

# Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires

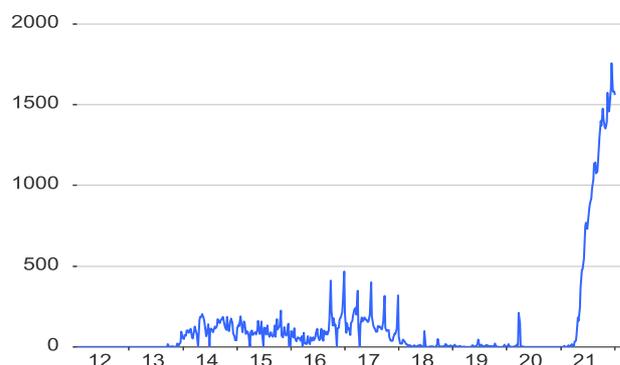
## Résumé

1. **Les pays développés vont emboîter le pas des pays émergents et normaliser leurs politiques monétaires en 2022.**
2. **La Fed devrait accélérer son calendrier de normalisation en raison de l'inflation élevée et du marché du travail au plein emploi.** Nous anticipons dorénavant 4 hausses de taux en 2022 plutôt que 3, avec la première en mars plutôt qu'en juin. En parallèle de la hausse des taux, la Fed pourrait commencer la réduction de son bilan en août pour durcir les conditions financières.
3. **La BCE en revanche n'est pas dans l'urgence. Les tensions inflationnistes sont moindres et liées à des facteurs plus transitoires qu'aux États-Unis.** La BCE va continuer ses achats d'obligations toute l'année 2022, évidemment dans des proportions nettement moindres qu'en 2021. Nous n'anticipons pas de hausse de taux avant juin 2023.
4. **Les taux à long terme se sont tendus aux États-Unis et en zone euro.** Une pause est possible à court terme mais la tendance de fond reste une hausse modérée.
5. **Cinq chiffres marquants pour mettre l'année 2022 en perspective d'un point de vue obligataire.**

## Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : Cinq chiffres marquants pour 2022	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Disclaimer	7

### LES VOLUMES DES REVERSE REPO À LA FED MONTRENT L'EXCÈS DE LIQUIDITÉ DANS LE SYSTÈME FINANCIER AMÉRICAIN



Source: Refinitiv Datastream, 07/01/2022

Edouard Desbonnets

Investment Advisor, Fixed Income  
BNP Paribas Wealth Management



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

La banque  
d'un monde  
qui change

## Banques centrales

### La fin des mesures d'urgence

#### Banque centrale européenne (BCE)

**Lente normalisation** : la BCE cessera son programme d'achats d'actifs d'urgence (PEPP) mis en place au début de la pandémie en mars 2022 comme prévu. Cela dit, elle continuera à réinvestir les obligations arrivées à échéance jusqu'à fin 2024, soit une année de plus par rapport à ce qui avait été convenu précédemment.

**APP immortel ?** La BCE augmentera temporairement son programme d'achats d'actifs classique (APP) aux T2 et T3 2022 pour limiter les potentielles turbulences sur les marchés liées à la fin du PEPP. Au total, les achats nets d'actifs devrait être de l'ordre de 480Mds € en 2022, soit une réduction d'un peu plus de 50% par rapport à 2021. L'APP est officiellement sans date de fin.

**Notre vue** : les projections d'inflation relativement faibles (1,8% en 2024 d'après la BCE), associées à la prolongation de l'assouplissement quantitatif, rendent improbable un relèvement des taux par la BCE en 2022. La première hausse de taux, +0,1% sur le taux dépositaire, pourrait venir en juin 2023.

#### Réserve fédérale américaine (Fed)

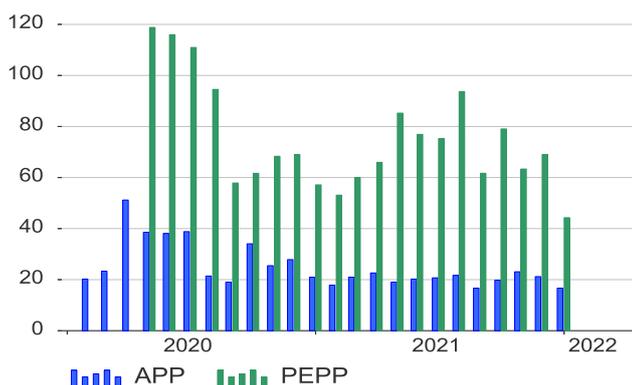
**Accélération du calendrier de normalisation** : la vitesse de changement de scénario de politique monétaire de la Fed en seulement un mois est impressionnante : réduction des achats d'actifs plus rapide que prévue, volonté d'augmenter les taux plus vite et déjà une étude avancée sur la réduction du bilan.

**Conditions réunies** : avec une inflation à 7% (CPI), un taux de chômage à 3,9% et des tensions inflationnistes sur les salaires, toutes les conditions sont réunies pour que la Fed normalise sa politique monétaire.

**Fin de l'assouplissement quantitatif** vers la mi mars.

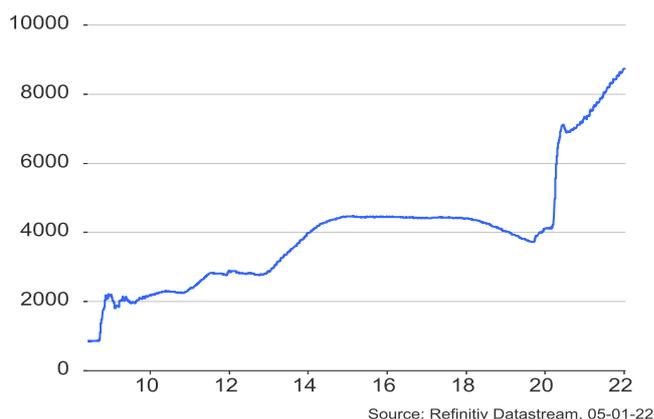
**Notre vue** : nous anticipons désormais 4 hausses de taux cette année, et non plus 3. La première hausse de taux pourrait intervenir dès la réunion de mars et non plus à partir de juin comme escompté auparavant. De plus, la Fed pourrait commencer à réduire son bilan en août, en réinvestissant moins d'obligations arrivant à maturité, pour laisser les taux longs augmenter. Le but est d'éviter une inversion de la courbe des taux, souvent annonciateur d'une récession économique. Le taux directeur devrait monter à 2,25% d'ici fin 2023.

#### PROGRAMMES D'ACHATS D'ACTIFS - ACHATS NETS MENSUELS EN MILLIARDS EUR



Source: Refinitiv Datastream, déc. 21

#### BILAN DE LA FED (EN MDS USD)



Source: Refinitiv Datastream, 05-01-22

### CONCLUSION

La Fed et la BCE mettent fin aux mesures d'urgence prises au début de la pandémie. La Fed devrait accélérer son calendrier de normalisation de politique monétaire en raison de l'inflation élevée et du plein emploi atteint. La BCE en revanche n'est pas dans le même état d'esprit vu que l'inflation en zone euro est principalement liée à la hausse temporaire des prix de l'énergie.



## Rendements obligataires

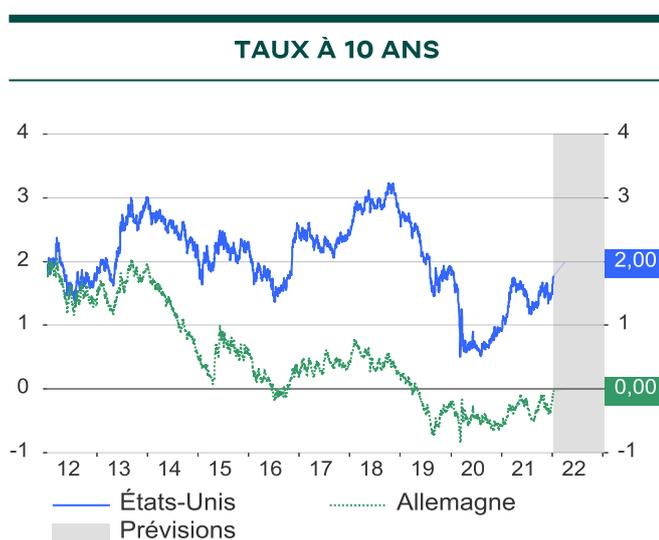
### A la hausse

Les rendements obligataires se tendent depuis la mi décembre : +30 points de base pour les taux à 10 ans aux États-Unis et en Allemagne. Le taux américain à 10 ans retrouve ainsi son niveau le plus haut depuis la pandémie à 1,75% et son équivalent allemand est maintenant tout proche de la barre symbolique de 0%.

**Moteur de la hausse : les taux réels.** Après avoir touché des plus bas historiques, les taux réels à 10 ans remontent aux États-Unis et en zone euro sous l'impulsion des banques centrales qui normalisent leurs politiques monétaires.

**Taux américains :** nos anticipations sur les hausses de taux de la Fed impliquent des taux à court terme plus élevés. Nous avons augmenté notre objectif sur le taux à 2 ans. La tendance sur les taux à long terme reste la hausse. La réduction du bilan de la Fed va réduire la pression acheteuse sur les bons du Trésor à long terme.

**Taux allemands :** ils pourraient se tendre dans le sillage des taux américains, mais dans une proportion moindre. En effet, le programme d'achats de la BCE sera toujours actif et les émissions nettes seront encore négatives en Allemagne en 2022.



	Maturités (années)	10/01/2022	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	0,90	1,50
	5	1,54	1,75
	10	1,78	2
	30	2,11	2,60
Allemagne	2	-0,59	-0,50
	5	-0,37	-0,30
	10	-0,04	0
	30	0,29	0,50
Royaume-Uni	2	0,84	1,10
	5	1,01	1,25
	10	1,19	1,45
	30	1,31	1,75

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

### CONCLUSION

Suite à la remontée rapide des taux à long terme aux États-Unis et en Allemagne, une pause voire une baisse est possible dans le prochains jours/semaines. Cela dit, à horizon 12 mois, les taux à long terme devraient être modérément plus élevés qu'aujourd'hui, principalement sous l'impulsion des banques centrales, alors que l'économie devrait rester solide.



## Thème du mois

### Cinq chiffres marquants pour 2022

**113** : le nombre de hausses de taux directeurs dans le monde en 2021. La très grande majorité a eut lieu dans les pays émergents. Alors que la tendance était clairement à la baisse des taux en 2020 pour supporter les économies touchées par la crise (207 baisses et 9 hausses), les banques centrales ont fait machine arrière en 2021 pour lutter contre les pressions inflationnistes, avec 113 hausses de taux et 13 baisses.

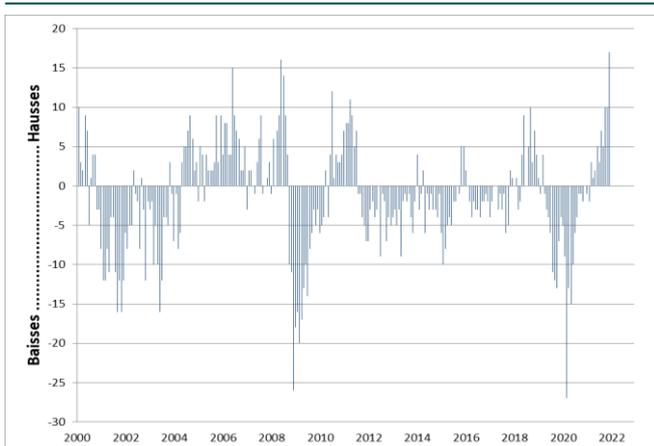
**3** : le nombre de postes à pourvoir au Conseil des gouverneurs de la Fed. Le président Biden aura la chance de nommer 3 des 7 membres qui composent la plus haute instance du comité de politique monétaire, sous réserve d'être confirmés par le Sénat, lui donnant indirectement le pouvoir de peser sur l'équilibre hawkish/dovish de l'institution (partisans d'une politique monétaire stricte/accommodante).

**11%** : la part des obligations d'entreprises Investment Grade en zone euro qui traitent à des rendements négatifs à échéance. Cette part pourrait baisser cette année en raison de la hausse des taux.

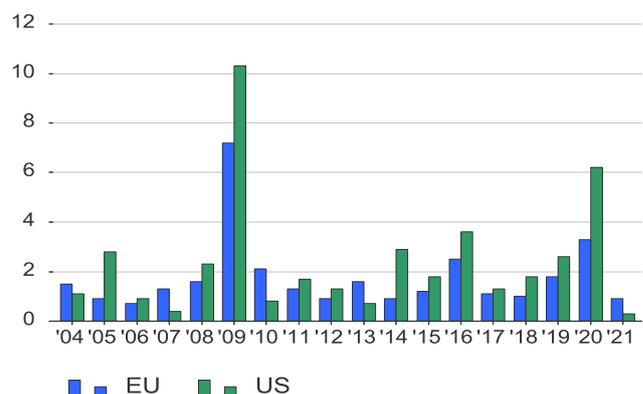
**0,9%** : le taux de défaut des obligations d'entreprises High Yield en zone euro en 2021 (6 émetteurs), soit deux fois moins que le moyenne historique. De plus le taux de recouvrement était de 84%, ce qui est deux fois supérieur à la moyenne historique. Aux États-Unis, c'est tout aussi impressionnant car le taux de défaut est tombé à 0,3% (8 émetteurs), un plus bas historique, avec un taux de recouvrement de 47%. Ces chiffres soulignent la solidité des fondamentaux des entreprises grâce notamment à la croissance économique, aux taux de refinancement extrêmement bas et à l'accès facile aux marchés de capitaux.

**379 milliards d'euros** : l'estimation du volume des nouvelles émissions obligataires des pays de la zone euro nets des remboursements pour l'année 2022. A titre de comparaison, les pays de la zone euro avaient levés 527 milliards d'euros de dette nette des remboursements en 2021. Ajustée des achats de la BCE, l'offre obligataire de l'Allemagne et des Pays-Bas devrait être négative, alors que celle de la France et de l'Espagne devrait être positive.

#### DIFFÉRENCE ENTRE LES HAUSSES ET LES BAISSSES DE TAUX DIRECTEURS DES 38 BANQUES CENTRALES PRINCIPALES



#### TAUX DE DÉFAUT DES ENTREPRISES HIGH YIELD (EN %)



Source: Refinitiv Datastream, JPM, Moody's 06-01-22

## CONCLUSION

Cinq chiffres marquants qui montrent notamment que les banques centrales sont engagées dans un resserrement monétaire, que la remontée des taux en zone euro a réduit la part des obligations d'entreprises Investment Grade à rendement négatif à échéance, que les taux de défaut des entreprises High Yield sont extrêmement bas grâce aux fondamentaux solides.



## Nos recommandations d'investissement

Classe d'actifs	Zone	Notre vue	
Obligations d'État	Allemagne	-	Négatifs sur les obligations souveraines allemandes, quelle que soit leur maturité.
	Pays périphériques	=	Neutres sur la dette périphérique (Portugal, Italie, Espagne, Grèce).
	États-Unis	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nous sommes passés de Neutres à Négatifs sur les obligations d'État américaines à court terme.</li> <li>Négatifs 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 duration similaire à l'indice de référence pour les obligations EUR (5 ans) et inférieure à l'indice de référence pour les obligations US (moins de 9 ans).</li> <li>Positifs 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	1,78	---	
Allemagne	-0,04	---	
France	0,29	32	-2
Italie	1,28	132	+1
Espagne	0,65	69	-2
Portugal	0,59	62	-4
Grèce	1,57	160	-13

10/01/2022  
Source: Refinitiv Datastream

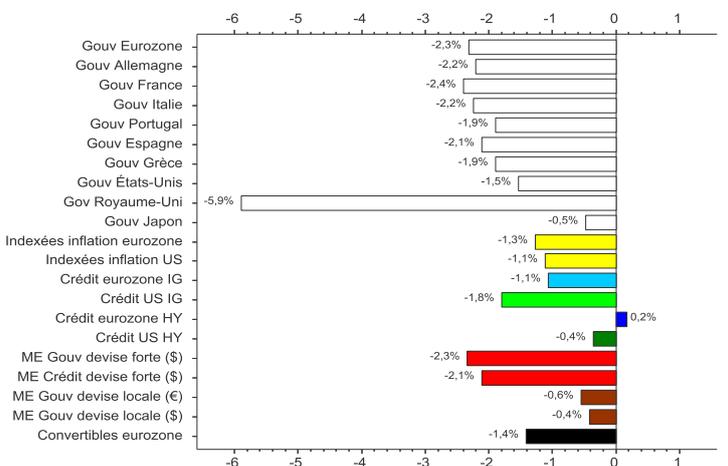
	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	1,46	36	-1
Obligations d'entreprise IG EUR	0,60	95	-2
Obligations d'entreprise IG USD	2,58	94	-2
Obligations d'entreprise HY EUR	3,53	303	-18
Obligations d'entreprise HY USD	4,68	302	0
Émergents - Obligations d'État en devise forte	5,08	336	3
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	4,89	346	-59
Émergents - Obligations d'État en devise locale	3,85	231	-25

10/01/2022  
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg Barclays



# Performances

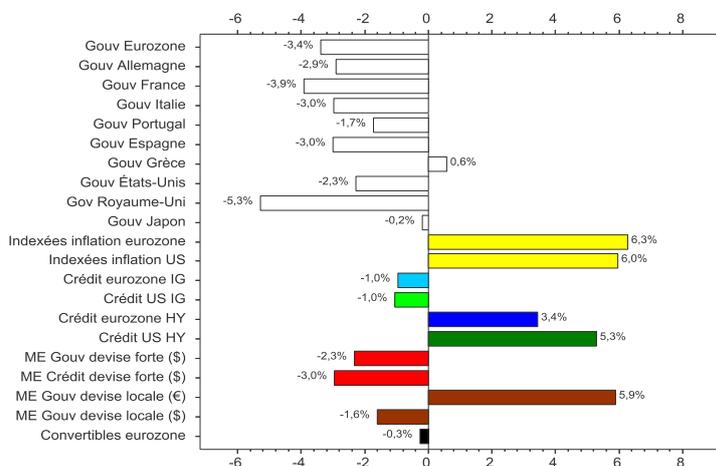
## SUR UN MOIS



Source: Refinitiv Datastream, 10-01-22 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

ME = Marchés émergents

## EN 2021



Source: Refinitiv Datastream, 31-12-21 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**  
Investment Advisor, Fixed Income

# CONNECT WITH US



[wealthmanagement.bnpparibas](https://www.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 (2021). Tous droits réservés.

Photos de Getty Images.



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

La banque  
d'un monde  
qui change