

# Euro Swap Spread Tectonique ?

**JUIN 2025**



# À propos des auteurs.



## **Bob Maes**

Senior Global Portfolio  
Manager – Global Bonds

Bob est gestionnaire de portefeuille obligataire senior chez Candriam depuis 2021.

Avant de rejoindre Candriam, Bob a passé plus de 20 ans à la banque KBC, où il a occupé diverses fonctions à l'échelle internationale, notamment celles de gestionnaire de portefeuille et stratège obligataire.

Bob est titulaire d'une maîtrise en économie appliquée de RUCA Antwerp, d'une licence en droit de USFIA Antwerp et d'un certificat en fintech de l'Université de Harvard.



## **Philippe Dehoux**

Head of Global Bonds

Philippe est responsable des obligations mondiales chez Candriam depuis 2019. Avant d'occuper ce poste, il a été responsable des fonds d'obligations corporate de 2013 à 2018, et auparavant responsable des fonds d'obligations européennes, et gestionnaire de fonds depuis 1996.

Il a commencé sa carrière en 1991 en tant qu'auditeur interne au Codep Banque d'Épargne et a rejoint en 1995 le département financier de Dexia Banque Belgique, «ancêtre» de Candriam.

Philippe est titulaire d'une licence en économie appliquée des Facultés Universitaires Catholiques de Mons et d'un diplôme en finance internationale de l'Institut de Finance et de Cambisme. Il est analyste financier qualifié auprès de l'Association belge des analystes financiers (ABAF) depuis 2002.



# L'euro Échange Écart de

# rendement Table des matières

Résumé : Les swap spreads en euros : outil d'allocation d'actifs des portefeuilles obligataires <i>aggregate</i> en euros	<b>5-6</b>
Introduction : Qu'y a-t-il dans l'écart ?	<b>7-10</b>
Les déterminants des swap spreads en euros évoluent avec les marchés	<b>11-18</b>
L'avenir commence maintenant	<b>19-20</b>
Conclusion : De l'histoire à l'horizon	<b>21</b>

La source de toutes les données de ce rapport est Candriam, sauf indication contraire.



# Résumé.

## Les swap spreads en euros : outil d'allocation d'actifs des portefeuilles obligataires aggregate en euros

L'écart d'une obligation d'entreprise par rapport à sa référence (par exemple, le Bund allemand), souvent réduit à l'écart de crédit, peut, en réalité, inclure d'autres éléments que la simple différence de risque de crédit. Sur les marchés de la zone euro, ce spread intègre notamment un élément relatif au coût de l'échange de taux fixes contre de taux variables : le swap spread en euros.

Depuis 2008, le swap spread en euros a été très volatil et, plus récemment, il s'est considérablement resserré. Cette volatilité affecte la répartition optimale entre la dette souveraine, la dette quasi-souveraine et la dette d'entreprise dans la gestion des portefeuilles obligataires modiaux. Affecté par des facteurs nationaux (régionaux) et mondiaux, la durée, le risque de crédit, etc., le swap spread est suffisamment volatil pour mériter une analyse et une attention beaucoup plus importantes que celles que lui accordent généralement les investisseurs.

L'évolution des swap spreads devrait inciter les gestionnaires d'investissement à réévaluer le risque de leur portefeuille et l'allocation de leurs actifs. En réponse, ils peuvent ajuster leur répartition entre les classes d'actifs obligataires. En moyenne, plus de 30 % de l'écart de rendement par rapport aux obligations d'État allemandes provient du swap spread pour les obligations d'entreprise de bonne qualité libellées en euros, et plus de 70 % pour les obligations quasi-nationales libellées

en euros.<sup>1</sup> La compréhension des facteurs du swap spread a été déterminante pour la performance des portefeuilles d'obligations globaux.

Sur la base de l'analyse historique, nous concluons que le swap spread en euros est probablement entré dans un nouveau régime avec des niveaux de spreads beaucoup plus bas – voire négatifs – que par le passé, similaires à ceux des marchés américains à la suite de la crise financière mondiale. Ce mouvement reflète principalement les préoccupations relatives à l'augmentation de l'offre et à la diminution de la demande d'obligations d'État refuges, alors que les déficits budgétaires augmentent et que les banques centrales sont passées d'une politique d'assouplissement quantitatif (QE) à une politique de resserrement quantitatif (QT) afin de lutter contre l'inflation.

Le rôle croissant des bunds allemands en tant que valeur refuge mondiale, potentiellement au détriment des bons du Trésor américain, sera surveillé de près. Cela pourrait entraîner un nouvel élargissement des swap spreads en euros.

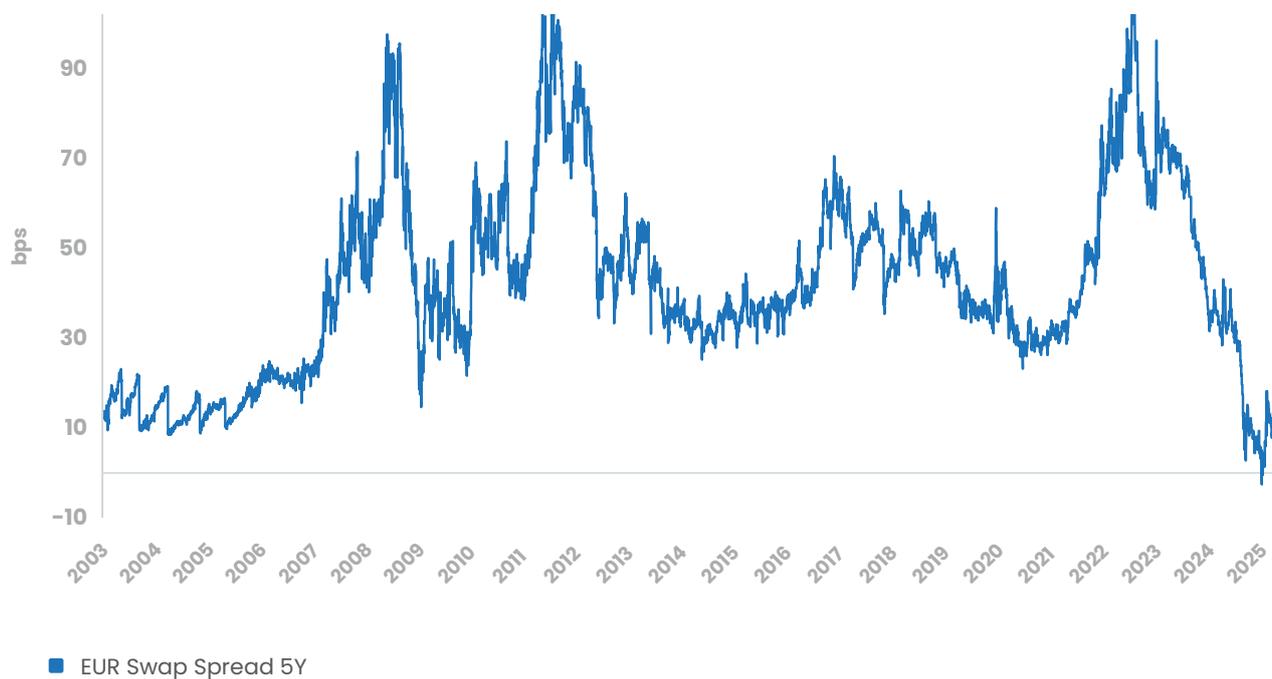
Quoi qu'il en soit, l'évolution du swap spread **en euros restera probablement un outil d'évaluation important dans la gestion des portefeuilles obligataires aggregate en euros.**

<sup>1</sup> - Au cours de la période 2008-2024, du mois 20xx au mois 20yy. Source : Calculs propres basés sur les indices de Bank of America

### Graphique 1:

#### Le swap spread en euros est très volatil depuis 20 ans

Facteur important dans la gestion des portefeuilles obligataires *aggregate* en euros



Source : Bloomberg, au 17/06/2025.



# Introduction:

## Qu'y a-t-il dans l'écart ?

### Quand l'écart de rendement est plus qu'un simple écart de crédit : le Swap Spread en euros.

Depuis la crise financière mondiale de 2008, en Europe, les écarts entre les obligations d'entreprises et les Bunds ont inclus un élément significatif et volatil qui peut être attribué au marché des swaps de taux d'intérêt en euros. Cet "euro swap spread" est la différence entre le rendement d'un swap de taux d'intérêt à taux fixe<sup>2</sup> et le rendement d'une obligation de référence, en l'occurrence un emprunt d'État allemand d'une durée similaire.

**En termes mathématiques, le swap spread peut être considéré comme suit :**

***EUR Swap Spread = Rendement d'un swap EUR à taux fixe - Rendement d'une obligation allemande***

### Euro Swap Spread

L'écart de rendement des obligations d'entreprise libellées en euros par rapport aux obligations d'État allemandes comprend non seulement le spread de crédit, mais aussi un swap spread significatif en euros. La figure 2 montre la proportion de l'écart de rendement par rapport aux obligations d'État allemandes pour les obligations d'entreprise de qualité supérieure libellées en euros, qui provient du risque de crédit de l'émetteur (bleu foncé) et du swap spread en euros (bleu clair) depuis 2008. L'évolution de la marge totale, ainsi que des contributions proportionnelles de la marge de swap et de la marge de crédit, montre que ces deux composantes ont été très volatiles au cours de cette période.

### L'importance des portefeuilles d'obligations *aggregate* en euros

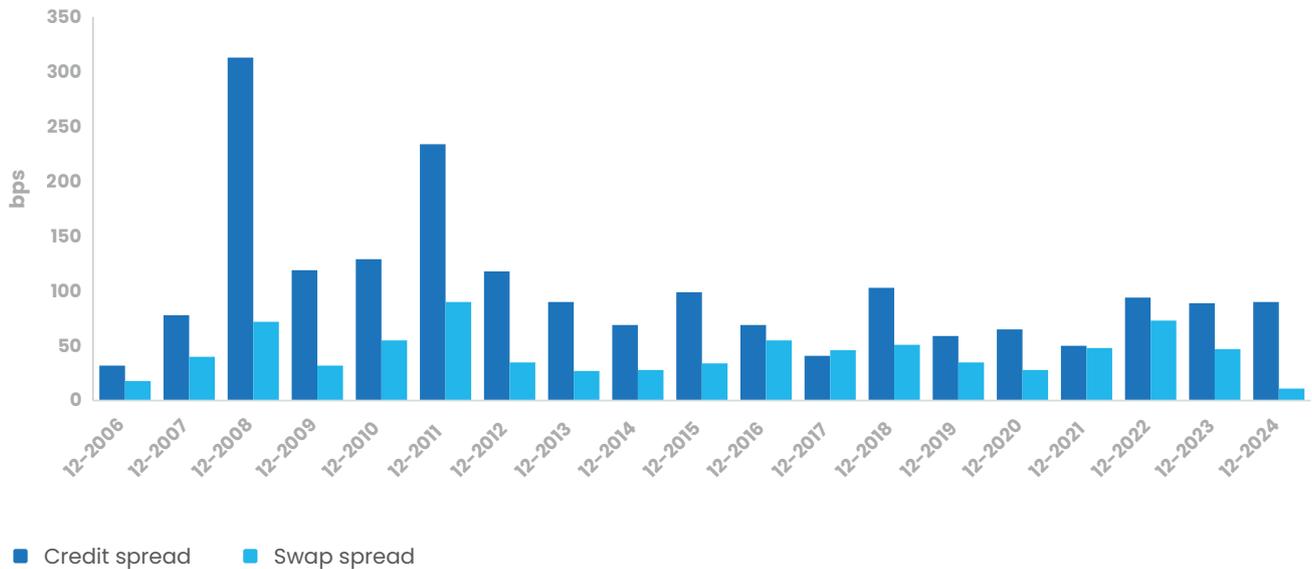
**L'analyse de la valeur relative d'un investissement dans des obligations d'entreprises de qualité (Investment Grade - IG), dans des obligations d'État allemandes (Bunds) ou dans d'autres segments dépend non seulement de l'évolution attendue de la solvabilité et de la marge de crédit des émetteurs sous-jacents, mais aussi de l'évolution attendue du swap spread en euros.** Par exemple, dans le cas d'un resserrement attendu du swap spread, toutes choses étant égales par ailleurs, il est logique de réorienter l'allocation vers les obligations d'entreprises de qualité au détriment des obligations souveraines, et vice versa.

<sup>2</sup> - Les swaps de taux d'intérêt sont des contrats dans lesquels les parties conviennent d'échanger une série de paiements à taux fixe contre une série de paiements à taux variable liés à un taux de référence.

**Figure 2 :**

**Décomposition des écarts historiques des obligations Euro IG par rapport à l'Allemagne**

Swap spread vs spread de crédit



Source : Calculs Candriam, indices BofA

Le niveau du swap spread en euros est le même pour tous les émetteurs d'une échéance donnée. Cela signifie que l'évolution du swap spread est beaucoup plus importante pour les quasi-gouvernements (supranationaux) et les obligations d'entreprise de qualité que pour les obligations d'entreprise à haut rendement.

Le graphique 3 montre la proportion de l'écart en euros attribuable au risque de crédit de l'émetteur par rapport à celle du swap spread au fil du temps, pour les quasi-gouvernements, les entreprises de qualité supérieure (IG) et les entreprises à haut rendement (HY). Cela indique clairement que l'évolution du swap spread est beaucoup plus importante pour les classes d'actifs les mieux notées que pour les classes d'actifs les moins bien notées. Entre 2008 et 2024, en moyenne, le swap spread en euros explique 70 % de l'écart de rendement total par rapport aux obligations d'État allemandes pour les obligations quasi-gouvernementales. En comparaison, cet écart explique 30 % de l'écart de rendement pour les obligations d'entreprise de qualité (IG), mais seulement 10 % des obligations d'entreprise à haut rendement.<sup>3</sup>

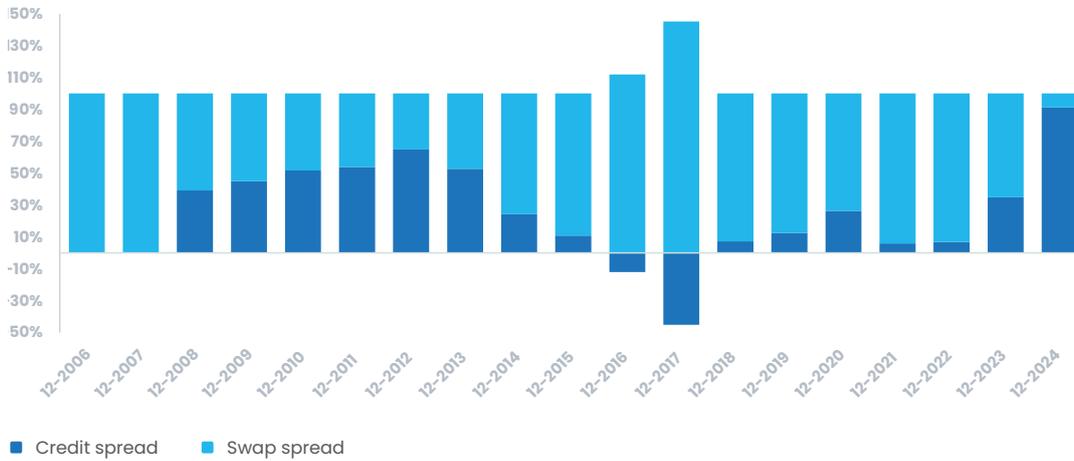


**3** - Pour les obligations HY, non seulement l'inverse est vrai (le spread de crédit est beaucoup plus important que le swap spread), mais le spread de crédit pour HY étant plus volatil que pour IG, le spread de crédit a été le facteur le plus important dans la détermination des allocations HY dans les portefeuilles *aggregate* en euros.

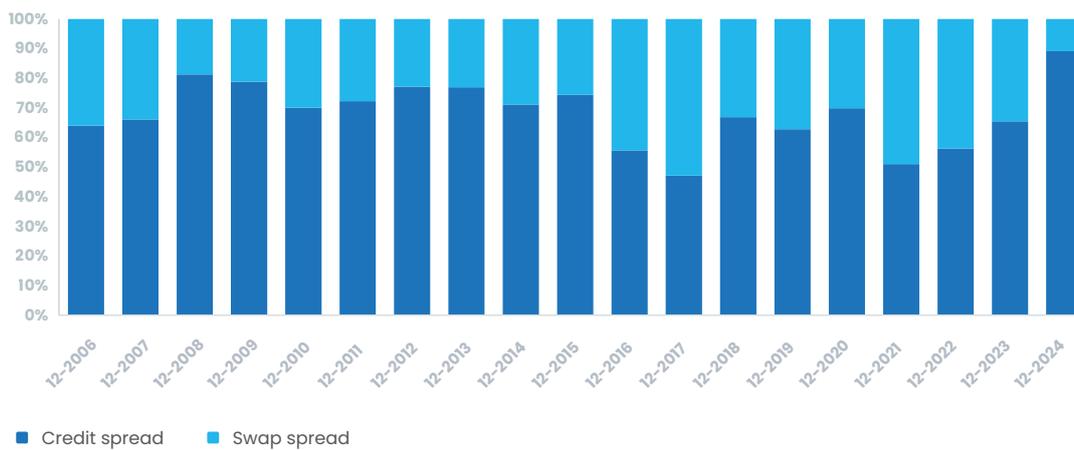
**Figure 3 :**  
**Proportion de l'écart attribuable à l'écart de crédit et au swap spread**

Trois segments obligataires en euros

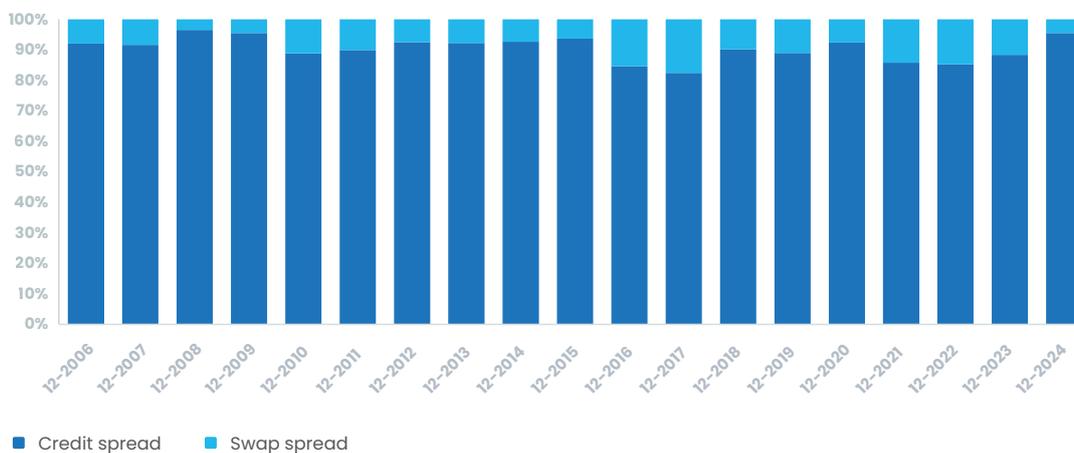
### Obligations quasi-gouvernementales en euros/Supras



### Obligations d'entreprise de qualité en euro (IG)



### Obligation d'entreprise à Haut Rendement (HY)



Source : Bloomberg, au 31/12/2024

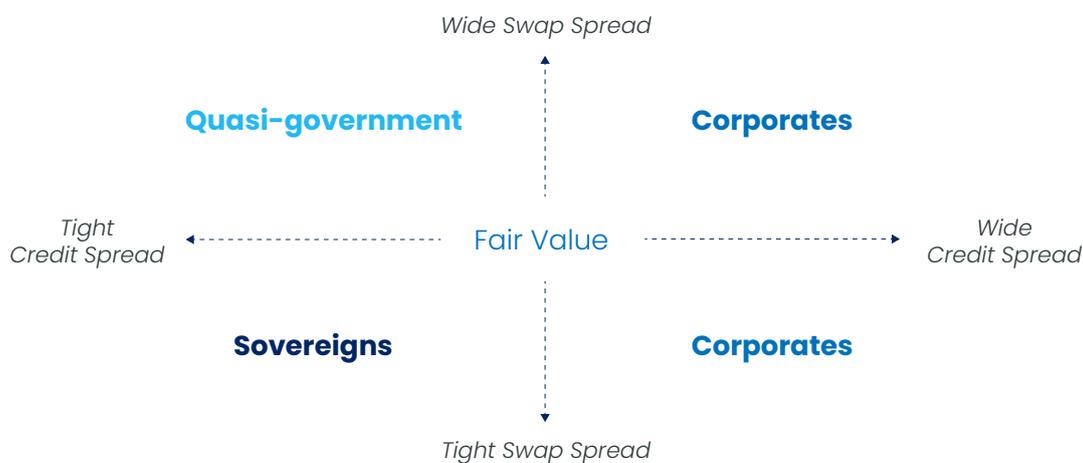
## Utilisation dans l'allocation sectorielle

En fonction de l'évolution attendue des swap spreads et des spreads de crédit, les gestionnaires peuvent réaffecter le poids des obligations souveraines, quasi-gouvernementales et les obligations d'entreprise dans les portefeuilles obligataires *aggregate* en euros.

Comme le montre la figure 4, les allocations peuvent être déplacées vers les obligations souveraines lorsque les swap spreads et spreads de crédit sont (trop) faibles et devraient s'élargir. Inversement, les portefeuilles peuvent bénéficier d'une surpondération des obligations quasi-gouvernementales lorsque les swap spreads sont (trop) élevés et les spreads de crédit (trop) serrés. Dans le cas où les spreads de crédit sont (trop) élevés, il est toutefois logique de surpondérer les obligations d'entreprise, car celles-ci devraient bénéficier d'un resserrement des spreads de crédit indépendamment du fait que le swap spread soit large ou serré, étant donné que l'évolution du spread de crédit a été le principal moteur de l'évolution de l'écart total par rapport aux obligations souveraines.

**Figure 4 :**  
**Matrice d'allocation optimisée**

Spreads de crédit et swap spreads dans l'allocation des segments obligataires



Source : Calculs Candriam, indices BofA



# Les déterminants des swap spreads en euros évoluent avec les marchés

Les facteurs qui déterminent les swap spreads en euros reflètent à la fois la dynamique du marché et des facteurs macroéconomiques plus larges. Au cours des 20 dernières années, l'évolution de l'importance de ces facteurs peut être facilement comprise en analysant trois crises majeures qui ont entraîné un élargissement significatif du swap spread en euros : la crise financière mondiale de 2007–2008 (GFC), la crise de la dette souveraine en euros de 2010–2012 et la crise Covid-19/énergie/Inflation de 2020–2022.

Pour envisager l'avenir du swap spread et son utilité dans la répartition entre les catégories de titres obligataires, nous décrivons les principaux moteurs théoriques du swap spread, pages 12 et 13. Dans la pratique, l'importance de ces facteurs varie dans le temps, en fonction de l'environnement du marché. Nous démontrons certaines de ces évolutions en analysant ces trois crises.

À la fin de l'année 2024, nous avons commencé à observer le contraire, à savoir un resserrement des swap spreads en euros, à des niveaux jamais vus depuis la GFC. À la mi-2024, les swaps spreads en euros est même devenu négatif pour certaines échéances. Nous examinerons les facteurs spécifiques de ces mouvements et donnerons quelques indications sur ce à quoi il faut s'attendre à l'avenir.

# Les moteurs théoriques des swaps spreads en euros

## Risque de crédit

- **Risque de crédit souverain :** Si le marché perçoit une augmentation du risque souverain dans la zone euro, les rendements des obligations d'État allemandes pourraient diminuer par rapport aux autres obligations d'État et aux taux de swap, ce qui augmenterait le swap spread.
- **Risque de crédit bancaire :** Les taux des swaps étant en partie déterminés par les taux des prêts interbancaires (par exemple l'Euribor), l'aggravation du risque de crédit des banques peut accroître les swap spread, car elle augmente le coût de l'emprunt sur le marché interbancaire. Ce risque a été réduit grâce à l'abandon des taux de référence Libor dans les swaps au profit de taux dits sans risque, basés sur l'€STR OIS (Euro short-term rate overnight index swap).

## Attentes en matière de taux d'intérêt

- **Politiques des banques centrales :** Les attentes concernant les actions futures de la BCE (Banque centrale européenne), telles que les taux directeurs ou l'assouplissement quantitatif, peuvent avoir un impact significatif sur les swap spreads. Les anticipations de baisse des taux entraînent généralement un resserrement des swap spreads, tandis que les anticipations de hausse des taux peuvent les creuser.
- **Dynamique de la courbe de rendement :** Les variations de la courbe des rendements des obligations d'État de la zone euro, en particulier des Bunds allemands de référence, sont suivies de près par les marchés obligataires. Si la courbe de rendement se raidit, les swap spreads se resserrent généralement, car des courbes de rendement plus raides renvoient généralement à de meilleures prévisions de croissance économique et à des écarts plus faibles.

## Dynamique de l'offre et de la demande

- **Émission d'obligations et approvisionnement :** L'émission massive d'obligations d'État peut exercer une pression à la baisse sur les prix des obligations (pression à la hausse sur les rendements), ce qui peut réduire les swap spreads. À l'inverse, si la demande d'obligations est forte, les rendements pourraient diminuer et les swap spreads pourraient s'élargir.
- **Demande de couverture :** Les entreprises et les institutions financières utilisent les swaps pour couvrir le risque de taux d'intérêt. Les changements dans la demande de ces couvertures (par exemple, en raison de changements dans l'émission de dette des entreprises ou dans les dépenses en capital et l'investissement des entreprises) peuvent affecter les swap spreads.



### Conditions de liquidité

- **Liquidité du marché :** La liquidité globale des marchés des obligations et des swaps influe sur les écarts. Pendant les périodes de fortes tensions sur les marchés ou de faible liquidité, les swap spreads peuvent s'élargir en raison d'une demande accrue de liquidité ou d'une aversion pour le risque.
- **Disponibilité des garanties :** La disponibilité de garanties de haute qualité, en particulier les Bunds allemands, peut avoir un impact sur les swap spreads. Si les Bunds se raréfient, leur rendement pourrait baisser, ce qui entraînerait un élargissement des swap spreads.

### Facteurs réglementaires et structurels

- **Changements réglementaires :** Les réglementations relatives aux exigences en matière de capital et de liquidité des banques peuvent influencer sur les swap spreads. Les réglementations qui augmentent le coût de détention des obligations d'État ou des swaps peuvent avoir un impact sur la demande et, par effet, des swap spreads..
- **Exigences en matière de compensation et de marge :** L'évolution vers une compensation obligatoire des swaps et les exigences de marge associées peuvent affecter le coût et la demande de swaps, et donc les spreads. L'évolution des États-Unis vers des indices de référence basés sur des taux garantis, tels que le SOFR (secured overnight financing rate), a entraîné une baisse des taux de swap et, partant, des écarts de taux de swap.

### Événements économiques et géopolitiques

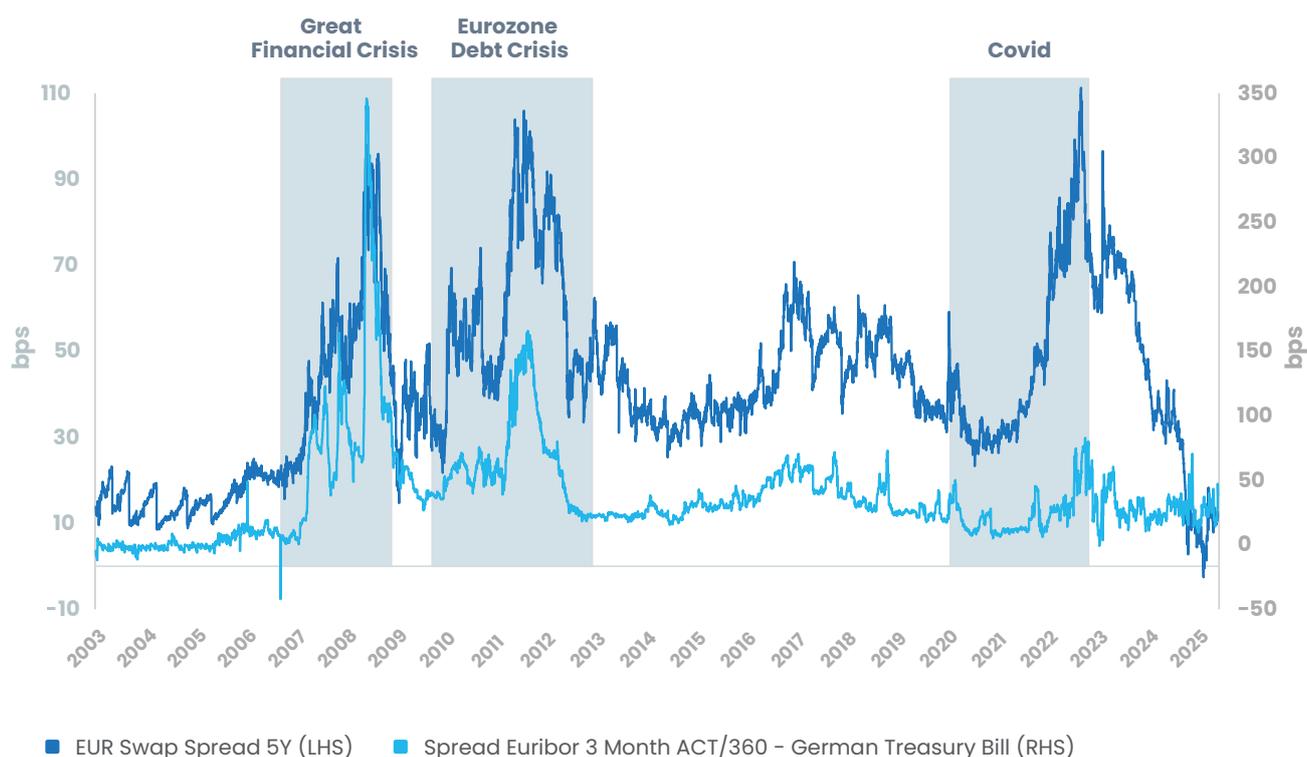
- **Données économiques :** Les indicateurs économiques, tels que les taux d'inflation, les chiffres du chômage et la croissance du PIB, peuvent influencer les attentes en matière de taux d'intérêt et de risque de crédit, ce qui a un impact sur les swap spreads..
- **Incertitude géopolitique :** L'instabilité politique, les différends commerciaux ou les événements géopolitiques peuvent accroître l'aversion au risque et affecter les rendements obligataires et les swap spreads.

Chez Candriam, nous considérons quatre facteurs clés pour les swap spreads en euros : le risque de crédit du secteur bancaire, le risque de crédit souverain, la courbe de rendement allemande et la dynamique de l'offre et de la demande pour les obligations souveraines. Nous expliquerons comment ces facteurs ont influencé les swap spreads en euros au cours des trois dernières grandes crises : la crise financière mondiale, la crise de la dette souveraine en euros et la crise Covid-19/énergie/inflation.

**Risque de crédit du secteur bancaire :** Pendant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine en euros, l'élargissement des swap spreads en euros était très étroitement lié aux changements du risque de crédit bancaire et du risque de crédit souverain. L'un des meilleurs moyens d'évaluer le risque de crédit bancaire, ou la santé du secteur bancaire, est de mesurer la différence entre le taux d'intérêt de l'Overnight Index Swap (OIS) ou des bons du gouvernement allemand à court terme, et le taux d'intérêt des prêts interbancaires. Cette mesure a montré une corrélation particulièrement forte avec le swap spread pendant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine en euros. Toutefois, pendant la crise Covid-19/énergie/inflation – qui, bien sûr, n'était pas une crise du crédit – cet indicateur particulier a fait preuve d'une plus grande stabilité, mais les marchés ont été témoins d'énormes fluctuations des swap spreads.

**Figure 5 :**  
**Santé du secteur bancaire et swap spread**

Écart entre les bons du gouvernement allemand et le taux des prêts interbancaires

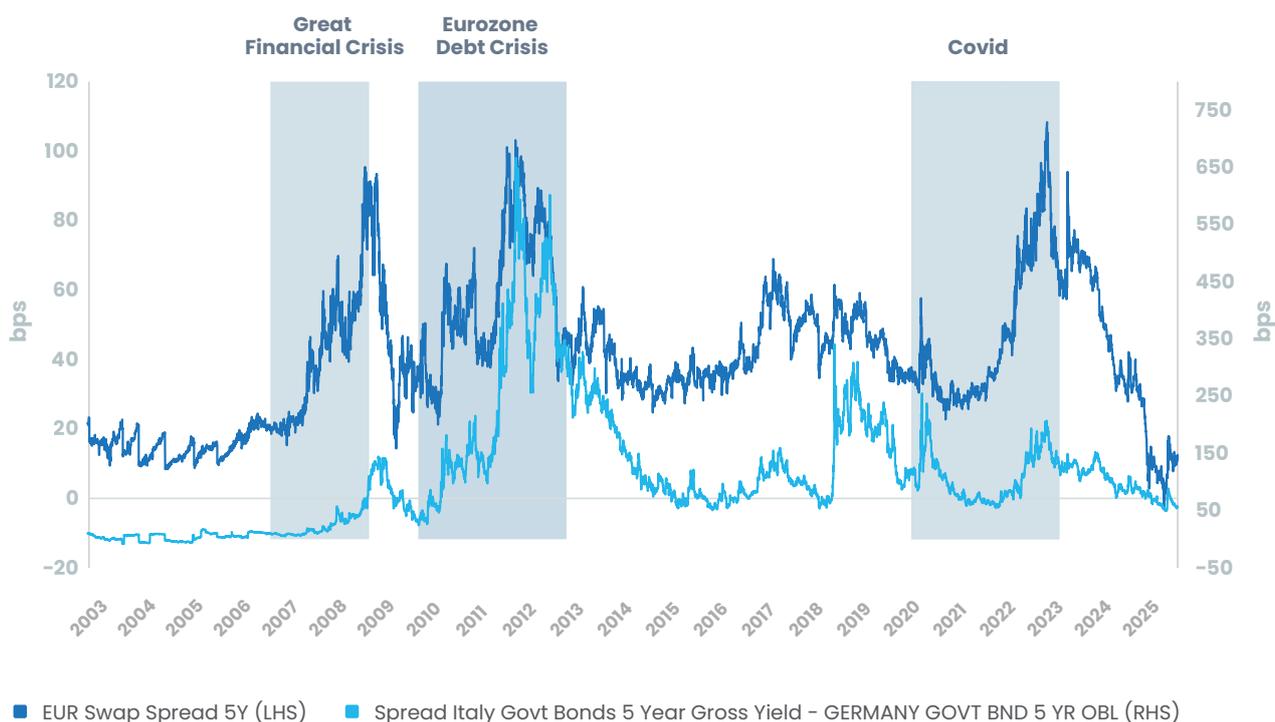


Source : Bloomberg, au 17/06/2025

**Risque de crédit souverain :** Un autre facteur important de l'évolution des swap spreads en euros est le risque de crédit souverain, qui a été particulièrement important pendant la crise de la dette souveraine en euros. Bien qu'elle comprenne de nombreux pays périphériques, l'Italie est souvent considérée comme le meilleur indicateur pour mesurer le risque souverain dans la zone euro, compte tenu de la taille de son économie et de la liquidité de son marché de la dette. L'écart entre le Bund allemand et le Trésor italien, ou BTP, est un très bon indicateur de ce risque. Ce n'était pas le cas lors de la crise financière mondiale ou de la crise Covid-19/énergie/inflation, où l'écart Bund/BTP est resté beaucoup plus stable.

**Figure 6 :**  
Risque de crédit souverain et swap spread

Écart entre les rendements des obligations allemandes et italiennes



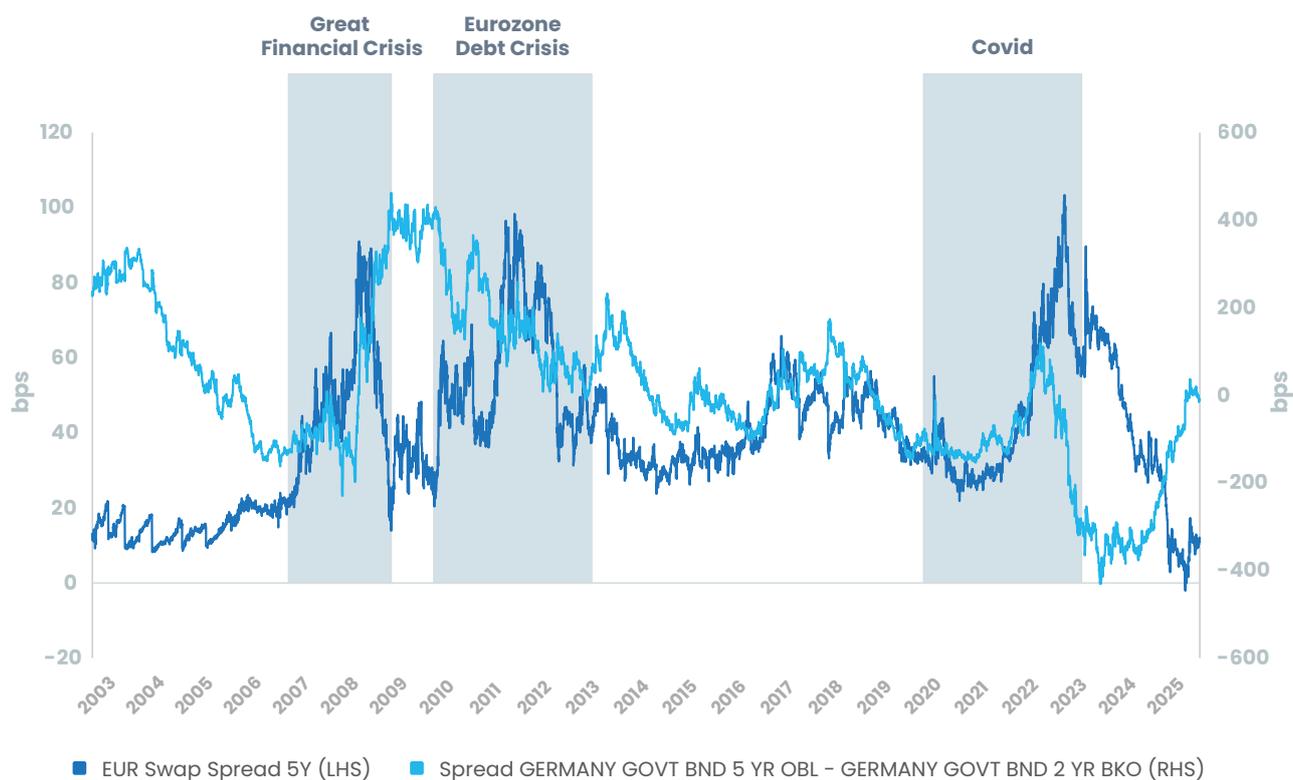
Source : Bloomberg, au 17/06/2025



**La courbe des rendements en Allemagne :** Outre la santé du secteur bancaire et du secteur public, la pente de la courbe des taux est souvent considérée comme un facteur important de l'évolution des swap spreads. En règle générale, une courbe de rendement raide reflète des perspectives de croissance plus fortes et, par conséquent, des swap spreads plus serrés. Entre 2008 et aujourd'hui, cet indicateur a toutefois fourni des signaux incohérents. Nous sommes donc très prudents, mais nous prenons néanmoins en compte les attentes concernant la pente de la courbe des taux lors de l'analyse de l'évolution attendue du swap spread.

**Figure 7 :**  
**Forme de la courbe des taux d'intérêt et des swap spreads en Allemagne**

Écart entre les rendements allemands à 2 ans et à 5 ans



Source : Bloomberg, au 17/06/2025

**Dynamique de l'offre et de la demande :** Ces questions ont gagné en importance au cours des dernières années, car nous avons peut-être atteint un point de basculement. Au cours des crises précédentes, la demande d'obligations refuges a considérablement augmenté en raison des mesures prises par les banques centrales et les régulateurs (exigences en matière de capital et définitions) pour lutter contre les crises. Le gonflement du bilan de la BCE par rapport à l'encours de la dette allemande a entraîné un élargissement des swap spreads en raison de la valeur de rareté accrue de la dette allemande. Cet effet s'est surtout fait sentir lors de la dernière crise Covid-19/énergie/inflation. Au cours de cette période, plus le bilan de la BCE a augmenté rapidement par rapport à la dette allemande, plus la valeur de rareté de la dette allemande a augmenté et plus les swap spreads se sont élargis.

De même, l'augmentation puis la diminution de l'encours des opérations de refinancement à plus long terme de la BCE a d'abord suscité puis apaisé les craintes de pénurie concernant les obligations d'État allemandes, celles-ci étant principalement utilisées comme garantie pour ces opérations.

**Figure 8 :**  
**Bilan de la BCE, opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) et swap spreads**

Représenté par rapport à l'encours de la dette allemande

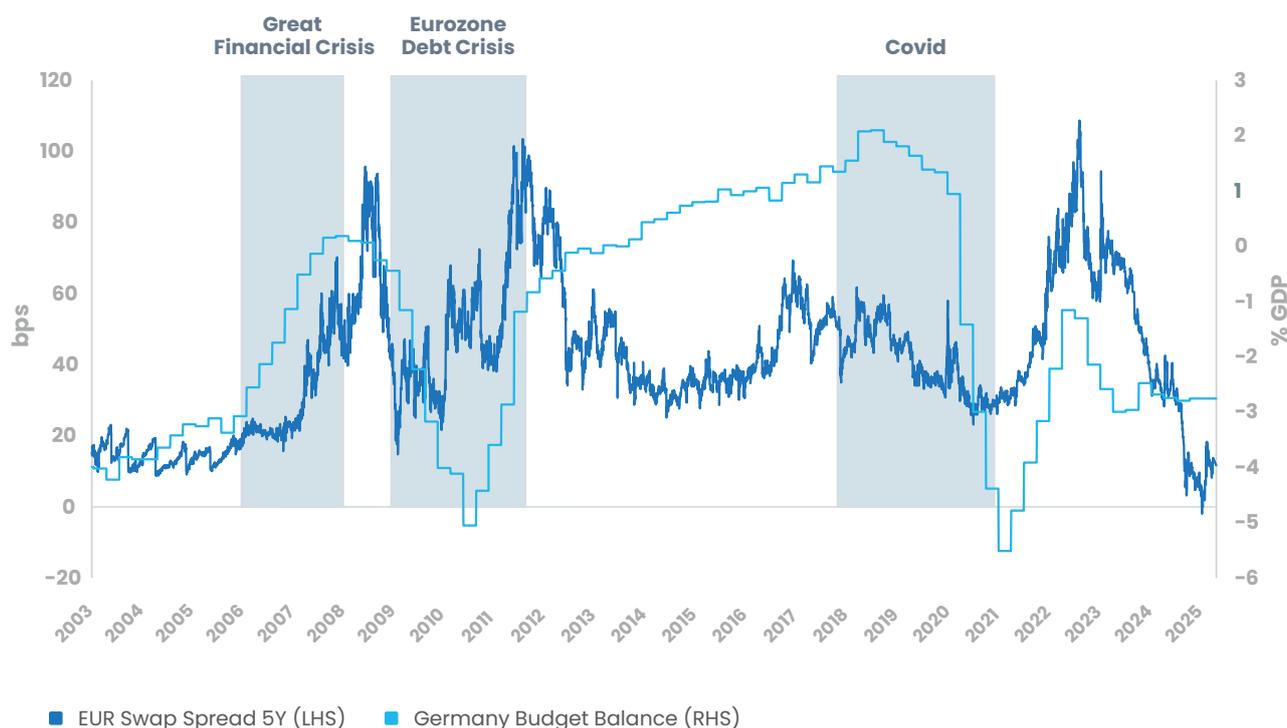


LTRO = Long-Term Refinancing Operations (opérations de refinancement à long terme) Source : Bloomberg, au 17/06/2025

Outre le facteur de la demande, le facteur de l'offre a également gagné en importance ces derniers temps, ce qui nous amène à la zone euro et à la politique budgétaire allemande. Les déficits budgétaires se creusant à nouveau, l'offre d'obligations d'État allemandes a été plus importante et a contribué à un resserrement des swap spreads. En effet, plus l'offre de Bunds est importante, plus leur rendement devrait être élevé par rapport aux swaps. La relation est donc négative. Plus le déficit allemand en pourcentage du PIB est élevé, en tant qu'indicateur de l'offre, plus le niveau des swap spreads d'actifs est serré.

**Figure 9 :**  
**Offre de Bunds et swap spreads**

Déficit allemand en pourcentage du PIB (RHS)



Source : Bloomberg, au 17/06/2025



# L'avenir commence maintenant.

L'évolution des facteurs de l'offre et de la demande concernant les obligations d'État allemandes est également perceptible sur le marché du repo. En effet, pour surveiller la rareté ou l'abondance sous-jacente des obligations d'État allemandes en tant que garantie, nous suivons l'évolution du marché des prises en pensions. Des changements significatifs ont eu lieu en 2024, suggérant que les obligations d'État allemandes perdent leur statut dit "spécial".

Il y a quelques raisons de penser que les obligations d'État allemandes pourraient perdre leur statut "spécial" de manière plus structurelle :

- La solidarité accrue de l'UE avec l'émission d'obligations NGEU<sup>4</sup> a diminué les risques d'éclatement de la zone euro et a donc limité les mouvements de spreads des obligations d'État au sein de l'UEM ainsi que des swap spreads en euros.
- La surperformance de l'économie allemande par rapport au reste de la zone euro pourrait avoir pris fin avec la perte de l'accès au gaz russe bon marché, les défis du secteur automobile et l'impact du ralentissement structurel en Chine. Les déficits budgétaires allemands devraient être beaucoup plus proches de ceux des autres pays de la zone euro que par le passé, surtout depuis que le nouveau gouvernement allemand a assoupli le frein à l'endettement.
- Dans les cas où les politiques d'assouplissement quantitatif de la BCE ont contribué à la rareté et au statut "spécial" des Bunds allemands, il est probable que QT annule ce mouvement. L'évolution du swap spread en euros devrait ressembler davantage à la période précédant les trois crises majeures depuis 2008, et davantage aux États-Unis, où le swap spread a déjà été beaucoup plus faible, voire négatif, que dans la zone euro.

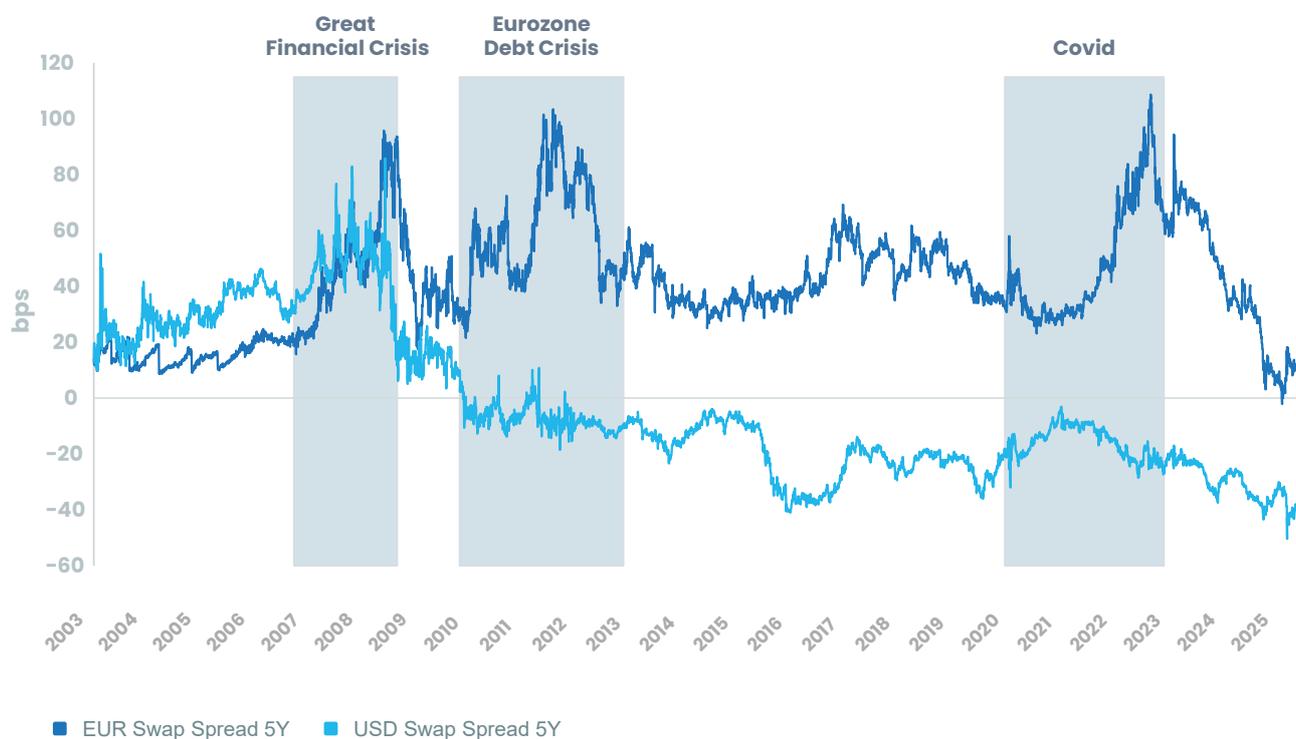
Un contre-argument potentiel pourrait être la possibilité pour les obligations allemandes de devenir des valeurs refuges dans les portefeuilles obligataires mondiaux. Les États-Unis ayant perdu une partie de leur crédibilité politique, les Bunds pourraient susciter un intérêt supplémentaire de la part des investisseurs mondiaux, qui les considèrent comme une protection contre les turbulences du marché. Cette demande accrue pourrait conduire à des niveaux de swap spreads en euros plus importants que ce à quoi nous pourrions nous attendre.

Enfin, il existe également des raisons techniques qui expliquent la baisse structurelle des swap spreads, voire des niveaux négatifs. Cette évolution est principalement liée à l'évolution des taux de référence des swaps, qui sont passés des taux d'intérêt de référence Libor à des taux dits sans risque. Aux États-Unis, le taux de référence a été déplacé vers le SOFR et dans la zone euro vers le €STR. Avant l'abandon du Libor, le taux de swap était le juste prix, à l'origine, d'une série de taux futurs attendus qui représentaient le risque de crédit. Maintenant que les contrats de swap sont référencés à des taux (presque) sans risque dans la jambe flottante, le taux de swap lui-même est plus bas, ce qui signifie que les swap spreads seront également plus bas ou même plus négatifs. Ces évolutions conduiront probablement à une convergence accrue des swap spreads en euros et en dollars à des niveaux inférieurs, voire négatifs.

4 - Next Generation EU, à partir de 2021.

**Figure 10 :**  
**Euro Swap Spread contre US Swap Spread**

Une nouvelle convergence vers des niveaux plus bas ?



Source : Bloomberg, au 17/06/2025

À l'avenir, il restera important de suivre l'évolution des swap spreads dans les différentes régions afin de déterminer si ce sont principalement des facteurs mondiaux ou nationaux qui les déterminent. Des mouvements similaires des swap spreads peuvent indiquer des facteurs mondiaux, tels que la santé du secteur bancaire pendant la crise financière mondiale, tandis que des mouvements plus idiosyncrasiques indiquent des facteurs nationaux dominants.



# Conclusion

## De l'histoire à l'horizon

Depuis 2008, l'évolution des swap spreads en euros a été très volatile, sous l'influence de facteurs très différents, tels que le risque de crédit bancaire, le risque de crédit souverain, les politiques monétaires de la BCE et les politiques fiscales.

Une bonne compréhension du swap spread est essentielle dans la gestion des portefeuilles obligataires *aggregate*, où l'évolution du swap spread peut avoir un impact majeur sur l'allocation optimale entre les obligations souveraines, quasi-souveraines et d'entreprise (en particulier pour les segments quasi-souverains/sous-souverains). Par exemple, dans le cas d'un resserrement attendu des swap spreads, il est logique de déplacer l'allocation vers des obligations quasi-souveraines et/ou des obligations d'entreprise au détriment des obligations souveraines. Dans ce document, nous avons examiné les différents facteurs qui déterminent l'évolution des swap spreads en euros et leur impact sur ceux-ci au cours des crises récentes. Cela a montré que chaque crise peut être de nature très différente et que différents facteurs doivent être suivis de près.

Les développements récents suggèrent que nous pourrions entrer dans un nouveau régime avec des swap spreads en euros revenant à ses niveaux d'avant la crise financière mondiale, comme aux États-Unis. L'offre d'obligations d'État en euros, valeurs refuges, augmente en raison des politiques budgétaires expansives, tandis que la demande diminue, avec l'arrêt progressif du programme d'assouplissement quantitatif des banques centrales au profit d'un resserrement quantitatif pour lutter contre l'inflation.

Le rôle potentiel des obligations allemandes en tant que valeur refuge au détriment des bons du Trésor américain devra être surveillé de près, car il pourrait conduire à un nouvel élargissement des swap spreads en euros.

Les crises et les facteurs que nous avons analysés nous aideront à affronter les crises futures avec plus de conviction et à mieux intégrer les évolutions du marché des swap spreads en euros dans la décision d'allocation et la gestion de nos portefeuilles obligataires globaux.



**155 Mrd €**

**Actifs sous gestion au  
31 décembre 2024**



**600+**

**Professionnels  
expérimentés et engagés**



**+ de 25 ans**

**Leader dans l'investissement  
responsable**

**Ce document est fourni uniquement à des fins d'information et d'éducation et peut contenir l'opinion de Candriam ainsi que des informations exclusives.**  
Les opinions, analyses et points de vue exprimés dans ce document sont fournis à titre d'information uniquement. Ils ne constituent en aucun cas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni une recommandation d'investissement, ni une confirmation d'une quelconque transaction.

Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et les sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne saurait être tenue responsable des dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment et le contenu de ce document ne peut être reproduit sans autorisation écrite préalable.

**CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.\***

**[www.candriam.com](http://www.candriam.com)**

\*Investir pour demain.

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY