

Gestion de taux

TAUX LONGS

■ Le calendrier européen a, une fois de plus, rythmé les marchés ces dernières semaines.

Le sommet du 9 décembre, en avançant sur la question politique d'une plus grande intégration budgétaire, a mis en avant la volonté des États de traiter les problèmes de fond de la zone afin d'apporter une réponse structurelle à la crise. L'accord conclu reste néanmoins incomplet au regard des volets croissance et solidarité au sein de la zone euro.

Ces avancées en termes d'intégration budgétaire n'ont pas suffi à calmer la défiance des investisseurs, ni des agences de notation. L'absence de solution globale à la crise continue de nourrir la volatilité des marchés.

La crise de la dette en zone euro va rester le principal point d'attention dans les mois à venir. Notre scénario central repose sur l'amélioration lente et progressive de la gouvernance en zone euro et sur un renforcement de l'intégration économique et budgétaire, étape par étape. Cela ne va donc pas se faire sans heurt ni volatilité, et les risques restent présents.

D'un point de vue économique, la zone euro entre, en cette fin d'année, dans une phase de récession modérée, avant un rebond attendu pour le second semestre 2012. Dans ce contexte, nous anticipons une stabilité des taux *core* (allemands) à trois mois. L'impact de l'affaiblissement économique va compenser la baisse progressive de la prime de liquidité dont bénéficie l'Allemagne et le risque de dégradation généralisée des notations des États de la zone euro par les agences. À horizon fin 2012, la plus forte intégration

européenne couplée avec le retour de la croissance modérée devrait favoriser la remontée des taux.

Du côté de la France, les incertitudes politiques alimentées par l'entrée du pays en période électorale, le risque de voir le pays manquer ses cibles budgétaires ainsi que les risques pesant sur son *rating* sont de nature à pousser sa prime de risque contre l'Allemagne à la hausse au cours des premiers mois de l'année (cible à 160bp avec une probabilité de retour sur les 200 bp). À horizon fin 2012, l'incertitude politique devrait être levée et la gouvernance globale en zone euro améliorée. Ces facteurs militent pour un resserrement de la prime de risque sur la seconde partie de 2012, avec néanmoins un spread qui demeure sur des niveaux supérieurs aux spreads historiques (autour de 100 bp).

Du côté des pays périphériques, la prudence en début d'année continue de s'imposer, dans un contexte de volatilité, de flux d'émissions importants et du maintien de la pression de la part des agences de notation. À plus long terme, la résolution progressive de la crise devrait pousser les primes de risque de ces pays au rétrécissement et entraîner une convergence des taux vers ceux des pays *core*.

De l'autre côté de l'Atlantique, le ralentissement économique, qui va s'amplifier en début d'année, couplé à la poursuite des problématiques budgétaires, devrait maintenir les taux proches des niveaux actuels sur la première partie de l'année. À plus long terme, le retour vers une croissance molle, la problématique budgétaire toujours en cours ainsi que la période électorale entraîneront une remontée des taux américains.

CRÉDIT

■ La sortie de crise va encore être longue et volatile,

la prudence à court terme sur le crédit demeure, renforcée par un contexte de raréfaction structurelle de la liquidité.

À plus long terme, dans un environnement de récession « douce » et tenant compte des primes de risque offertes, la classe d'actifs reste attractive : les taux sont bas et les *spreads* de crédit incorporent des taux de défaut implicites extrêmes.

INDEXÉES INFLATION

■ L'évolution des primes de risque des États est restée le principal facteur explicatif

de la performance des indexées inflation. La poursuite de la volatilité pourrait encore chahuter la classe d'actifs. À plus long terme, les valorisations des anticipations d'inflation restent attractives, particulièrement sur les maturités courtes.

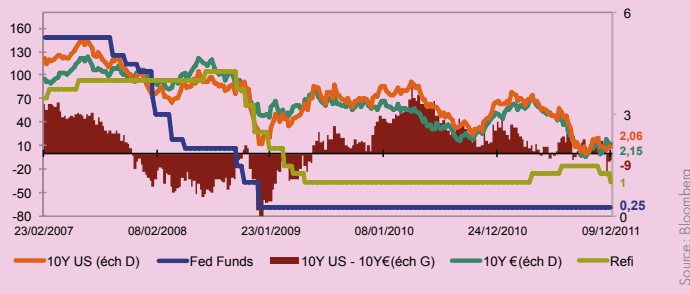
UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

■ Nous abordons le passage de cette fin d'année et l'entrée en 2012

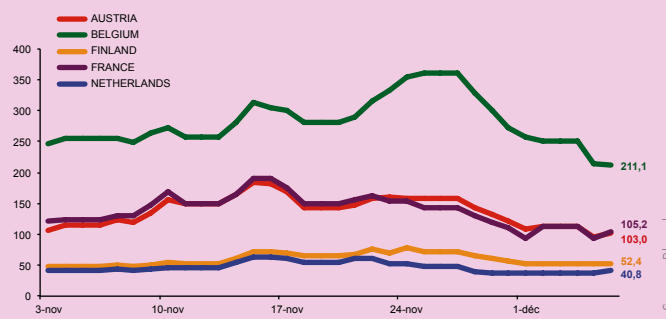
en conservant le positionnement global adopté ces derniers mois dans le contexte de crise en zone euro : neutralité en termes directionnel taux, sous-pondération des pays périphériques, maintien d'une sous-exposition sur le crédit.

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

