

FLASH MARCHÉS

Rédigé le 02 septembre 2011

Vues sur les marchés des taux

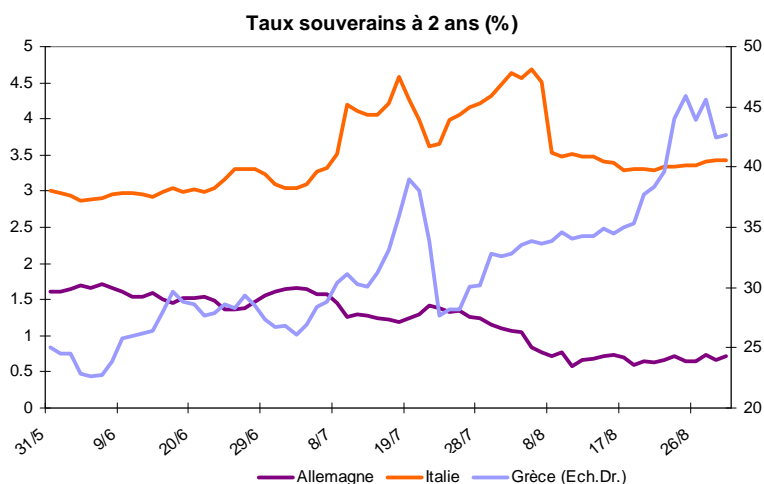
/// Point de vue de la direction gestion taux de Natixis Asset Management

Sur les dettes souveraines de la zone euro, les "surprises" de l'été ont engendré de forts mouvements, très différents d'un pays à l'autre, pour des raisons tant économiques que politiques.

Quelle suite pour les mois à venir ?

Au 2nd trimestre 2011, la croissance de 0,2 % pour la zone euro, nulle en France et d'à peine + 0,1 % en Allemagne, a marqué un brutal coup d'arrêt après un 1^{er} trimestre encourageant (+ 0,8 %).

Par ailleurs, l'absence de signal fort de solidarité des États membres, lors du sommet européen du 21 juillet, soldé par un accord précaire sur l'extension de l'aide accordée à la Grèce et une participation du secteur privé mal ficelée, traduit la difficulté à résoudre la crise de solvabilité des États de la zone euro. C'est l'attaque sur les marchés de dette publique de l'Italie et de l'Espagne qui constitue néanmoins l'événement le plus marquant de l'été.



Source : Bloomberg.

Les taux italiens et espagnols se sont fortement dégradés au mois de juillet. L'intervention (achats) de la BCE a, par la suite, stabilisé les niveaux de taux et les importantes émissions de ces pays, dans les semaines à venir, vont très certainement continuer d'exercer une pression forte. Pour autant, la BCE ne semble pas disposée à soutenir le marché *ad vitam aeternam*.

Le cas de la Grèce reste à part avec des propositions faites par le secteur bancaire, le 19 juillet, pour la participation du secteur privé (échanges de titres grecs pour des maturités plus longues). Fin août, le gouvernement grec a communiqué sur ces options proposées exigeant une très forte participation (90 %) au programme. Les taux se sont dégradés (+ 20 % sur la référence 2 ans) en raison des inquiétudes sur la réussite de ce programme et des fortes contraintes imposées sur sa croissance. Les choix d'échanges de titres doivent être donnés par les détenteurs pour le 9 septembre avec une mise en place en octobre. Ce rendez-vous est donc critique pour la Grèce.

De plus, sur le plan politique, la demande de **garanties de l'État finlandais**, en contrepartie de sa participation à l'aide à la Grèce, pose problème. Angela Merkel, quant à elle, aura beaucoup de mal à faire adopter par le Parlement les réformes de l'EFSF¹ fin septembre.

En parallèle, les **taux allemands** ont fortement baissé bénéficiant à la fois de leur statut de "valeur refuge" contre tous actifs risqués (souverains, crédit et actions), mais aussi du retournement des anticipations liées à la politique monétaire de la BCE. En effet, compte tenu de l'inflexion du cycle économique, un allègement de la politique monétaire apparaît possible avant 2012.

La dette allemande a de nouveau performé sur l'ensemble des maturités avec des taux courts (2 ans) intégrant des baisses de taux directs (inférieurs à l'Eonia), très soutenus par des achats de banques centrales. La pente des taux (2-10 ans) reste néanmoins importante et les taux longs pourraient encore performer, même si l'essentiel du mouvement a été fait.

Concernant les dettes privées, qu'anticipez-vous ?

Sur le marché de crédit, le fort écartement des *spreads* semble provenir davantage de l'aversion au risque que d'une dégradation des fondamentaux.

Les résultats des entreprises, certes parfois révisés en baisse, demeurent en effet toujours bons.

L'explosion de la volatilité sur les marchés actions (de 20 % à 50 %) au cours de l'été a fait désertier le marché primaire : aucune émission *corporate* n'a été observée en août, fait inconnu depuis 10 ans en Europe.

Les niveaux de *spreads* resteront élevés tant que les incertitudes sur le plan macroéconomique domineront les facteurs microéconomiques. Cela dit, le scénario d'un ralentissement économique (traditionnellement favorable au marché crédit) nous paraît plus probable que celui d'une récession (négatif pour l'ensemble des classes d'actifs risqués).

Face à la crise de la dette dans les pays développés, les taux émergents apparaissent comme un havre de paix.

La dette externe s'est particulièrement bien tenue ces dernières semaines. La dégradation des *spreads* émergents vis-à-vis des *Treasuries US* a été bien compensée à la fois par la baisse de taux de ces derniers et par le carry. Ainsi depuis le début de l'année, l'indice dette externe EMBI² affiche une performance de + 7,25 %, la meilleure performance de tout l'univers obligataire.

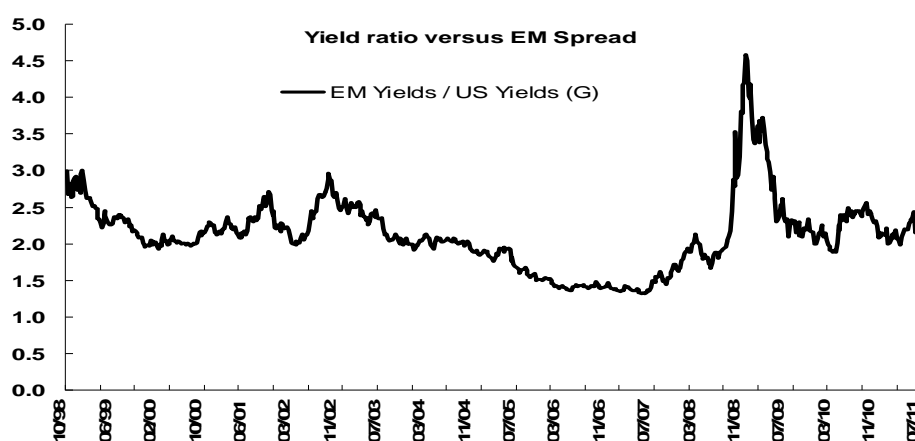
¹ European Financial Stability Facility.

² Emerging Markets Bond Index.

Nous restons confiants sur cet univers : même si un ralentissement économique se dessinait dans ces zones, les niveaux d'endettement faibles et les situations budgétaires des pays émergents plaident en leur faveur. Ces pays ont largement remonté leurs taux depuis la crise post-Lehman. Ils ont donc la possibilité de les rebaisser.

Ils présentent également un volume d'émissions nettes (émissions – remboursements) proches de 0 d'ici la fin de l'année, alors que l'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actifs ne cesse de croître.

Surtout, la valorisation est extrêmement attractive : le taux de rendement de la dette externe est 3 fois supérieur à celui de la dette des *Treasuries US* !



Source : Bloomberg

Sur le front des devises, nous continuons de privilégier un panier de devises asiatiques, en tête desquelles le yuan et le dollar singapourien.

Le dollar australien nous apparaît être le proxy de l'Asie au sein du G10, mais il doit être traité avec précaution du fait de sa grande corrélation avec les actifs risqués.

Nous sommes absents des devises d'Europe de l'Est, trop liées à la situation économique allemande.

Côté Amérique, nous privilégions le peso mexicain du fait de sa valorisation.

Face à l'ensemble de ces devises, nous privilégions les ventes de devises américaines et européennes.

Achévé de rédiger par la direction gestion taux le 02/09/ 2011.

Avertissement

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier à tout moment et sans préavis les informations présentées dans ce document qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Ce document est exclusivement destiné aux clients professionnels.