

Gestion de taux

TAUX LONGS

■ **L'année 2012 débute avec la persistance des incertitudes** entourant l'évolution de la crise de la dette souveraine en zone euro.

L'humeur des marchés s'était pourtant quelque peu améliorée ces dernières semaines, à la faveur du succès de l'opération de refinancement à 3 ans de la BCE le 21 décembre (VLTRO¹) qui a permis un relâchement des tensions. Son annonce début décembre puis l'apport massif de liquidités aux banques par la BCE se sont traduits par une baisse marquée des primes de risque des États sur les maturités courtes et sur les dettes bancaires seniors.

Mais l'enlisement des négociations sur le PSI grec (le plan de participation du secteur privé) et l'intervention de S&P sur les notes des États européens nous rappellent que le chemin s'annonce encore long et escarpé pour les mois à venir.

Les risques restent en effet importants à court terme. En premier lieu, la Grèce doit parvenir à trouver un accord avec ses créanciers privés pour pouvoir prétendre au versement de l'aide des autorités internationales avant le mois de mars. Les États doivent venir se refinancer sur le marché pour des montants très importants, et parvenir à un accord sur le nouveau Traité européen, le tout dans un contexte de pression maintenue des agences sur les notations des États européens.

La volatilité s'annonce ainsi encore forte et les mouvements sur les primes de risque vont demeurer importants. L'évolution des taux des pays « cœur » de la zone euro sera tirillée entre des chiffres

économiques qui se stabilisent (en Allemagne notamment) et les incertitudes sur la crise de la dette souveraine qui devrait finir par se résoudre sur un horizon moyen/long terme. Les taux des pays « cœur » devraient ainsi évoluer au sein de la fourchette récente avant de progressivement se tendre, entraînant un rétrécissement des primes de risque.

Du côté de la France, sa prime de risque devrait osciller autour d'une moyenne de 160 bp dans les mois qui viennent compte tenu du contexte électoral, des risques persistants sur ses cibles budgétaires et de la pression maintenue des agences de notation (sans exclure un retour sur des niveaux de 200bp).

Du côté des pays « périphériques », la prudence est maintenue et notre préférence va toujours aux pays AAA de la zone.

CRÉDIT

■ **La bouffée d'oxygène apportée par le succès de l'opération de refinancement à 3 ans de la BCE** a permis une appréciation du marché du crédit ces dernières semaines, il est vrai dans de faibles volumes. L'injection massive de liquidités dans les banques a rassuré les investisseurs face au risque de refinancement de ces établissements en début d'année 2012. Néanmoins, les risques encore présents autour de la crise de la dette et la volatilité encore attendue militent pour le maintien de la prudence sur cette classe d'actifs. En dépit de la réouverture du marché primaire en ce début d'année, la liquidité reste très limitée.

INDEXÉES INFLATION

■ **La classe d'actifs a retrouvé la faveur des investisseurs**, une nouvelle fois guidée par l'évolution des primes de risque des États (et l'appréciation de l'Italie) et soutenue par les annonces de hausse de la TVA en France. Si les indexées inflation ne pourront s'affranchir de la volatilité attendue sur les marchés, leurs valorisations demeurent attractives et le portage favorable.

UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

■ **Dans nos portefeuilles, si notre préférence en termes d'allocation pays** privilégie toujours les pays « cœur » de la zone euro, la hiérarchie est légèrement revue en ce début d'année.

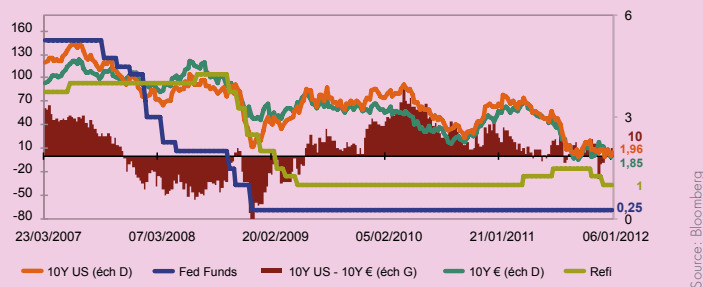
L'Autriche est dégradée à neutre, moins pour des raisons de notation que de risques inhérents aux problèmes qui touchent la Hongrie; la surpondération sur l'Allemagne est diminuée compte tenu des niveaux de taux absolus.

Sur le crédit, notre prudence nous pousse à conserver une sous-pondération sur la classe d'actifs et une sous-sensibilité au sein des portefeuilles. Les changements s'opèrent au sein du secteur financier, dans lequel nous réduisons notre sous-pondération aux dettes bancaires seniors et diminuons notre surpondération aux dettes subordonnées. Sur les corporates, nous maintenons la surpondération aux émetteurs BBB.

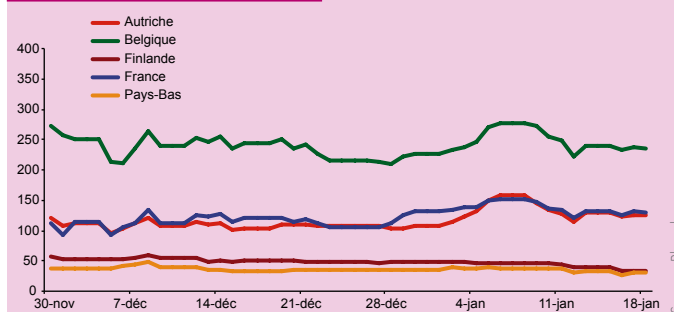
G. M.

¹VLTRO: Very Long Term Refinancing Operation

Évolution des taux courts et longs aux États-Unis et en zone euro



Spreads Pays Core 10 ans



Spreads Pays Périphériques 10 ans

