

## Gestion de taux

### TAUX LONGS

#### ■ Lamise en évidence de la faiblesse des fondamentaux économiques des deux côtés de l'Atlantique

ainsi que la problématique des dettes souveraines ont emmené les marchés vers des niveaux de risque extrême. Les événements de l'été ont en effet renforcé les inquiétudes des marchés en ce qui concerne le profil de croissance des pays développés, illustré par la révision des chiffres de croissance aux États-Unis sur les années passées. En zone euro, la crise de la dette souveraine a pris une nouvelle dimension. Malgré la volonté politique européenne d'apporter des solutions au problème grec, les réponses présentées le 21 juillet n'ont pas suffi à rassurer les marchés compte tenu de la complexité des mesures à mettre en place. La BCE est alors intervenue, dans le cadre du SMP sur le marché secondaire en achetant de la dette italienne et espagnole afin de contenir les taux de ces deux pays. Les dissensions entre les États de la zone euro ainsi que le manque de rigueur de la Grèce dans la mise en place des plans d'austérité ont ravivé les craintes de défaut de la Grèce et fait émerger des anticipations de sortie de la Grèce de la zone euro. Les marchés sont aujourd'hui dans l'attente de décisions politiques fortes, vers plus de coordination et gouvernance économique, et de plus de crédibilité des pays de la zone euro dans la mise en œuvre des mesures décidées et nécessaires des plans d'austérités. À court terme, l'incertitude qui règne sur le sort de la Grèce et la contagion sur les autres pays périphériques, sans solution

visible à court terme, conduit à la poursuite du mouvement de fuite vers la qualité, bénéficiant en priorité à la dette américaine et allemande et dans une moindre mesure à la dette française. Dans ce contexte renforcé par la poursuite du ralentissement économique mondial, nous anticipons une poursuite de la baisse des taux et affichons à 3 mois un taux 10 ans américain à 1,75 % et un taux 10 ans français à 2,40 %. A plus long terme, le contexte économique en zone euro devrait demeurer encore affaibli par la succession des plans d'austérités, sans pour autant tomber en récession, maintenant un environnement de taux bas. La prime de liquidité quant à elle (liée au phénomène de fuite vers la qualité) sera atténuée par les futures décisions politiques et le pas en avant vers plus d'intégration. Au total, nous anticipons un taux 10 ans français sur des niveaux de 2,75 %.

### CRÉDIT

#### ■ Le stress majeur qui marque les marchés depuis plusieurs semaines impacte très largement le marché du crédit

qui connaît des mouvements d'écartement massif des *spreads* dans un marché illiquide. Le secteur financier a, une nouvelle fois, connu les plus fortes dépréciations et en particulier les noms français. Les niveaux de valorisation sur certains secteurs et certaines valeurs apparaissent attractifs d'un point de vue fondamental. Néanmoins, le manque de visibilité à court terme et la poursuite de mouvements erratiques conduisent à la prudence vis-à-vis de la classe d'actifs.

### INDEXÉES INFLATION

#### ■ Les dernières semaines ont été très négatives pour les indexées inflation.

Les points morts inflation ont fortement reculé et ne devraient pas trouver de support à court terme malgré des valorisations très attractives. Les taux réels ont atteint des niveaux très bas, voire négatifs dans certaines zones géographiques. Ils devraient rester bas compte tenu de l'évolution du contexte économique.

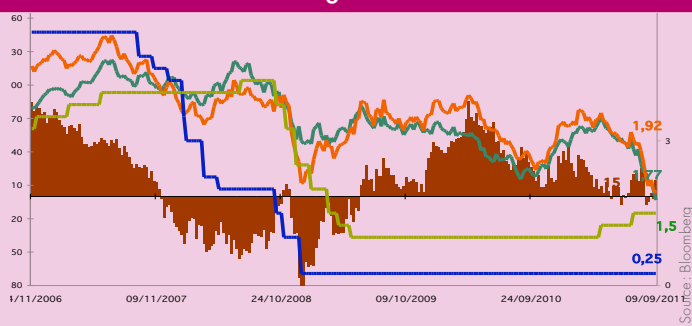
### UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

#### ■ Le manque de visibilité sur une solution à court terme en zone euro milite pour le maintien d'un positionnement neutre en termes d'exposition aux taux.

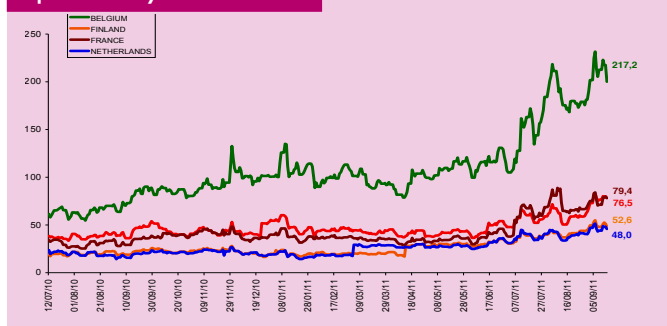
La stratégie d'aplatissement du segment 2-10 ans est maintenue, la baisse des taux par la BCE que nous attendons est déjà anticipée par les marchés. Le mouvement de fuite vers la qualité est attendu principalement sur les taux à 10 ans. Nous renforçons notre préférence pour les pays *core*, et augmentons notre exposition sur l'Allemagne au détriment de l'Espagne et de l'Italie, sur lesquels nous passons en sous-pondération ; la France passe de surpondéré à neutre. Sur le crédit, nous maintenons une allocation d'actifs à 95 % et nous initions quelques couvertures pour baisser l'impact de la forte volatilité sur nos portefeuilles.

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

