

Marché de taux : bilan et perspectives



Olivier de Larouzière
Directeur de la gestion
obligataire euro
[Natixis Asset Management]



Axel Botte
Stratégiste obligataire
[Natixis Asset Management]

Un été fortement chahuté

La crise de solvabilité des États perdurant, les marchés de taux en zone euro ont été chahutés tout au long de l'été. L'échec de la mise en application de l'accord du 21 juillet sur l'extension de l'aide à la Grèce s'est répété fin octobre avec l'épisode "tragi-comique" du référendum. Il n'existe pas aujourd'hui de plan de restructuration arrêté de la dette grecque malgré l'annonce d'un *haircut* accru à 50 %. L'incapacité des dirigeants politiques européens à s'accorder sur une stratégie globale et crédible de résolution de crise a nettement pesé sur les marchés obligataires. Après l'Italie et l'Espagne en juillet et août, ce sont les émetteurs les mieux notés qui ont vu leurs *spreads* s'écarter violemment en septembre puis en octobre. Malgré l'intervention importante en août (22 Mds € d'achats d'emprunts sur une semaine) de la Banque Centrale Européenne, puis plus timide, la crise européenne s'est intensifiée. Ces achats de titres (essentiellement italiens et espagnols) n'ont pas permis d'enrayer la hausse des *spreads* souverains. Désormais, l'Italie, dont le taux à 10 ans s'établissait à 4,30 % au 30 juin 2011, devait se financer au-delà de 7,30 % au 30 novembre 2011.

sous pression, y compris en ce qui concerne les pays "AAA".

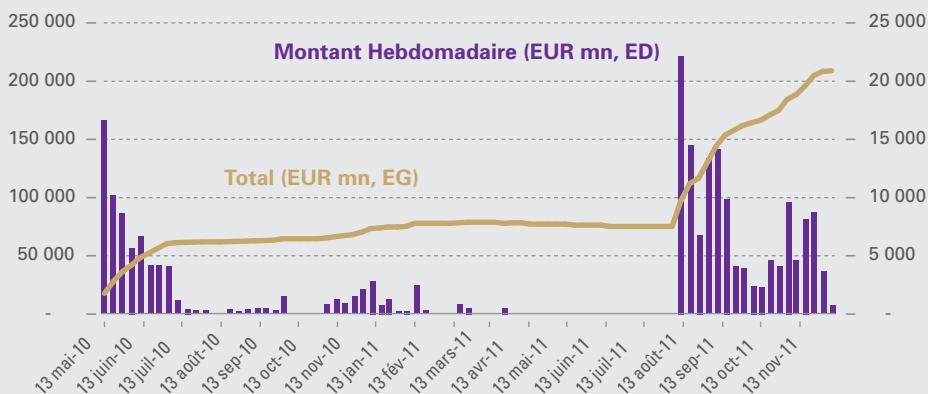
Il semble que de nombreux acteurs du marché obligataire, notamment les compagnies d'assurance, soient forcés d'alléger des positions sur la dette française afin de compenser les pertes encourues sur les dettes italienne et espagnole. Les marchés du crédit, en particulier les financières, ont souffert à l'instar de l'ensemble des marchés d'actifs risqués.

Marché des taux : quelles perspectives ?

Les données économiques actuelles justifient pleinement des taux obligataires bas, autour de 2 % pour le 10 ans allemand, et le biais est probablement à une révision à la baisse de prévisions de croissance. Ce facteur soutient fortement le marché obligataire européen dans son ensemble.

En revanche, la pression exercée sur l'ensemble des dettes souveraines, comme décrite précédemment, par les flux, par les baisses possibles de notation et surtout par le calendrier des adjudications, va entretenir une volatilité importante et la poursuite de fortes disparités d'un pays à un autre. La liquidité sur les dettes souveraines est déjà celle d'une fin d'année : très réduite sur l'ensemble des pays. L'Italie doit pourtant encore venir sur le marché primaire, pour environ 13 Mds € sur l'obligataire. La semaine dernière, l'adjudication très faible d'un 10 ans allemand, pour 4 Mds €, témoigne, de la manière la plus visible, du faible appétit des investisseurs pour des rendements faibles avec des risques élevés car l'Allemagne fait bien partie du risque systémique de la zone euro.

BCE - PROGRAMME D'ACHAT DE TITRES



Sources : Bloomberg, Natixis AM

Le vote de budgets d'austérité dans la plupart des pays de la zone euro n'aura pas permis de restaurer la confiance sur les dettes, bien au contraire. La croissance devrait nettement fléchir dans les mois à venir, la BCE prévoyant même une récession. Ainsi, les finances publiques de l'ensemble des pays apparaissent

Conclusion

Tous les espoirs sont placés dans des déclarations de principe, dans les jours et semaines à venir, permettant d'éviter le prochain point de rupture (impossibilité pour les États de se financer) avec différentes possibilités : la BCE prêteur en dernier ressort ou l'intervention du FMI, par exemple.

Rédigé le 30/11/2011