

# Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires

## Résumé

1. **La Fed a surpris le marché avec des projections plus offensives lors de la réunion du FOMC de juin. Plusieurs membres prévoient des hausses de taux plus tôt que prévu (en 2023) car l'inflation est élevée. Nous avons avancé notre prévision de la première hausse de taux au 1er trimestre 2023.**
2. **La BCE reste très accommodante. Nous pensons que le rythme des achats d'actifs reviendra à la normale en septembre. Les spreads périphériques devraient rester serrés jusque-là.**
3. **Nous avons augmenté notre objectif à 12 mois sur les taux américains à court terme à la suite de la réunion de la Fed. En conséquence, nous sommes passés d'une vue positive à neutre sur les obligations d'État américaines à court terme.**
4. **Les rendements des obligations à long terme ont baissé récemment, surtout aux États-Unis. Les investisseurs ont revu à la baisse leur évaluation du risque d'inflation après la réunion de la Fed et le mouvement a été amplifié par le débouclage de positions vendeuses des hedge funds dans un marché d'été moins actif. Nous pensons que les rendements obligataires à long terme reprendront leur hausse après l'été. Nous maintenons notre objectif de 2 % pour le rendement à 10 ans américain et de 0 % pour le rendement à 10 ans allemand dans 12 mois.**
5. **Les banques centrales des marchés émergents relèvent leurs taux directeurs. Nous restons positifs sur les obligations émergentes en devise locale.**

Edouard Desbonnets

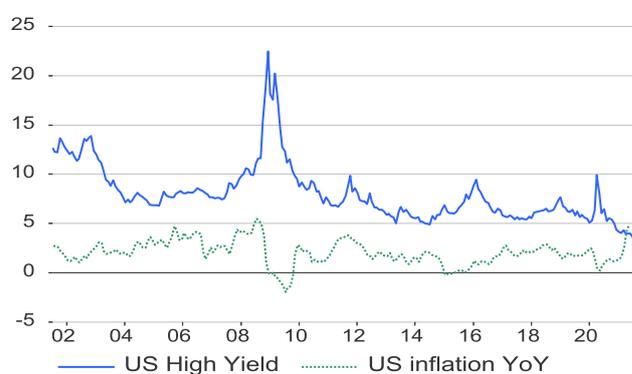
Investment Advisor, Fixed Income  
BNP Paribas Wealth Management



## Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : Inflation et obligations émergentes en devise locale	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Disclaimer	7

### LE RENDEMENT MOYEN DES OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT DES ENTREPRISES AMÉRICAINES EST TOMBÉ EN DESSOUS DE L'INFLATION.



Source: Refinitiv Datastream, 06/07/2021



## Banques centrales

### Réduire les mesures d'urgence en septembre?

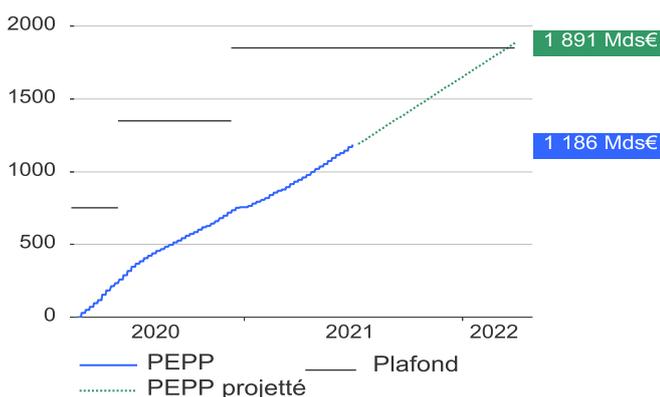
#### Banque centrale européenne (BCE)

La BCE a reconduit en juin le rythme élevé d'achats d'actifs décidé en mars, prouvant qu'elle souhaitait garder une **politique monétaire très accommodante**. Dans la pratique, les achats seront certainement réduits pendant l'été car ils dépendent des conditions de marché.

La BCE a rendu les **conclusions de sa revue stratégique**. En résumé, elle intégrera dorénavant les considérations relatives au changement climatique dans sa politique monétaire et sera plus tolérante face à une hausse de l'inflation. Cela ouvre la voie à une période d'accommodation prolongée.

Le prochain rendez-vous important sera la réunion du **9 septembre**, où la BCE pourrait **revenir à un rythme d'achats d'actifs normal (c'est-à-dire non "substantiellement plus élevé") pour le programme d'urgence pandémie PEPP**. Cela ne remettrait pas en cause le côté très accommodant de sa politique et lui permettrait de mener ce programme jusqu'à son terme supposé (fin mars 2022) sans risquer d'excéder l'enveloppe (cf graphique).

#### L'ENVELOPPE DU PEPP SERA DÉPASSÉE EN MARS 2022 SI LES ACHATS SONT MAINTENUS AU RYTHME ACTUEL



Source: Refinitiv Datastream, 02/07/2021

#### Réserve fédérale américaine (Fed)

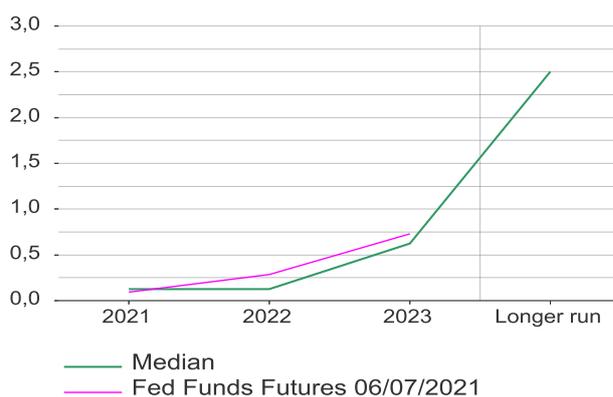
**La patience a ses limites.** La Fed a surpris le marché lors de la réunion de juin. Elle a fait preuve de moins de patience à l'égard de l'inflation puisqu'elle prévoit deux hausses de taux en 2023 selon l'opinion médiane des 18 décideurs (voir graphique), alors qu'elle n'en prévoyait aucune lors de la réunion de mars.

**Le débat sur le tapering est officiellement lancé** mais Powell relativise en indiquant qu'il faudra encore plusieurs réunions pour atteindre une conclusion.

**La réunion de juin a été un succès** car la Fed a signalé un tapering et des hausses de taux plus tôt que prévu et les conditions financières ont à peine bougé.

Nous pensons que la Fed annoncera le tapering en septembre et l'implémentera en janvier 2022, en commençant avec les MBS. **Quant à la première hausse de taux directeur, nous l'anticipons pour le T1 2023**, et non plus le T3 2023 car le Fed se montre beaucoup plus sensible au risque inflationniste. La Fed devrait privilégier la lutte contre l'inflation au soutien de l'emploi si elle devait faire un choix entre son double mandat.

#### LA FED SUGGÈRE DEUX HAUSSES DE TAUX EN 2023. LE MARCHÉ VOIT UNE HAUSSE DE TAUX DÈS FIN 2022



Source: Refinitiv Datastream

### CONCLUSION

La Fed et la BCE se montrent plus optimistes mais se refusent à retirer les mesures de soutien d'urgence pour le moment. La Fed devrait être la première à franchir le pas, en annonçant un tapering en septembre, mis en exécution en janvier 2022 et suivi d'une première hausse de taux directeur au T1 2023 selon nous.



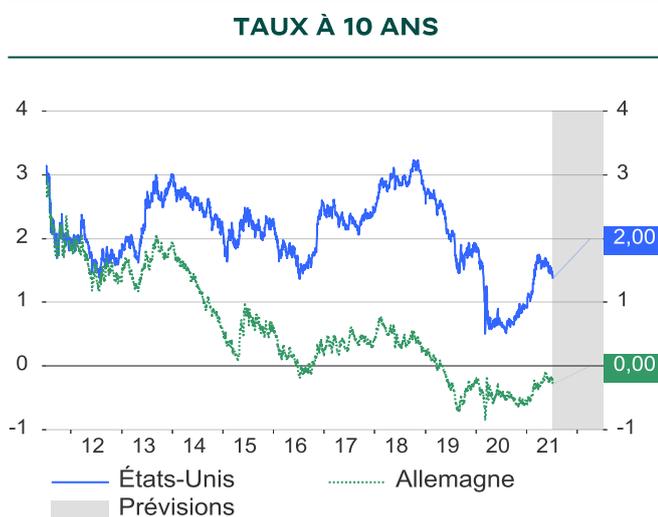
## Rendements obligataires

### Pause à court terme dans un marché baissier

Nous avons relevé nos prévisions de taux à 2 et 5 ans suite à la réunion de la Fed. **Nous passons de Positifs à Neutres sur les obligations d'État américaines à court terme.** Le risque d'un rendement attendu nul sur cette classe d'actifs a augmenté, d'autant plus que les rendements actuels à court terme sont proches de zéro.

**Les taux à long terme se sont fortement détendus, notamment aux États-Unis.** Les marchés se sont focalisés sur la deuxième dérivée: l'économie continue de croître, mais à un rythme décroissant. En outre, certains investisseurs ont réévalué à la baisse le risque d'inflation après la réunion de la Fed. Le mouvement a été exacerbé par des débouclages de positions vendeuses alors que les marchés sont moins actifs en été.

Selon nous, la situation fondamentale reste solide et les dernières données ne justifient pas une telle réévaluation de la croissance et d'inflation. Les taux à long terme devraient augmenter, mais il faut d'abord un catalyseur. Celui-ci pourrait provenir par exemple d'un bon rapport sur l'emploi, du tapering de la Fed ou d'une augmentation des émissions obligataires.



	Maturités (années)	6/07/2021	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	0,22	0,60
	5	0,81	1,25
	10	1,37	2
	30	2,00	2,60
Allemagne	2	-0,67	-0,50
	5	-0,62	-0,30
	10	-0,27	0
	30	0,22	0,50
Royaume-Uni	2	0,05	0,30
	5	0,28	0,60
	10	0,64	1,20
	30	1,17	1,50

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

### CONCLUSION

Les taux à court terme sont désormais moins ancrés par la Fed donc nous sommes passés de Positifs à Neutres sur les obligations d'État américaines à court terme. Le marché baissier devrait reprendre après l'été. La réouverture des économies, le tapering attendu de la Fed et l'afflux d'émissions d'obligations d'État plaident en faveur d'une hausse des rendements obligataires. Nous sommes Négatifs sur les obligations d'Etat américaines et allemandes à long terme.



## Thème du mois

### Inflation et obligations émergentes en devise locale

L'inflation s'est accélérée dans le monde ces derniers mois (voir graphique). Alors que les banques centrales des marchés développés sont restées inactives, celles des marchés émergents ont été incitées à réagir.

La hausse des taux directeurs dans les pays émergents n'est pas idéale car elle pèse sur les perspectives de croissance à un moment où la croissance commence seulement à revenir dans certains pays, tandis que d'autres luttent encore contre la pandémie. Mais les pays émergents ne peuvent pas se permettre de perdre le contrôle de l'inflation, car ils doivent continuer à attirer les flux de capitaux, maintenir la stabilité financière et éviter la dépréciation de leur monnaie.

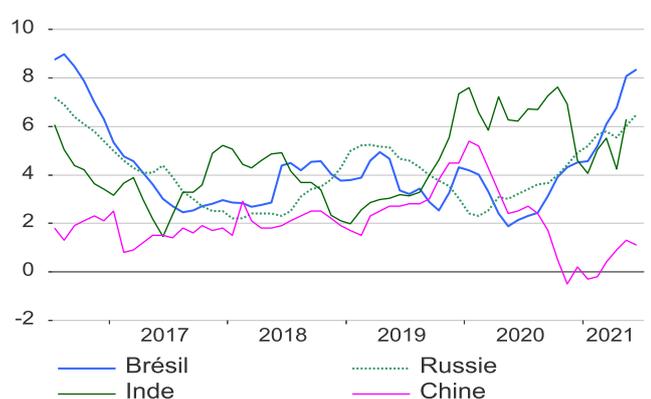
Depuis le début de l'année, 15 banques centrales de pays émergents ont relevé leurs taux, alors qu'elles n'étaient que quatre sur l'ensemble de l'année 2020. Le Brésil et la Russie ont été les premiers à relever leurs taux. Ensuite, la Hongrie et la République tchèque ont suivi. Le Mexique a créé la surprise en relevant ses taux et la Corée du Sud a commencé à ouvrir la voie à des hausses également.

Le marché a réagi positivement aux pays dont les banques centrales ont été proactives (voir graphique) car cela les a protégé de l'impact de la hausse des taux américains à court terme et du renforcement du dollar. En effet, le réal brésilien et la rouble russe figurent parmi les devises les plus performantes contre l'euro en juin. Les mouvements de change représentent une partie substantielle de la performance des obligations souveraines en monnaie locale.

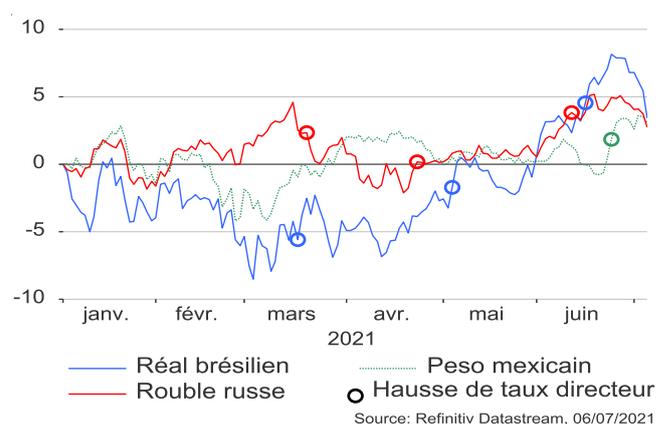
Il nous semble que l'inflation attendue est déjà bien évaluée et que les banques centrales émergentes pourraient resserrer leurs politiques moins que ce qui est actuellement évalué par le marché. Cela serait bénéfique aux obligations locales des pays émergents.

Nous restons positifs sur les obligations locales des pays émergents, en particulier dans le contexte actuel de liquidités abondantes, de baisse attendue du dollar et de prix élevés des matières premières. Sans oublier que la croissance accélèrera une fois que la pandémie sera sous contrôle et que ces pays offrent des rendements réels attrayants par rapport aux marchés développés.

#### L'INFLATION AUGMENTE (VARIATION EN POURCENTAGE SUR 12 MOIS)



#### LES DEVISES ÉMERGENTES SE SONT APPRÉCIÉES LORSQUE LA BANQUE CENTRALE A RELEVÉ SES TAUX



## CONCLUSION

Plusieurs banques centrales de pays émergents ont relevé leurs taux directeurs dans le sillage de l'inflation élevée et du virage hawkish de la Fed. Leurs devises se sont appréciées, ce qui a amélioré les performances de leurs obligations. Nous restons positifs sur les obligations émergentes en devise locale. L'environnement est favorable et le marché anticipe déjà une inflation élevée et des hausses de taux directeurs.

## 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 Positifs à Neutres sur les obligations d'État à court terme.</li> <li>Négatifs sur la dette à long terme.</li> </ul>
Obligations d'entreprise Investment Grade	Eurozone	=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nous préférons les obligations d'entreprise aux obligations souveraines.</li> <li>Nous privilégions les obligations EUR et US dont la duration est similaire à celle de l'indice de référence (5 et 9 ans respectivement).</li> <li>Positifs sur les obligations convertibles de la zone euro.</li> </ul>
	États-Unis	+	
Obligations d'entreprise 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	1,37	- - -	
Allemagne	-0,27	- - -	
France	0,06	33	-4
Italie	0,75	102	-7
Espagne	0,35	61	-5
Portugal	0,32	58	-8
Grèce	0,77	104	+1

6/07/2021  
Source: Refinitiv Datastream

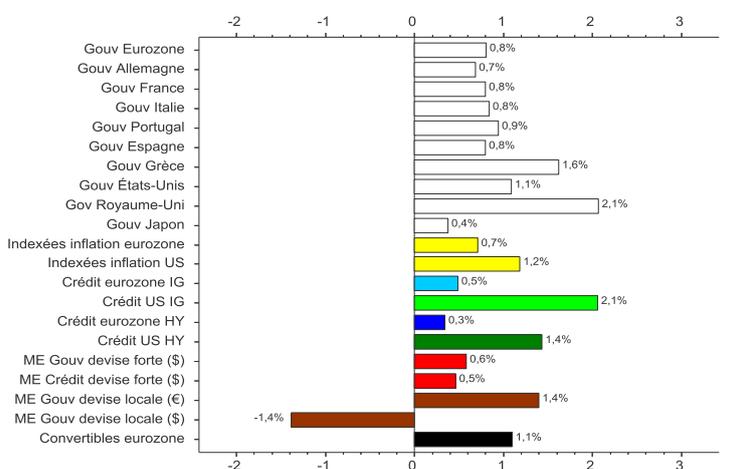
	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	1,08	33	0
Obligations d'entreprise IG EUR	0,30	83	-2
Obligations d'entreprise IG USD	1,99	82	-3
Obligations d'entreprise HY EUR	2,83	287	+1
Obligations d'entreprise HY USD	3,53	262	-35
Émergents - Obligations d'État en devise forte	4,30	301	+13
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	3,92	312	+14
Émergents - Obligations d'État en devise locale	3,62	282	+3

6/07/2021  
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg Barclays



# Performances

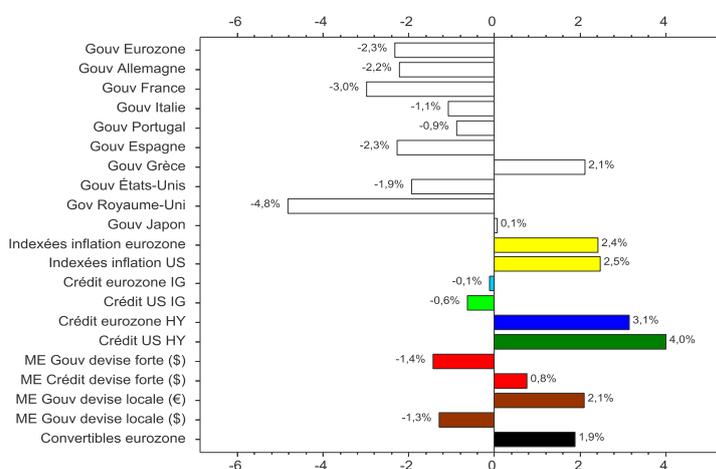
## SUR UN MOIS



Source: Refinitiv Datastream, 06/07/2021 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

ME = Marchés émergents

## DEPUIS LE 01/01/2021



Source: Refinitiv Datastream, 06/07/2021 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