

Gestion de taux

TAUX LONGS

■ **Deux semaines pour sauver l'euro...** Les phases de risque extrême ont caractérisé les marchés ces dernières semaines, alimentées entre autre par les tergiversations des Etats européens concernant la ratification du plan d'extension du FESF et le report à une date ultérieure du versement de la 6^e tranche du plan d'aide à la Grèce.

Les déclarations faites par les politiques et les autorités européennes ces derniers jours, ont fait renaître l'espoir d'annonces de nouvelles mesures très prochainement pour résoudre la crise. Toute nouvelle faisant état de réflexion et d'avancées sur de nouvelles actions est accueillie avec beaucoup de soulagement par les marchés, entraînant un repli des primes de risque et une remontée des taux des pays *core*.

Il faut rétablir la confiance des marchés et des agents économiques. Les autorités politiques sont attendues avec beaucoup d'impatience. Dans l'attente, l'incertitude va rester très forte et la volatilité très élevée.

Le retour durable de la confiance est fonction selon nous de la nature des annonces qui vont être apportées sur les thèmes de la recapitalisation des banques au niveau européen, de la force de frappe du FESF pour limiter tout risque futur de contagion et du traitement de la dette grecque.

Le risque d'une déception est néanmoins probable, au regard des attentes et des modalités de mise en œuvre.

Dans ce contexte, nous anticipons des taux dans les pays *core*, toujours bas à horizon 3 mois, d'autant que le marché sous-estime, selon nous, la réalité du ralentissement économique. À plus long terme, l'amélioration de la situation du système bancaire, les avancées sur la résolution de la crise souveraine et la volonté de faire évoluer les traités vers plus d'intégration économique et budgétaire devraient pousser les taux des pays *core* à la hausse.

CRÉDIT

■ **Les phases de risque extrême se sont traduites par une poursuite de la hausse des primes de risque sur le marché des dettes privées.** Ces écartements de spreads se sont, dans le contexte de défiance majeur sur le secteur financier, principalement matérialisés sur les dettes bancaires et d'assurances subordonnées.

Les dettes des entreprises industrielles, ont, elles, plutôt montré une certaine résistance. Le marché primaire se ré-ouvre très progressivement sur les corporates. Toutefois, les financières ne sont pas en capacité de se financer sur le marché obligataire.

Le marché secondaire n'est quant à lui toujours pas normalisé. La BCE a néanmoins donné un signal positif avec la réactivation des achats d'obligations sécurisées (*covered*) et du LTRO 12 et 13 mois, allégeant la pression sur la liquidité du système bancaire européen.

D'un point de vue valorisation, les niveaux atteints intègrent déjà un scénario récessif sur le crédit. À court terme, le manque de visibilité et la volatilité toujours élevée conduisent encore à la prudence sur la classe d'actifs.

INDEXÉES INFLATION

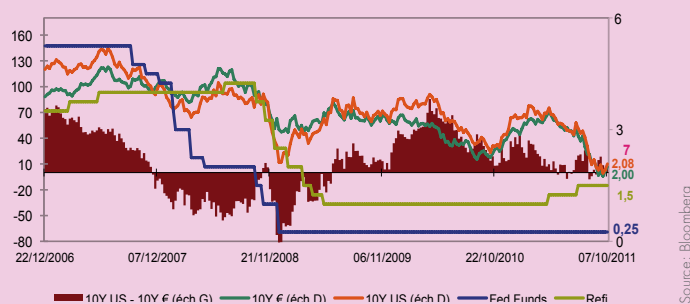
■ **La forte aversion pour le risque et un portage négatif ont continué de pénaliser les indexées inflation.** Il semble néanmoins les points mort d'inflation aient atteint un plancher et les valorisations sont attractives à un horizon moyen terme. Les perspectives de portage sont favorables à 3 mois. Nous passons neutre sur cette classe d'actifs.

UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

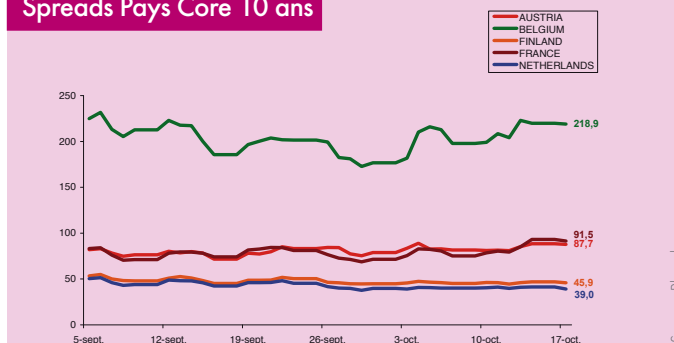
■ **Les semaines à venir vont être cruciales et, l'incertitude, le maître-mot à court terme.** Face à ce manque de visibilité, nous maintenons un positionnement neutre en termes d'exposition aux taux et un léger biais à l'aplatissement du segment 2-10 ans. En terme d'allocation pays, la préférence pour les pays *core* est maintenue mais dans une moindre amplitude versus Italie et Espagne. Sur le crédit, nous maintenons une allocation d'actifs à 95 %, nous conservons nos positions obligataires et gérons la volatilité dans l'attente des échéances capitales au niveau européen.

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

