

# Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires



## Résumé

1. **L'inflation est devenue la seule priorité et la Fed est déterminée à agir. Cependant, si elle peut calmer l'inflation due à une demande excessive, elle ne peut pas faire grand-chose contre l'inflation due à des perturbations de l'offre.** Nous nous attendons à 150 points de base de hausses de taux supplémentaires aux États-Unis et de 25 points de base dans la zone euro. Notre vue est plus prudente que celle du marché.
2. **Les obligations d'État ont terminé le T1 2022 avec la pire performance de leur histoire.** Nous avons relevé nos objectifs de taux à 10 ans à 2,50% aux États-Unis et 0,75% en Allemagne. Nous passons de Négatifs à Neutres sur les obligations d'État à long terme suite à la remontée des rendements obligataires, avec une préférence pour les États-Unis par rapport à la zone euro. Nous restons positifs sur les obligations d'État américaines à court terme.
3. **Aux États-Unis, les récessions passées ont été précédées d'une inversion de la courbe des taux : les taux à long terme sont devenus inférieurs aux taux à court terme. Au 31 mars, la courbe 2-10 ans était proche de l'inversion.** Cependant, deux autres courbes de taux sont encore très pentues et suggèrent un risque de récession à un an négligeable. Cette vue est confortée par deux autres indicateurs : la part des segments inversés dans la courbe des taux et le fait que les taux directs réels sont très inférieurs au PIB potentiel américain.

Edouard Desbonnets

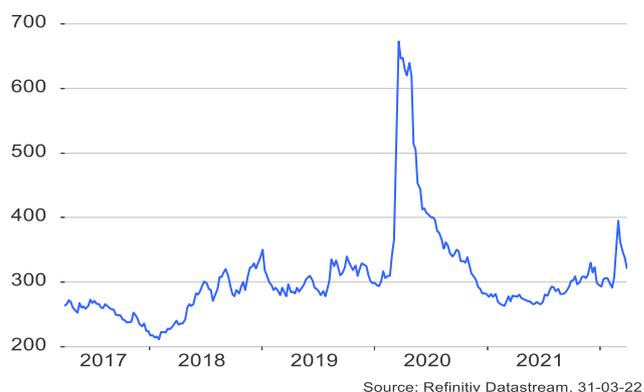
Senior Investment Advisor, Fixed Income  
BNP Paribas Wealth Management



## Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : Le spectre de la courbe des taux US inversée	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Disclaimer	7

### LE SPREAD DES OBLIGATIONS ÉMERGENTES EN DEVISE FORTE EST REVENU AUX NIVEAUX PRÉ CONFLIT RUSSIE-UKRAINE



## Banques centrales

### Combattre l'inflation à tout prix ?

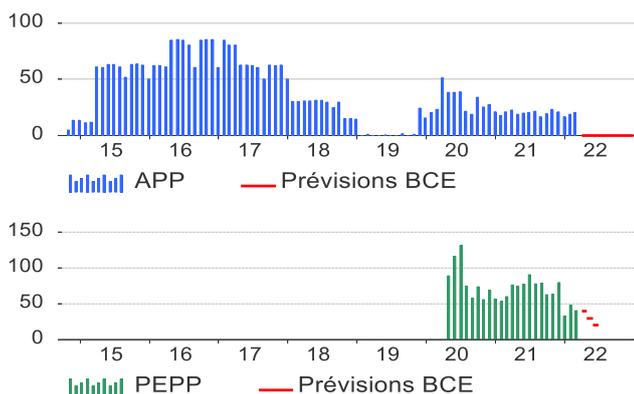
#### Banque centrale européenne (BCE)

**Durcissement** : Le ton lors de la réunion de mars n'a pas été accommodant. La BCE a annoncé une réduction plus rapide du programme d'achats APP ainsi que – comme anticipé – la fin du PEPP au 31/03 (voir graphique), malgré le conflit Russie-Ukraine et ses impacts sur les prix de l'énergie et sur la croissance de la zone euro.

**Vue du marché** : Le marché a revu ses anticipation fortement à la hausse suite à la publication des chiffres de l'inflation. Il anticipe 55 points de base de hausse de taux d'ici la fin de l'année, dont 15 d'ici juillet.

**Notre avis** : La BCE ne peut pas faire grand-chose contre la hausse des prix de l'énergie. Les orientations de la BCE confortent notre hypothèse selon laquelle elle mettra fin aux achats net d'obligations de l'APP au T3 et relèvera le taux de dépôt pour la première fois de 25 points de base en décembre. En effet, c'est à la fin de l'année que l'impact de l'inflation devrait être visible sur les salaires. Nous prévoyons trois hausses de taux en 2023, ce qui portera le taux de dépôt à 0,50% et le taux de refinancement principal à 0,75% d'ici décembre 2023.

LES DEUX PROGRAMMES D'ACHAT D'ACTIFS DE LA BCE (ACHATS NETS MENSUELS EN MILLIARDS D'EUROS)

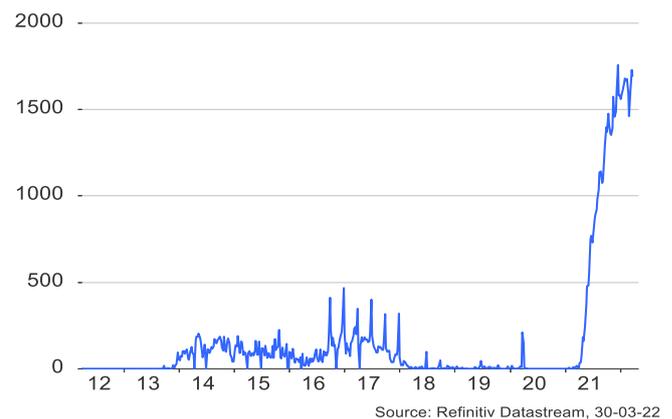


#### Réserve fédérale américaine (Fed)

**Durcissement net** : La Fed a augmenté ses taux de 25 points de base comme prévu lors de la réunion de mars et elle a encore durci le ton. Elle a revu ses prévisions de taux significativement à la hausse, prévoyant désormais six hausses supplémentaires de 25 points de base jusqu'à la fin de l'année, soit une à chaque réunion. Le taux directeur devrait culminer à 2,75% dès 2023 et être maintenu en 2024. Ce niveau est plus élevé que le taux à long terme prévu (2,38 %), ce qui suggère que la Fed est passée de la volonté de supprimer l'excès de liquidités dans le système (voir graphique) à celle de durcir les conditions financières.

**Notre avis** : La Fed devrait concentrer ses hausses de taux sur 2022 compte tenu de l'inflation élevée. Nous prévoyons donc une hausse des taux de 50 points de base en mai, ainsi que le début de la réduction du bilan. D'après nous, le taux directeur atteindrait 2% en fin d'année, soit une hausse supplémentaire de 150 points de base. Pour 2023, nous anticipons désormais une hausse de 75 points de base plutôt que 100. Notre objectif de taux des Fed funds pour fin 2023 reste inchangé à 2,75%.

EXCÉDENT DE LIQUIDITÉS DANS LE SYSTÈME, ESTIMÉ PAR LES PRISES EN PENSION AU JOUR LE JOUR DE LA FED (EN MDS D'USD)



## CONCLUSION

L'inflation est devenue la seule priorité et la Fed est déterminée à agir. Cependant, si elle peut calmer l'inflation due à une demande excessive, elle ne peut pas faire grand-chose contre l'inflation due à des perturbations de l'offre. Nous nous attendons à 150 points de base de hausses de taux supplémentaires aux États-Unis et de 25 points de base dans la zone euro. Notre vue est plus prudente que celle du marché.



## Rendements obligataires

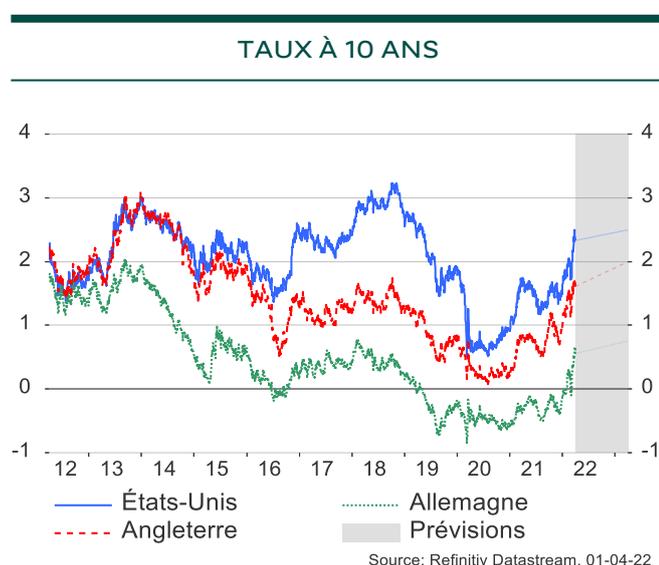
### Des mouvements massifs

Le marché a réévalué significativement le rythme des hausses de taux directeurs aux États-Unis et en zone euro en raison de l'inflation élevée. Les rendements obligataires ont donc bondi dans un contexte de forte volatilité et les obligations d'État ont terminé le T1 2022 avec la pire performance de leur histoire.

Dans le sillage de la forte remontée des rendements obligataires, nous avons relevé nos objectifs de taux à 10 ans dans 12 mois, de 25 points de base, soit 2,50% aux États-Unis et 0,75% en Allemagne.

Nous passons de Négatifs à Neutres sur les obligations d'État à long terme avec une préférence pour les États-Unis par rapport à la zone euro étant donné le niveau absolu du rendement. Avec un rendement américain à 10 ans de 2,50%, le risque de hausse est limité, à moins que - ce qui n'est pas notre scénario principal - la Fed ne décide de vendre activement son portefeuille obligataire dans le cadre de sa stratégie de réduction du bilan.

Nous restons Positifs sur les obligations d'État américaines jusqu'à l'échéance de 3 ans.



	Maturités (années)	31/03/2022	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	2,28	2,25
	5	2,42	2,40
	10	2,33	2,50
	30	2,45	2,60
Allemagne	2	-0,07	0,25
	5	0,38	0,50
	10	0,55	0,75
	30	0,67	0,85
Royaume-Uni	2	1,36	1,60
	5	1,41	1,75
	10	1,61	2,00
	30	1,77	2,40

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

### CONCLUSION

Les obligations d'État ont terminé le T1 2022 avec la pire performance de leur histoire. Nous avons relevé nos objectifs de taux à 10 ans à 2,50% aux États-Unis et 0,75% en Allemagne. Nous passons de Négatifs à Neutres sur les obligations d'État à long terme suite à la remontée des rendements obligataires, avec une préférence pour les États-Unis par rapport à la zone euro. Nous restons positifs sur les obligations d'État américaines à court terme.

## Thème du mois

### Le spectre de la courbe des taux US inversée

En temps normal la courbe des taux est pentue : les taux à long terme sont plus élevés que ceux à court terme car les investisseurs préfèrent la liquidité à court terme et donc réclament une rémunération supplémentaire pour placer à long terme.

Au 31 mars, la courbe des taux américaine était plate et très proche de l'inversion à en juger par le taux à 10 ans (2,33%) à peine supérieur au taux à 2 ans (2,28%).

Une inversion est quasi tout le temps annonciatrice d'une récession : les taux à long terme deviennent plus bas que les taux à court terme, ce qui pousse les banques à réduire voire stopper les crédits accordés aux entreprises, entraînant par là même une réduction de l'activité et potentiellement une récession.

L'écart entre les taux à court terme et les taux à long terme permet de calculer des probabilités de récession à horizon 12 mois grâce à des modèles statistiques. **Mais quel couple de taux choisir?** (cf graphique)

Les opérateurs de marché regardent traditionnellement la courbe 2-10 ans. Les critiques diront que le signal

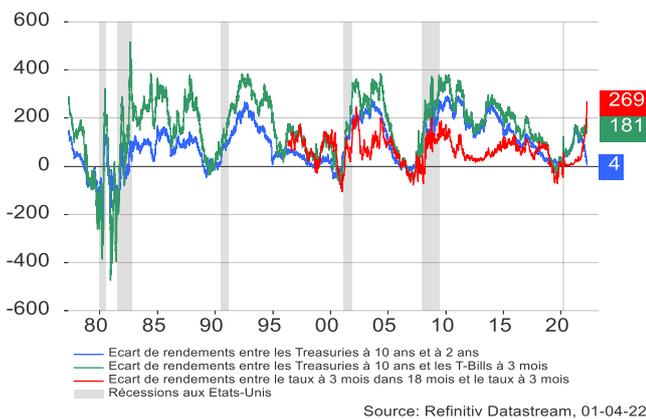
envoyé par cette courbe est brouillé puisque la Fed a acheté énormément d'obligations et a donc manipulé les niveaux de taux. Quoiqu'il en soit, elle signale un risque élevé de récession dans un an (29%).

La Fed de New York, elle, utilise la courbe 3 mois-10 ans. L'écart entre ces taux, 181 points de base, suggère un risque de récession dans un an très faible (5%).

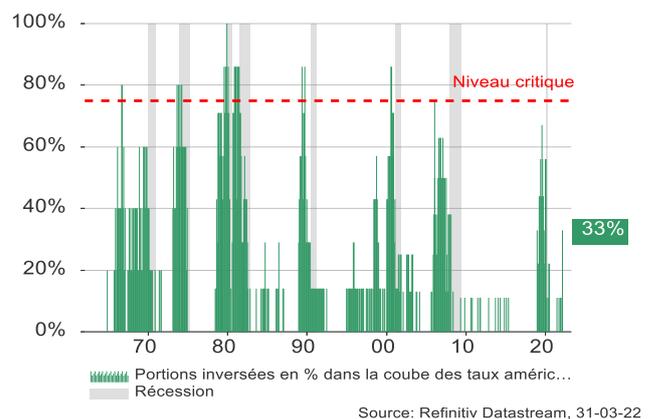
Le président de la Fed, lui, préfère l'écart de taux entre le taux à 3 mois dans 18 mois et celui à 3 mois d'aujourd'hui. Là, l'écart est de 269 points de base, soit un risque de récession dans un an proche de zéro (1%).

**Autres indicateurs à suivre :** Les récessions passées ont été précédées par l'inversion de presque tous les segments qui composent la courbe des taux (cf graphique). Aujourd'hui, seuls 33% des segments de la courbe des taux sont inversés. De plus, les récessions passées se sont produites lorsque la Fed a poussé ses taux directeurs (en termes réels) au-delà du taux de croissance potentielle de l'économie. Aujourd'hui, les taux directeurs réels sont très négatifs et très inférieurs au PIB potentiel.

ÉCART ENTRE TAUX LONGS ET AUX COURTS. QUELLE COURBE CHOISIR?



PART DES SEGMENTS INVERSÉS AU SEIN DE LA COURBE DES TAUX AMÉRICAINE



## CONCLUSION

Aux États-Unis, les récessions passées ont été précédées d'une inversion de la courbe des taux : les taux à long terme sont devenus inférieurs aux taux à court terme. Au 31 mars, la courbe 2-10 ans était proche de l'inversion. Cependant, deux autres courbes de taux sont encore très pentues et suggèrent un risque de récession à un an négligeable. Cette vue est confortée par deux autres indicateurs.



## Nos recommandations d'investissement

Classe d'actifs	Zone	Notre vue	
Obligations d'État	Allemagne	=	Nous sommes passés de Négatifs à Neutres sur les obligations souveraines allemandes.
	Pays périphériques	=	Neutres sur la dette périphérique (Portugal, Italie, Espagne, Grèce).
	États-Unis	+ =	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Positifs sur les obligations d'État américaines à court terme.</li> <li>• Nous sommes passés de Négatifs à Neutres sur la dette à long terme.</li> </ul>
Obligations d'entreprises Investment Grade	Eurozone	=	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nous préférons les obligations d'entreprises aux obligations souveraines.</li> <li>• Vue Neutre sur les obligations d'entreprises. Privilégier une durée inférieure à l'indice de référence pour les obligations EUR (5 ans). Nous augmentons la durée jusqu'au benchmark aux US (8 ans).</li> <li>• Neutres sur les obligations convertibles de la zone euro.</li> </ul>
	États-Unis		
Obligations d'entreprises High Yield	Eurozone et États-Unis	=	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Neutres sur les obligations HY.</li> <li>• Positifs sur les obligations <i>fallen angels</i> et <i>rising stars</i>.</li> </ul>
Obligations émergentes	En devise forte	+	Positifs sur les obligations émergentes en devise forte (souverains et entreprises).
	En devise locale	+	Positifs sur les obligations d'État en devise locale.

## Données de marché

	Taux à 10 ans (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
États-Unis	2,33	---	
Allemagne	0,55	---	
France	0,99	43	-5
Italie	2,04	149	-11
Espagne	1,45	89	-10
Portugal	1,37	82	-6
Grèce	2,67	212	-27

31/03/2022  
Source: Refinitiv Datastream

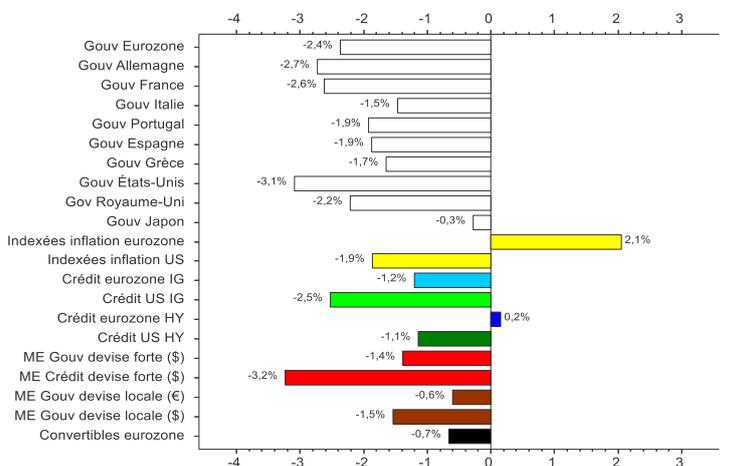
	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	2,15	42	-4
Obligations d'entreprise IG EUR	1,55	129	-15
Obligations d'entreprise IG USD	3,60	116	-6
Obligations d'entreprise HY EUR	5,05	391	-40
Obligations d'entreprise HY USD	6,01	325	-34
Émergents - Obligations d'État en devise forte	6,05	362	-66
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	6,14	374	-78
Émergents - Obligations d'État en devise locale	4,05	163	-57

31/03/2022  
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg Barclays



# Performances

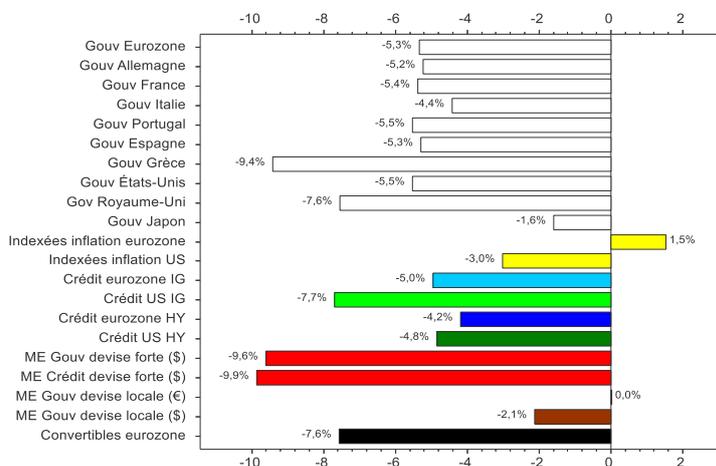
## SUR UN MOIS



Source: Refinitiv Datastream, 31-03-22 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

ME = Marchés émergents

## DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source: Refinitiv Datastream, 31-03-22 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

## THE INVESTMENT STRATEGY TEAM

### FRANCE

**Edmund SHING**  
Global Chief Investment Officer

### ASIA

**Prashant BHAYANI**  
Chief Investment Officer, Asia  
**Grace TAM**  
Chief Investment Advisor, Asia

### BELGIUM

**Philippe GIJSELS**  
Chief Investment Advisor  
**Alain GERARD**  
Senior Investment Advisor, Equities  
**Xavier TIMMERMANS**  
Senior Investment Strategist, PRB

### LUXEMBOURG

**Guy ERTZ**  
Chief Investment Advisor  
**Edouard DESBONNETS**  
Senior Investment Advisor, Fixed Income

# CONNECT WITH US



**wealthmanagement.bnpparibas**

## AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris – France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus. Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quelque soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures. L'information

contenue dans ce document a été rédigée sans prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions.

Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent détenir des positions sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs. © BNP Paribas (2022). Tous droits réservés.

Photos de Getty Images.



**BNP PARIBAS**  
**WEALTH MANAGEMENT**

**La banque  
d'un monde  
qui change**