

Haute tension sur les taux

Résumé

- Les taux à long terme se sont tendus ces derniers mois. Le mouvement a été global et les banquiers centraux n'ont pas donné de réponse concertée.
- Le marché anticipe dorénavant une première hausse des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine début 2023, ce qui nous paraît exagéré.
- Les taux américains à long terme pourraient se tendre encore en mars. Nous maintenons une vue négative sur les obligations souveraines à long terme pour le moment. La réunion de la Réserve fédérale du 17 mars sera clé.
- Nous supposons que la Réserve fédérale calmera fortement les attentes du marché quant à la date de la prochaine hausse des taux. Nous maintenons nos objectifs de taux à 10 ans à 1,40% aux États-Unis et -0,25% en Allemagne à horizon un an.

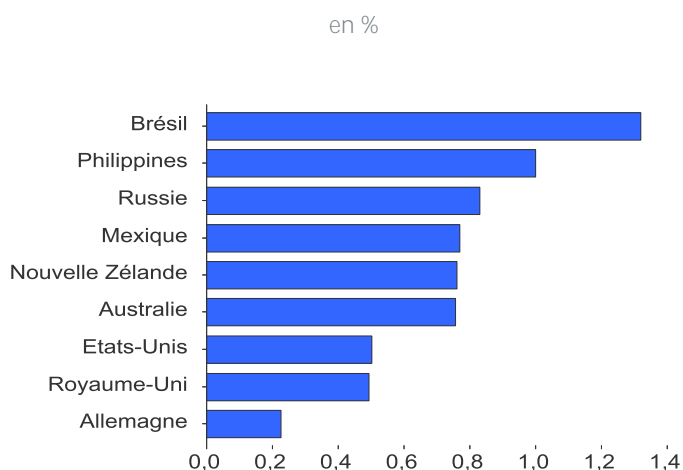
Envolée globale

Les taux à long terme se sont fortement tendus ces derniers mois et affichent une hausse entre 0,50% et 0,75% pour de nombreux pays développés. **Ce n'est pas tant l'amplitude du mouvement qui a surpris, mais sa rapidité.**

Le mouvement a été global. Seuls deux pays dans le monde ont vu leur taux de référence à 10 ans baisser

(légèrement) depuis le 1^{er} janvier, le Vietnam et la Bulgarie.

HAUSSE DES TAUX A 10 ANS DEPUIS LE 1^{ER} JANVIER



Source: Refinitiv Datastream, 03/03/2021

Source : BNP Paribas Wealth Management

Les banquiers centraux n'ont pas donné de réponse concertée. Pour la Réserve fédérale américaine, la hausse des taux longs reflète la robustesse des perspectives de croissance américaine. **A l'opposé, les banques centrales de Corée et d'Australie, pour ne citer qu'elles, ont repris leurs achats obligataires.** Quant à la Banque centrale européenne, ses membres principaux sont préoccupés par ce renchérissement des coûts d'emprunt et l'ont fait savoir.

Edouard Desbonnets

Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



Les raisons fondamentales

La hausse des taux à long terme a été initiée aux États-Unis. Elle est la conséquence directe des plans de soutien, des anticipations de reprise économique et de la perspective que la Réserve fédérale américaine pourrait ralentir le rythme de ses achats d'actifs plus tôt que prévu (*tapering*).

Le *tapering* avait entraîné la déroute des marchés obligataires en 2013. Le taux à 10 ans avait bondi de 1,3% en l'espace de quatre mois (*taper tantrum*). En comparaison, on a assisté jusqu'ici à un demi *tantrum* (aucun *tapering* n'a été annoncé, au contraire) avec la hausse de 0,6% sur les quatre derniers mois.

Le plan de soutien qui devrait être voté ce mois-ci sera certainement proche de 1900 milliards de dollars, soit presque trois fois l'output gap (différence entre le PIB réel et le PIB théorique si tous les facteurs de production sont utilisés). Rappelons qu'un plan de soutien avait déjà été voté il y a 3 mois, pour 900 milliards. Les deux plans combinés représentent presque 15% du PIB, ce qui est considérable. De plus, le ciblage de certaines mesures (comme les chèques envoyés aux ménages) n'est pas très précis. Ainsi, d'après certaines estimations, seuls 40% des chèques envoyés aux ménages américains auraient été recyclés dans l'économie réelle, le reste serait sur des comptes épargne ou investi sur les marchés financiers. Bref, les investisseurs s'inquiètent du risque d'inflation.

Les catalyseurs récents

L'efficacité du vaccin Johnson & Johnson contre les variants du virus a accéléré le mouvement haussier des taux longs.

A cela s'est ajouté le relatif peu d'intérêt de l'émission du Trésor américain à 7 ans et notamment la faible participation des investisseurs étrangers.

Enfin des facteurs techniques comme les couvertures de risque de sensibilité aux taux d'intérêt (« convexity hedging ») ont amplifié le mouvement existant.

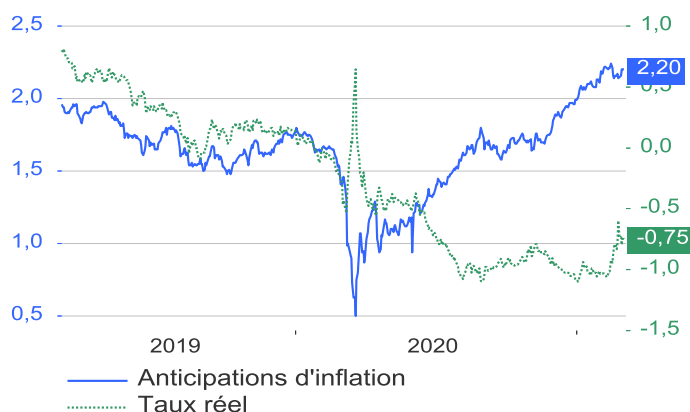
Décomposition du taux nominal

Depuis août 2020, le taux américain à 10 ans a gagné une centaine de points de base (soit 1%), passant de 0,50% à 1,50%.

La hausse a d'abord été relativement lente et progressive, alimentée par des perspectives d'inflation plus haute. Cela n'est pas mauvais en soit. C'est ce que les banques centrales s'emploient à faire depuis des années avec les programmes d'achats d'actifs.

Puis, la hausse s'est poursuivie vers la mi-février par une forte remontée des taux réels (taux moins inflation attendue) alors que les anticipations d'inflation baissaient. Cette deuxième phase est problématique car elle rend les conditions financières plus restrictives et pousse les investisseurs à réévaluer le risque de remontée des taux directeurs.

DECOMPOSITION DU TAUX NOMINAL AMERICAIN A 10 ANS



Source: Refinitiv Datastream, 04/03/2021

Source : BNP Paribas Wealth Management

Une hausse de taux plus tôt que prévue ?

C'est ce que les marchés financiers (via les marchés des futures) indiquent. Ils escomptent dorénavant une première hausse des taux directeurs de la Réserve fédérale



non plus en 2024, mais début 2023. Et ils anticipent deux hausses supplémentaires de taux en 2024. Cela nous paraît exagéré puisque Powell a répété et répété que la Réserve fédérale était loin de penser à un *tapering* ou à une remontée des taux directeurs. La réunion de la Réserve fédérale des 16-17 mars apportera peut-être des éléments supplémentaires.

Poursuite de la hausse des taux longs ?

Le taux américain à 10 ans s'est rapproché du rendement des actions du S&P500 (1,5%). Ainsi, si les taux se tendent davantage, le fameux TINA, *There Is No Alternative* (aux marchés actions) sera de moins en vrai et l'on pourrait voir des flux aller des actions vers les marchés obligataires.

Les taux sont redevenus un peu plus attractifs. Ils ont déclenché un retour des investisseurs étrangers, japonais en particulier, traditionnellement des grands acheteurs de bons du Trésor américain, dès 1,33%.

L'analyse technique suggère une phase de correction sur le taux américain à 10 ans.

Cependant, le risque d'une nouvelle hausse temporaire reste grand, particulièrement aux États-Unis où de nombreuses émissions du Trésor sont attendues (à commencer par une émission à 10 ans le 10 mars), de l'ordre de 400 milliards de dollars en mars alors que la Réserve fédérale n'achète que 80 milliards dans le cadre de son programme d'achats d'actifs. Le marché absorbera-t-il l'excédent aux niveaux de taux actuels ? Les investisseurs étrangers feront-ils leur retour ou préféreront-ils attendre une baisse de la volatilité d'abord ? La volatilité est actuellement élevée et la fourchette de cotation des *Treasuries* (écart entre les cours acheteurs et vendeurs) s'est élargie, signe que la liquidité s'est réduite.

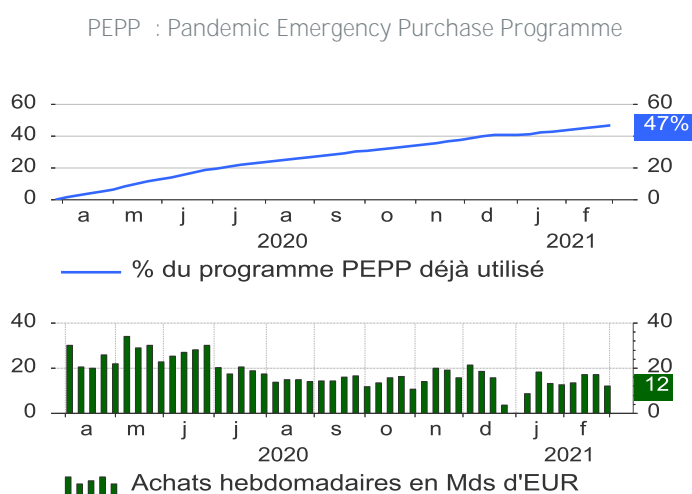
Aussi, nous préférons garder un biais négatif sur les obligations à long terme pour le moment.

Objectifs de taux

Même si la Réserve fédérale est restée relativement silencieuse par rapport à la hausse des taux, nous ne pensons pas qu'elle y soit insensible. L'économie américaine est sensible aux taux d'intérêt du fait de son niveau de dette élevée et de son secteur immobilier. Elle n'acceptera pas un durcissement des conditions monétaires trop rapide. Aussi, nous nous attendons à ce que les prévisions des membres de la Réserve fédérale qui vont être publiées le 17 mars soient beaucoup plus prudentes voire contredisent ce qu'escompte le marché vis-à-vis du *tapering* et des hausses de taux directeurs. En conséquence, nous conservons notre objectif à un an à 1,40% pour le taux américain à 10 ans.

En ce qui concerne la zone euro, le taux à 10 ans des pays de la zone euro pondéré par leur PIB est repassé positif après une hausse de 0,25% depuis le 1^{er} janvier. Il cote actuellement 0,05%. La BCE avait souligné par le passé l'importance que ce taux soit négatif pour accompagner la relance économique. Avoir un taux à 10 ans négatif pour la zone euro implique que le taux allemand à 10 ans reste inférieur à -0,25%, sous l'hypothèse que les écarts de taux entre pays de la zone euro restent plus ou moins aux niveaux actuels - ce que le programme d'achats d'actifs de la BCE s'emploie à faire avec succès. Aussi, nous gardons notre objectif à un an à -0,25% pour le taux allemand à 10 ans.

PROGRAMME D'ACHATS D'ACTIFS D'URGENCE



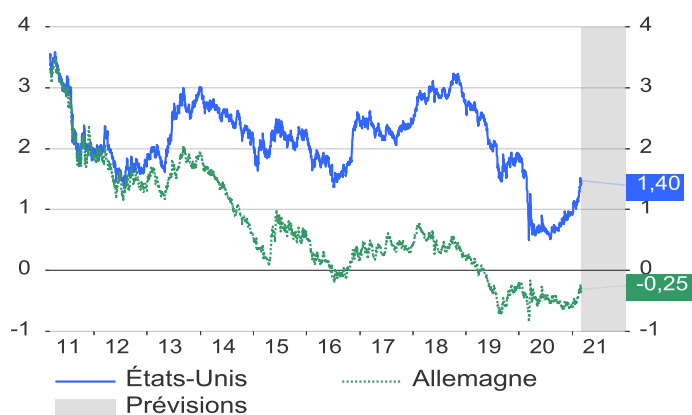
Source: Refinitiv Datastream, 26/02/2021

Source : BNP Paribas Wealth Management



TAUX A 10 ANS

en %



Source: Refinitiv Datastream, 04/03/2021

Source : BNP Paribas Wealth Management

velles demandes d'allocations chômage sont également clés car elles sont disponibles de manière hebdomadaire.

L'inflation fait également parti du mandat de la Réserve fédérale et influence grandement les taux longs. On surveillera donc les attentes des consommateurs en matière d'inflation (enquête de l'Université du Michigan) car une forte hausse génère un impact sur les négociations salariales et peut avoir un coté auto réalisateur. Les dernières données montrent une hausse relativement modérée.

Les nouvelles projections de taux de la Réserve fédérale qui seront publiées le 17 mars seront également clés.

Que surveiller ?

L'évolution du marché de l'emploi est certainement la priorité numéro une pour la Réserve fédérale. Une amélioration substantielle, tant en terme quantitatif que qualitatif, ouvrirait la voie à une politique monétaire moins laxiste. **Un indicateur à suivre est l'enquête du NFIB** (association des petites entreprises) et particulièrement la rubrique « emplois difficiles à pourvoir », ainsi que les statistiques sur le nombre de personnes travaillant à temps partiel mais désirant travailler à temps plein. Les nou-

L'ÉQUIPE DEDIEE A LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT



FRANCE

Edmund SHING
Global Chief Investment Officer

ASIE

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer
Grace TAM
Chief Investment Advisor



BELGIQUE

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



LUXEMBOURG

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



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

CONTACTEZ-NOUS



wealthmanagement.bnpparibas

AVERTISSEMENT

This marketing document is communicated by the Wealth Management Métier of BNP Paribas, a French Société Anonyme, Head Office 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris, France, registered under number 662 042 449 RCS Paris, registered in France as a bank with the French Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) and regulated by the French Autorité des Marchés Financiers (AMF). As marketing material, it has not been prepared in accordance with legal and regulatory requirements aimed at ensuring the independence of investment research and is not subject to any prohibition on dealing ahead of its dissemination. It has not been submitted to the AMF or any other market authority.

This document is confidential and intended solely for the use of BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA or their affiliates ("**BNP Paribas**") and the persons to whom this document has been delivered. It may not be distributed, published, reproduced or disclosed by any recipient to any other person, nor may it be quoted or referred to in any document, without the prior consent of BNP Paribas.

This document is provided solely for information and shall not constitute an offer or solicitation in any state or jurisdiction in which such an offer or solicitation is not authorized, or to any person to whom it is unlawful to make such offer, solicitation or sale. It is not, and under no circumstances is it to be construed as, a prospectus.

Although the information provided herein may have been obtained from published or unpublished sources considered to be reliable and while all reasonable care has been taken in the preparation of this document, BNP Paribas does not make any representation or warranty, express or implied, as to its accuracy or completeness and does not accept responsibility for any inaccuracy, error or omission. BNP Paribas gives no warranty, guarantee or representation as to the expected or projected success, profitability, return, performance, result, effect, consequence or benefit (either legal, regulatory, tax, financial, accounting or otherwise) of any product or transaction. Investors should not place undue reliance on any theoretical historical information regarding such theoretical historical performance. This document may contain or refer to past performance; past performance is no guarantee for future performance.

The information contained in this document has been drafted without prior knowledge of your personal circumstances, including your financial position, risk profile and investment objectives.

Prior to entering into a transaction each investor should fully understand the financial risks, including any market risk associated with the issuer, the merits and the suitability of investing in any product and consult with his or her own legal, tax, financial and accounting advisors before making his or her investment. Investors should be in a position to fully understand the features of the transaction and, in the absence of any provision to the contrary, be financially able to bear a loss of their investment and willing to accept such risk. Investors should always keep in mind that the value of investments and any income from them may go down as well as up and that past performance should not be seen as an indication of future performance. Any investment in a product described herein is subject to the prior reading and understanding of the legal documentation concerning the product, and in particular the one which describes in details the rights and obligations of investors as well as the risks inherent to an investment in the product. Save as otherwise expressly agreed in writing, BNP Paribas is not acting as financial adviser or fiduciary of the investor in any transaction. The information, opinions and projections expressed herein reflect the opinion of their author at the time of writing; they are not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgment by anyone, and are subject to change without notice. Neither BNP Paribas nor any BNP Paribas Group entity accepts any liability whatsoever for any consequences that may arise from the use of information, opinions or projections contained herein.

As distributor of the products described herein, BNP Paribas may receive distribution fees on which you can obtain more information upon specific request. BNP Paribas, their employees or administrators may hold positions in these products or have dealings with their issuers.

By accepting this document, you agree to be bound by the foregoing limitations.

© BNP Paribas 2021. All rights reserved.

Pictures from Getty Images.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change