

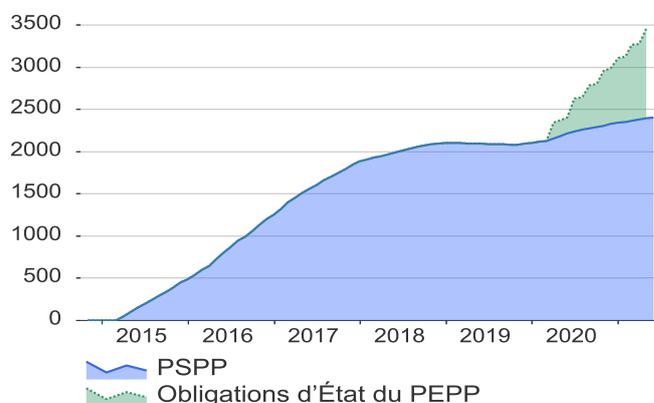
Obligations : Rupture de stock ?

Résumé

- Les banques centrales ont injecté des quantités colossales de liquidité pour faire face à la crise économique, allant parfois jusqu'à acheter plus d'obligations que les pays n'en n'émettaient.
- De ce fait, les marchés financiers regorgent de liquidités. Le phénomène est particulièrement visible aux États-Unis où les montants des reverse repo explosent.
- Les nouvelles émissions obligataires sont très souvent sursouscrites bien que les rendements sont particulièrement bas.
- Des pénuries de papier se font sentir, notamment au niveau des obligations d'État, comme les bons du trésor américain à court terme.

À fin mai, la BCE détenait un stock de 3.467 milliards d'euros d'obligations d'État, dont environ 69% acquis grâce au programme PSPP (Public Sector Purchase Programme) et 31% via le programme d'urgence pandémique PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme).

STOCK D'OBLIGATION D'ÉTAT DE LA BCE (MDS EUR)



Source: Refinitiv Datastream, mai 21

Source : BNP Paribas Wealth Management

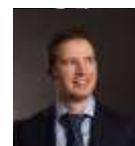
Obligations d'État en zone euro

Depuis la mi-mars, la BCE a accéléré le rythme de ses achats d'actifs (obligations d'État et d'entreprises) pour aider les entreprises et les ménages à se financer à des taux bas et relancer l'économie. Ainsi, il s'avère qu'elle a acheté plus d'obligations sur la période avril-mai que les quatre plus gros pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne) n'en n'ont émis.

On estime que la BCE détient via les banques centrales nationales environ 40% des obligations d'État allemandes parmi l'univers des obligations d'État allemandes éligibles au PSPP et PEPP.

Edouard Desbonnets

Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



Cette quote-part est également importante pour les autres grands pays de la zone euro. Ainsi, la BCE possède environ **35% des obligations d'État espagnoles et environ 30% des obligations d'État françaises et italiennes.**

En plus des banques centrales nationales, les gestionnaires de réserve de change des banques centrales ont eux aussi des positions substantielles d'obligations d'État, ce qui fait que, en Allemagne par exemple, le flottant des obligations d'État est très faible, moins de 20%. En d'autres termes, moins de 20% des obligations d'État allemandes en circulation s'échangent entre investisseurs. En réalité, ce pourcentage est même moindre car un certain nombre d'investisseurs privés, comme les institutions financières, achètent ces obligations pour des besoins règlementaires et les conservent donc jusqu'à leur échéance.

Obligations d'État grecques

Ce faible volume d'obligations échangeables n'est pas sans conséquence. La Grèce par exemple, grâce à son flottant très faible (aussi de l'ordre de 20% car une très grande partie de sa dette est dans les mains du Mécanisme Européen de Stabilité) et grâce à la BCE qui a décidé de maintenir un rythme d'achats d'obligations élevé, a vu son taux à 5 ans passer temporairement négatif à la mi-juin!

Par ailleurs, grâce au filet de sécurité qu'offre le PEPP, les obligations grecques s'arrachent. L'émission à 10 ans du 10 juin de 2,5 milliards d'euros a reçu 30 milliards de demande. Les investisseurs ont tout bonnement ignoré que le pays est l'un de plus endetté au monde (plus de 200% du PIB en 2020) car nombre d'entre eux (souvent les fonds spéculatifs) ont acheté cette obligation dans le but de la revendre rapidement à la BCE, ce qui leur permet de toucher la prime d'émission sans prendre trop de risque.

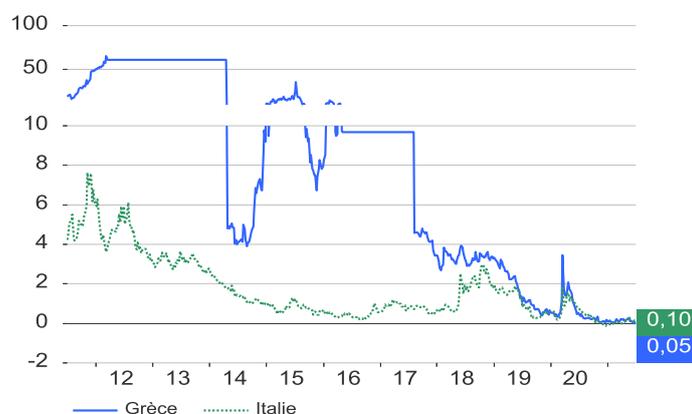
NGEU

Les 27 pays de l'Union européenne ont pour la première fois de l'histoire émis une dette commune le 15 juin dans le cadre du plan de relance Next Generation EU de 800 milliards étalés sur 5 ans. Initialement, l'UE comptait lever 10 milliards à 10 ans pour sa première émission, mais a finalement décidé de doubler le montant. 20 milliards : la plus grande vente de dette institutionnelle en une seule tranche jamais réalisée ! Et, même si le coupon avait été fixé à zéro, la demande a été très forte, autant à l'émission (142 milliards proposés) que sur le marché secondaire où l'obligation s'est appréciée. Le rendement à maturité, initialement de 0,086% est tombé à 0,03% dans les premières transactions (les rendements et les prix évoluent en sens inverse).

États-Unis

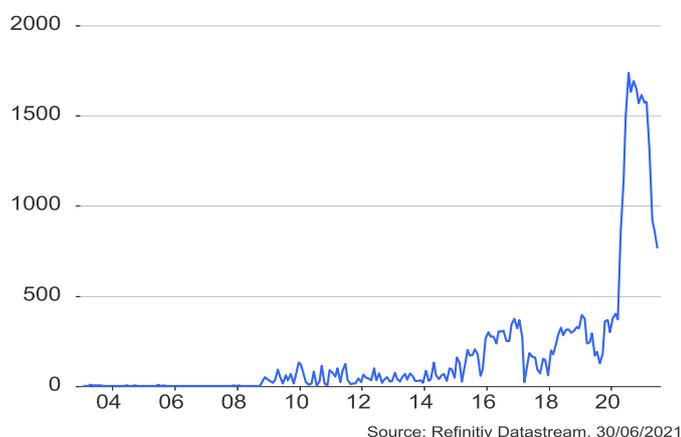
Aux États-Unis la pénurie de papier se fait sentir dans les bons du Trésor à moins d'un an, les T-bills. En effet, Steve Mnuchin, le précédent secrétaire au Trésor avait fait gonfler le compte en banque du Trésor auprès de la Fed (le TGA, Treasury General Account). Ce dernier avait atteint 1.740 milliards de dollars en juillet 2020, très loin des normes historiques. L'actuelle secrétaire, Janet Yellen, a décidé de le réduire, en utilisant cet argent pour les besoins des programmes de relance de Joe Biden et en réduisant le nombre de nouvelles émissions.

SEULES L'ITALIE ET LA GRECE ONT DES TAUX A 5 ANS POSITIFS EN ZONE EURO (%)



Source : BNP Paribas Wealth Management

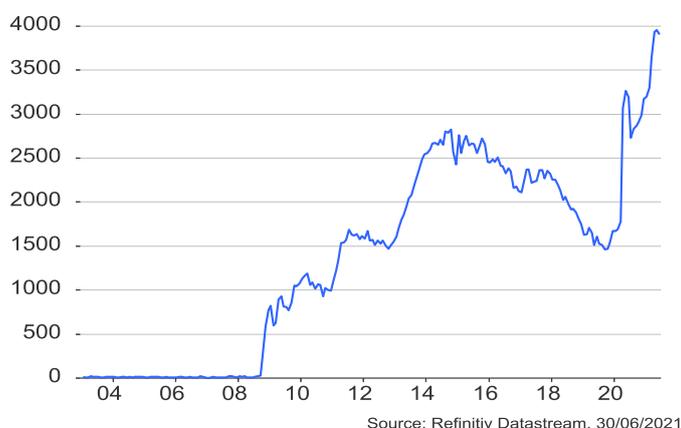
TREASURY GENERAL ACCOUNT (MDS USD)



Source : BNP Paribas Wealth Management

Cependant, en parallèle, les liquidités continuent d'affluer dans les réserves bancaires, non seulement à cause la réduction du TGA, mais aussi à cause du programme d'achats d'actifs de la Fed (120 milliards de dollars par mois dont 80 d'obligations d'État) et des chèques distribués aux ménages américains par le gouvernement pendant la crise. Ces liquidités sont traditionnellement placées dans les fonds monétaires.

RESERVES DES BANQUES AUPRES DE LA FED (MDS USD)



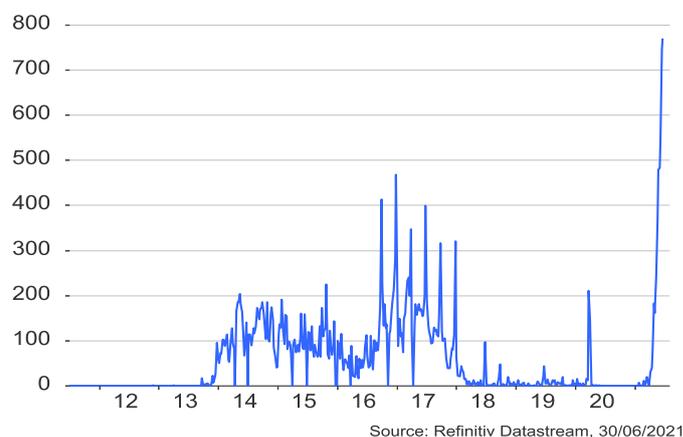
Source : BNP Paribas Wealth Management

Il y a donc un déséquilibre entre l'offre et la demande sur le marché monétaire. Les taux se sont dangereusement rapprochés de zéro. Sur la quarantaine de T-bills en circulation, un bon tiers se traitait même avec des rendements négatifs avant la réunion de la Fed de la mi-juin. C'était un réel problème pour l'économie car la plupart des entreprises se financent au jour le jour sur ce marché. Si les taux négatifs avaient persisté, les fonds monétaires auraient été enclins à stopper temporairement leur activité. De plus, ils auraient eu de vraies difficultés à couvrir leurs besoins de fonctionnement vu qu'ils investissent dans des titres à des rendements proches de 0%.

Heureusement, la Fed a relevé son taux sur les réserves excédentaires de 0,05% à 0,15% à la mi-juin pour inciter les banques à réduire leurs flux de liquidités vers le marché monétaire.

En outre, la Fed a fait passer le taux des reverse repo de 0% à 0,05% pour drainer les liquidités excessives. En effet, les reverse repo sont des opérations qui permettent aux banques et aux fonds monétaires d'échanger du cash avec la Fed contre des titres au jour le jour.

REVERSE REPOS (MDS USD)



Source : BNP Paribas Wealth Management

Grâce à ces ajustements, les rendements des T-bills ne sont plus négatifs. La situation devrait ensuite s'améliorer naturellement avec de nouvelles émissions de T-bills une fois que le TGA sera revenu à un niveau que Janet Yellen aura jugé plus normal, probablement d'ici un mois.



Obligations d'entreprises

Là encore, les banques centrales jouent un rôle de premier plan et le papier se fait rare.

Les émetteurs structurent leurs nouvelles émissions de manière à ce qu'elles soient éligibles aux programmes de la BCE puisque cette dernière achète des obligations d'entreprises sur le marché primaire. De cette manière, la demande est plus forte et le prix d'émission est plus intéressant pour les émetteurs.

Aux États-Unis, le programme d'achat d'obligations d'entreprises s'est terminé fin d'année dernière. La Fed vient maintenant d'entamer l'étape d'après, c'est-à-dire la vente des 14 milliards de dollars d'obligations d'entreprises qu'elle possède. Sur ce stock, 62% sont des ETF et 38% sont des lignes directes. Nul doute que les obligations seront fortement demandées vu la pénurie de papier de haute qualité (faible risque de crédit), surtout pour ceux avec des échéances courtes.

Même des échéances plus longues se vendent facilement. Pour preuve, le fort intérêt pour la nouvelle émission fin juin de l'assureur santé américain Centene, qui a fait que son coupon a été établi à 2,45%, soit le plus bas coupon jamais atteint pour une entreprise high yield émettant une dette de 7 ans ou plus.

Autre anecdote, le fabricant américain de logiciel MicroStrategy Inc., dont la nouvelle obligation à 7 ans a été souscrite près de 4 fois alors que son objet n'était pas de financer son activité ni de développer d'autres activités, mais juste d'acheter des Bitcoins.

Finance verte

Il reste cependant une classe d'actifs où l'offre obligataire est en plein essor, aussi bien pour les obligations d'État que pour les obligations d'entreprises, c'est la finance verte.

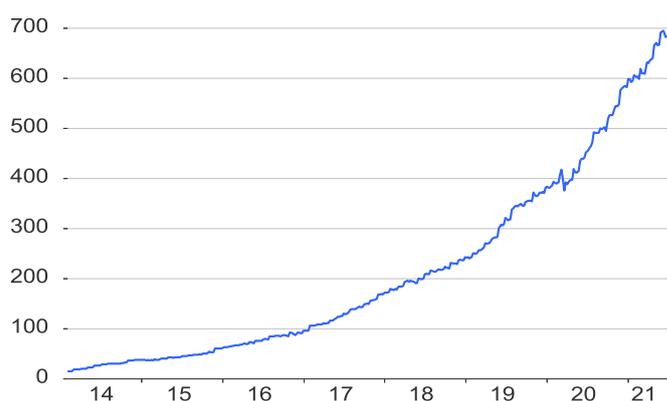
Les obligations vertes se traitent en général avec une prime par rapport aux obligations conventionnelles, dite greenium. Le rendement à maturité d'une obligation verte est donc inférieur (et le prix supérieur) à celui d'une obli-

gation conventionnelle émise par le même émetteur. En 2020, quand le marché était encore balbutiant, le greenium, était de 0,09% en moyenne en zone euro d'après l'Association des Marchés Financiers.

Cette année, au niveau mondial, les volumes d'émissions d'obligations vertes sur les cinq premiers mois ont triplé par rapport à la même période l'année dernière. De ce fait, le greenium s'est réduit et il était même presque nul au mois d'avril.

Au niveau des obligations supranationales émises par l'Union européenne, nous prévoyons que les obligations SURE à long terme (toutes des obligations sociales) et les obligations vertes NGEU (émises à partir de cet automne) se traiteront avec un greenium faible.

VALEUR MARCHANDE DU MARCHÉ DES OBLIGATIONS VERTES (MDS EUR)



Source: Refinitiv Datastream, 30/06/2021

Source : BNP Paribas Wealth Management

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 Strategist, PRB



LUXEMBOURG

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

CONTACTEZ-NOUS



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