solution durable pour les marchés. Nous restons convaincus qu'une solution politique verra le jour au cours des prochaines semaines, apaisant le risque extrême présent sur les marchés.

Les fondamentaux se détériorent des deux côtés de l'Atlantique,

les chiffres d'inflation restent élevés, et ne devraient pas ralentir avant l'automne. Les niveaux de taux actuels nous semblent néanmoins intégrer beaucoup plus que la détérioration fondamentale, et ont été favorisés par la fuite vers la qualité dont ont bénéficié les dettes allemandes et américaines.

Nous maintenons nos cibles à 3 mois à 3,3 % pour le taux 10 ans américain et 3,5 % pour le taux à 10 ans français.

CRÉDIT

■ **L'environnement d'aversion au risque extrême pousse les primes de risque à la hausse dans un marché très illiquide.**

L'élargissement des *spreads* touche en priorité les dettes BBB, les dettes financières subordonnées et les *utilities* (très corrélées au risque souverain). Après une petite fenêtre d'émission début juillet, le marché primaire s'est rapidement fermé suite à l'action des agences de notation, il devrait rester anémique au cours de la période estivale.

L'écartement récent des primes de risque rend les niveaux de valorisation attractifs sur certains secteurs ou certains émetteurs, dans l'attente d'une solution politique favorable dans les semaines à venir.

Nous profiterons avec beaucoup de sélectivité de niveaux de valorisation jugés attractifs pour commencer à ajouter un peu d'exposition crédit (bêta), particulièrement sur les pays core.

INDEXÉES INFLATION

■ **Les performances récentes des indexées inflation sont très disparates entre les zones géographiques.**

La surperformance est notable au Royaume-Uni et aux États-Unis. En zone euro, elles affichent des performances en ligne avec les obligations nominales. Le portage défavorable de l'été et l'aversion au risque qui anime les marchés sont des facteurs négatifs pour les indexées euro, auxquelles on préférera les indexées américaines.

UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

■ **L'incertitude et la volatilité qui animent les marchés à très court terme militent pour un maintien d'un positionnement neutre en termes d'exposition aux taux.**

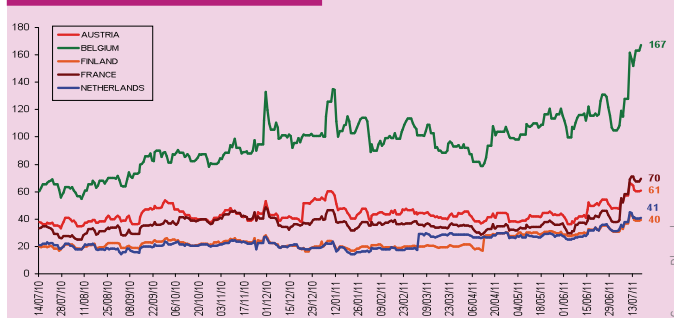
Le positionnement à l'aplatissement du segment 2-10 ans est toujours favorisé compte-tenu du niveau du taux 2 ans allemand en-deçà du taux REFI. Nous maintenons notre préférence pour les pays core, dans l'attente de l'annonce d'une résolution politique. Notre allocation pays reste à l'écart des 3 pays qui ont fait appel à l'aide européenne et maintient un positionnement neutre sur l'Italie et l'Espagne. Sur le crédit, nous maintenons une sensibilité crédit à 100 %, une allocation d'actifs à 95 %. Nous remonterons, dans une optique moyen terme, la bêta des portefeuilles dans le but de profiter de niveaux de valorisations jugés attractifs.

Achévé de rédiger le 18 juillet 2011. 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

