

Gestion de taux

TAUX LONGS

■ **Les marchés ont mis plein d'espoir dans les autorités européennes** et ont trouvé une réponse plutôt favorable lors du sommet du 26 octobre, même si les modalités de ce nouvel accord restent à définir.

La question du référendum grec, en début de mois, a mis en évidence la possibilité de sortie du pays de la zone euro en dépit de l'accord qui venait d'être signé. La défiance des marchés a repris le dessus, entraînant une nouvelle phase d'aversion au risque. La contagion s'est généralisée à l'ensemble des dettes d'Etat de la zone, en dehors de l'Allemagne. L'Italie est le pays qui en souffre le plus avec l'explosion à la hausse de ses taux (> à 7%), poussant S. Berlusconi à céder sa place à Mario Monti.

L'abandon de l'idée de référendum en Grèce s'est accompagné d'un nouveau gouvernement mené par L. Papademos. Ces changements politiques au lieu de rassurer, n'ont fait qu'attiser la crise de confiance. La France est à son tour fragilisée, la nouvelle prévision de croissance de 1% retenue est jugée trop optimiste, et le spread français s'écarte sur des plus hauts historiques contre l'Allemagne. Par ailleurs, les fondamentaux en zone euro marquent un fléchissement supplémentaire, alimentant la hausse des primes de risque. Dans ce contexte, la volatilité et l'aversion au risque devraient perdurer et la prudence reste de mise, surtout vis-à-vis des pays les plus fragiles. Le taux français,

quant à lui, devrait à 3 mois connaître une tendance haussière à l'approche de la revue de sa notation et de l'entrée en période électorale. L'Allemagne, quant à elle, est épargnée par cette défiance, néanmoins le mouvement de fuite vers la qualité en sa faveur s'essouffle. Aux États-Unis, les effets positifs sur les taux de l'opération *twist* et de la baisse de l'inflation en fin d'année devraient être compensés par la croissance revue en hausse et la problématique budgétaire. Les taux à 10 ans devraient rester stables à court terme.

CRÉDIT

■ **Le marché du crédit a aussi salué l'accord du 26 octobre**, avec un resserrement marqué des primes de risque.

Cette embellie a fait long feu. D'un point de vue fondamental, la tension persistante sur les marchés et en particulier sur le système bancaire, menace d'enclencher un *credit crunch* et de détériorer les conditions de financement des entreprises. D'un point de vue plus technique, l'absence de liquidité favorise les mouvements erratiques et violents. La dichotomie entre les crédits corporates et financiers se creuse.

À court terme, le manque de visibilité et la volatilité toujours élevée conduisent une nouvelle fois à la prudence sur la classe d'actifs.

INDEXÉES INFLATION

■ **L'évolution des primes de risque des États est le principal facteur** qui a guidé le marché des indexées inflation ces dernières semaines. Les points morts d'inflation se sont élargis dans le sillage de la remontée des prix du pétrole. Le portage négatif a, lui, compensé l'effet positif de la remontée des points morts. Si certains facteurs négatifs persistent (aversion pour le risque et détérioration de la situation économique), les facteurs de soutien devraient l'emporter (les valorisations attractives, la politique de la BCE, plus pragmatique, et le portage qui redevient fortement positif sur l'inflation européenne) en privilégiant l'Allemagne.

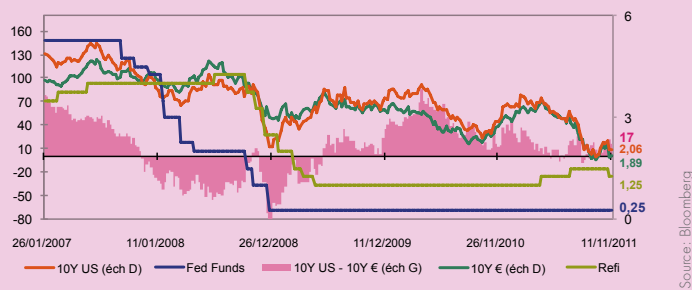
UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

■ **Le mot d'ordre reste une nouvelle fois la prudence.**

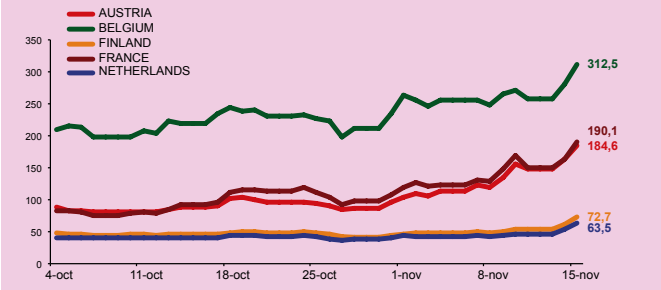
Face à ce contexte qui ne s'améliore pas, nous affichons toujours la neutralité en termes directionnel taux. Nous sous-pondérons les pays fragiles (tous les pays périphériques) et restons neutres sur la France. Au sein des pays *core*, nous baissons notre surpondération sur l'Autriche et privilégions la Finlande, les Pays-Bas et l'Allemagne. Sur le crédit, nous allégeons certaines positions sur opportunité et gérons la volatilité. En ce qui concerne les indexées inflation, nous initions une allocation dans nos portefeuilles *aggregate*, uniquement sur l'Allemagne en arbitrage de la dette nominale allemande.

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

