

Rebond marqué sur les marchés obligataires déclenché par la BCE malgré l'incertitude persistante



Mahmood PRADHAN

Directeur macroéconomie mondiale – Amundi Institute
Directeur Amundi Institute



Valentine AINOZ

Responsable de la stratégie obligataire internationale – Amundi Institute



Gilles DAUPHINE

Directeur adjoint Taux et Crédit

- **La Banque centrale européenne (BCE) a relevé ses taux directeurs d'un demi-point de pourcentage, le taux de dépôt s'élevant ainsi à 2,5%. Elle a également annoncé son intention de procéder à une nouvelle hausse de 50 points de base en mars. Selon nous, le taux de dépôt devrait atteindre son niveau le plus haut à 3,5%.**
- **Orientation verte :** la BCE prévoit d'orienter ses réinvestissements en obligations d'entreprise davantage vers les émetteurs présentant de meilleures performances climatiques. Il s'agit là d'un symbole important, mais sa participation aux obligations d'entreprise est relativement faible.
- **Politique monétaire mondiale :** il existe de fortes similitudes entre la Fed, la BCE et la Banque d'Angleterre. Toutes trois affirment qu'elles vont continuer à relever leurs taux, mais toutes restent tributaires des données et ne vont pas à l'encontre des anticipations du marché concernant le taux terminal.
- **Implications en matière d'investissement :** la BCE a déclenché un rebond marqué sur les marchés obligataires, les BTP italiens surperformant les Bunds allemands. L'ampleur des gains nous semble un peu trop forte. Il convient de privilégier le crédit.

Qu'a annoncé la BCE ?

La BCE a relevé ses taux directeurs d'un demi-point de pourcentage, portant le taux de dépôt à 2,5%, et a indiqué qu'elle avait l'intention de procéder à une hausse similaire en mars du fait de pressions inflationnistes sous-jacentes. Elle a également donné des détails sur la manière dont elle compte réduire son bilan. Concernant les obligations d'entreprise, elle [prévoit d'orienter les réinvestissements](#) davantage vers les émetteurs présentant les meilleures performances climatiques.

Comment la BCE envisage-t-elle de réduire son bilan et quelle serait l'incidence sur l'équilibre entre les émissions nettes d'obligations et la demande au cours de l'année à venir ?

Le portefeuille du programme d'achat d'actifs devrait diminuer de 15 milliards d'euros par mois en moyenne entre début mars et fin juin 2023, et le rythme ultérieur de réduction du portefeuille devrait être déterminé au fil du temps. Après ajustement afin de tenir compte des achats de la BCE, les émissions nettes d'obligations d'État de la zone euro devraient fortement augmenter de près de 160 milliards d'euros pour atteindre 550 milliards d'euros en 2023, dont la majeure partie est attendue au premier semestre, l'activité étant plus concentrée en début de période.

Certains pays de la zone euro pourraient-ils être confrontés à des déséquilibres particuliers entre l'offre et la demande du fait du plan de la banque centrale ?

L'augmentation du financement net obligataire devrait provenir des pays core et semi-core. Le total pour ces pays devrait passer de 226 à 300 milliards d'euros, tandis que pour les pays périphériques de la zone euro, il devrait reculer de 140 à 120 milliards d'euros. L'Allemagne devrait être le plus important contributeur à cette augmentation, avec une hausse à 120 milliards d'euros, soit près du double du montant de l'année dernière. Déduction faite des flux de la BCE, qui deviennent négatifs après avoir été positifs l'année dernière, l'offre d'obligations allemandes devrait passer d'une quasi-stagnation à près de 155 à 160 milliards d'euros.

Quel devrait être l'impact des autres mesures annoncées par la BCE ?

La banque centrale prévoit d'orienter progressivement ses achats d'obligations d'entreprise vers des labels « verts ». Cette orientation revêt une importance symbolique. En effet, la BCE tient ainsi compte pour la première fois du changement climatique dans le cadre de ses achats d'actifs. Mais l'impact devrait être très mineur car elle détient peu d'obligations d'entreprise, et elle n'appliquera ce critère que sur les réinvestissements d'obligations arrivant à échéance.

Quelles sont les perspectives de la politique de la BCE ?

Notre hypothèse de base est que la BCE devrait augmenter son taux de 50 points de base lors de la réunion de mars et qu'elle procèdera ensuite à des relèvements d'un quart de point de pourcentage en mai et juin. Cela implique un taux terminal de 3,5% avant l'été, plus élevé que les attentes du marché (3,25%). La persistance de l'inflation sous-jacente et de l'inflation de base devrait mettre la BCE sous pression, avec un indice des prix à la consommation (IPC) core proche de 4,5% au troisième trimestre selon notre scénario. Un élément important à retenir de la réunion de février est que la BCE n'intègre plus de risques haussiers dans ses prévisions d'inflation. La durée pendant laquelle les gouvernements continueront à apporter un soutien budgétaire à l'économie et le rebond de l'économie chinoise seront les principaux moteurs des pressions sur les prix.

Qu'en est-il de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre, qui ont également tenu des réunions de politique monétaire cette semaine ?

Ces trois institutions présentent de fortes similitudes. Toutes trois affirment n'avoir pas fini de relever les taux d'intérêt, mais demeurent tributaires des données et n'iront pas à l'encontre des attentes du marché quant au point culminant de ce cycle de resserrement.

Anticipez-vous un risque moindre ou plus élevé de récession aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, compte tenu des perspectives de politique monétaire ?

Le risque d'une récession qui ne serait pas seulement technique ni légère aux États-Unis et en Europe est moindre, car il est peu probable que la Fed et la BCE procèdent à un resserrement trop important. En revanche, compte tenu de la persistance des pressions sur les salaires au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre, qui [vient de relever ses taux](#) de 3,5% à 4%, risque de devoir maintenir son resserrement monétaire plus longtemps.

Quelles conséquences pour les marchés ?

Les actions des banques centrales de cette semaine sont de bon augure pour la plupart des classes d'actifs à court terme, et en particulier pour les obligations et le crédit, car elles permettent d'avoir maintenant un peu plus de visibilité sur les taux directeurs terminaux.

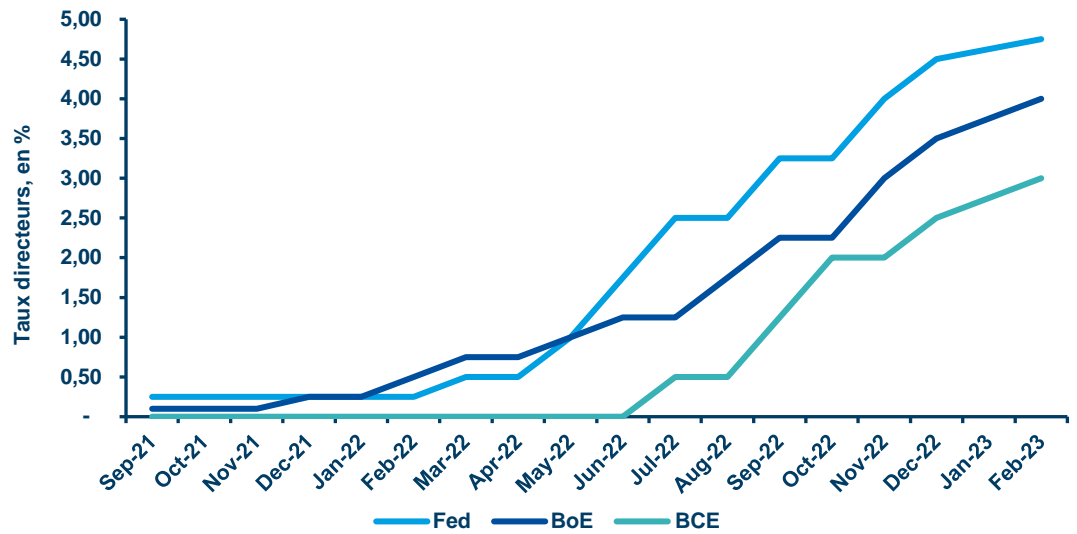
Dans le cas de la zone euro, la BCE a envoyé un message bien différent du ton relativement intransigeant qu'elle avait adopté en décembre. Cette fois-ci, la banque centrale a évoqué une situation plus équilibrée, tant sur le plan de la croissance que de l'inflation, tout en réitérant qu'elle maintiendrait le cap afin de veiller à ce que l'inflation redescende à son objectif de 2%.

Le marché anticipe que la BCE en aura fini avec les relèvements de taux lorsqu'elle aura procédé à sa nouvelle hausse de 50 points de base en mars.

Cela a déclenché un net rebond sur les marchés obligataires, les obligations d'Etat italiennes surperformant les obligations d'Etat allemandes. L'ampleur de ces gains nous semble un peu trop forte compte tenu de l'incertitude persistante. Par exemple, nous ne connaissons pas encore l'impact total de la réouverture de la Chine et l'inflation sous-jacente demeure élevée dans la zone euro. Il convient de privilégier le crédit constitue un positionnement intéressant et il ne fait aucun doute que la volatilité continuera à s'atténuer progressivement, ce qui soutiendra le portage.

« Selon nous, le crédit est un positionnement intéressant. »

Trajectoire des cycles de taux d'intérêt des banques centrales



Source : Amundi Institute, sur la base des données Bloomberg, au 2 février 2023.

AMUNDI INSTITUTE

Dans un monde de plus en plus complexe et changeant, les investisseurs expriment un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement afin de définir leur allocation d'actifs et de faciliter la construction de leurs portefeuilles. Situé au cœur du processus d'investissement global, l'Amundi Institute a pour objectif d'apporter un leadership éclairé, de renforcer le conseil, la formation et les échanges quotidiens sur ces sujets concernant l'ensemble des actifs pour tous ses clients - distributeurs, institutions et entreprises. L'Institut Amundi regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'informations d'investissement et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi. Son objectif est de mettre en valeur les opinions et les recommandations d'investissement d'Amundi.



Découvrez Amundi Investment Insights sur

www.amundi.com

Définitions

- **Programme d'achat d'actifs (APP)** : type de politique monétaire dans lequel les banques centrales achètent des titres sur le marché en vue d'accroître la masse monétaire et d'encourager les prêts et les investissements.
- **Points de base** : un point de base est une unité de mesure égale à un centième de point de pourcentage (0,01 %).
- **PEPP** : Programme d'achats urgence pandémie.
- **Resserrement quantitatif (QT)** : le QT est une politique monétaire contractionniste visant à réduire les liquidités au sein de l'économie. Cela signifie que la banque centrale réduit le rythme de réinvestissement du produit des emprunts d'État arrivant à échéance. Cela signifie également que la banque centrale peut relever les taux d'intérêt afin de réduire la masse monétaire.

Informations importantes

Ce document est uniquement destiné à des fins d'information. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services référencés peuvent ne pas être enregistrés pour la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Toutes les informations contenues dans ce document sont réservées à un usage interne et ne doivent pas être reproduites ou diffusées sous quelque forme que ce soit, ni ne doivent constituer la base ou un élément quelconque d'un instrument, produit ou indice financier. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et datent du **2 février 2023**. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'entière responsabilité liée à l'utilisation qu'il fait de ces informations. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées sur les tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management S.A.S., et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction de la situation du marché ou d'autres conditions. Par ailleurs, rien ne garantit que les pays, marchés ou secteurs réaliseront la performance prévue. Ces opinions ne sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne pourra en aucun cas être tenu responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : **2 février 2023**.

Document émis par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 € - Société de gestion de portefeuille réglementée par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Rédacteurs en chef

Monica DEFEND

Directrice de l'Amundi Institute

Vincent MORTIER

Directeur des investissements Groupe

Matteo GERMANO

Directeur adjoint des investissements

Rédacteurs

Claudia BERTINO

Directrice Investment Insights et Publication

Swaha PATTANAİK

Directrice de la Publication et de la Stratégie digitale