

Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires

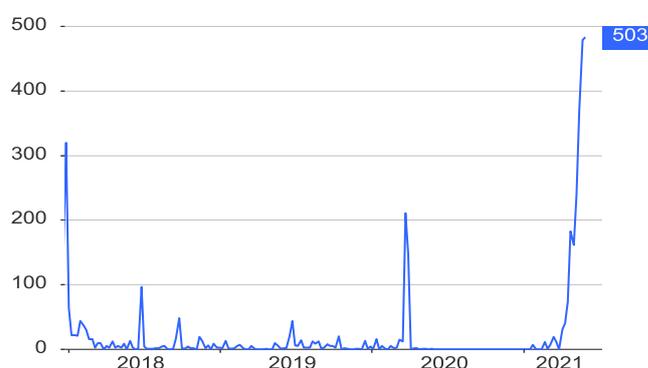
Résumé

1. **Statut quo annoncé du côté de la BCE lors de la réunion de juin.** Les spreads des pays périphériques devraient rester serrés.
2. **Statut quo attendu du côté de la Fed pour sa réunion de juin.** Rendez-vous en septembre pour l'annonce du tapering.
3. **L'inflation fait moins peur, voire plus peur du tout.** Baisse récente des rendements obligataires à long terme, notamment la composante inflation attendue. Baisse également de la volatilité. Reprise de la hausse des rendements obligataires à long terme probablement en septembre, avec des banques centrales qui devraient réduire leur soutien. Objectif à 2% pour le rendement du Treasury américain et 0% pour le rendement du bund allemand.
4. **Les obligations d'entreprises Investment Grade en zone euro ne sont plus intéressantes selon nous.** Changement de vue: nous passons de positifs à neutres sur cette classe d'actifs. Le rendement moyen à maturité est devenu trop faible (0,3%).
5. **La Fed liquide le portefeuille d'obligations d'entreprises qu'elle a constitué pendant la crise sanitaire.** Ces obligations devraient trouver preneur très facilement. Pas de risque d'écartement de spread à craindre.

Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : Obligations d'entreprises Investment Grade	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Disclaimer	7

LES REVERSE REPOS ATTEIGNENT DES MONTANTS RECORDS, SIGNE D'UN EXCÈS DE LIQUIDITÉ DANS LE MARCHÉ (MDS USD)



Source: Refinitiv Datastream, Fed of NY, 09/06/2021

Edouard Desbonnets

Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Banques centrales

Réduire les mesures d'urgence en septembre?

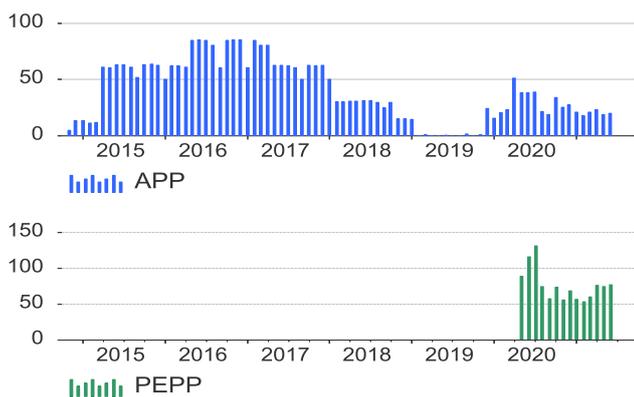
Banque centrale européenne (BCE)

La BCE se montre plus confiante dans la reprise économique. Elle a revu ses projections de croissance et d'inflation à la hausse lors de la réunion de politique monétaire de juin. La balance des risques est même qualifiée d'équilibrée, ce qui n'était pas arrivé depuis décembre 2018 !

Mais elle juge qu'il est trop tôt pour réduire les mesures d'urgence. La BCE va donc continuer ses achats d'obligations pour le programme d'urgence pandémique PEPP avec le rythme « plus soutenu » décidé en mars. Cette décision ne semble pas avoir été prise à l'unanimité.

Il est fort probable que la BCE attende que la Fed annonce son tapering pour lui emboîter le pas. **La BCE réduira donc très probablement ses achats à partir de septembre.** Ce ne sera pas un vrai tapering dans le sens où la BCE n'a pas l'intention de les réduire à zéro. Même en mars 2022, quand le programme d'urgence PEPP sera terminé, la BCE continuera d'être active dans les marchés via le programme APP relancé fin 2019 et sans date de fin connue.

ACHATS MENSUELS VIA LES PROGRAMMES PEPP ET APP (MDS D'EUR)



Réserve fédérale américaine (Fed)

Tapering : la Fed se montre très patiente. Elle veut voir des progrès substantiels par rapport à son mandat d'inflation et d'emploi avant de réduire progressivement le montant des achats mensuels (120 milliards) d'obligations d'État et de MBS (prêts adossés à des créances hypothécaires).

Quand? Le sursaut d'inflation et les excès de liquidité dans le marché plaident pour un tapering rapide. A l'inverse, le dernier rapport sur l'emploi invite la Fed à la patience. Nous pensons que la Fed annoncera la réduction lente et progressive de ses achats mensuels à la réunion de politique monétaire de septembre, voire au symposium des banquiers centraux de Jackson Hole fin août.

Comment? Le tapering pourrait prendre un an, commencer au début de 2022, d'abord avec les MBS étant donné la bonne santé du secteur immobilier.

Hausse des taux directeurs : vers le T3 2023 selon nous. Le marché a récemment revu ses attentes à la baisse mais envisage toujours une première hausse dès décembre 2022

LE MARCHÉ ANTICIPE UN PEU PLUS DE 3 HAUSSE DE TAUX DIRECTEUR DE 0,25% D'ICI FIN 2023



CONCLUSION

La BCE vient d'annoncer un statut quo lors de sa réunion de politique monétaire de juin. La Fed devrait faire de même. Rendez-vous en septembre, voire fin août avec le symposium des banquiers centraux à Jackson Hole, pour des annonces comme la réduction des mesures d'urgences mises en place pour faire face à la crise sanitaire.



Rendements obligataires

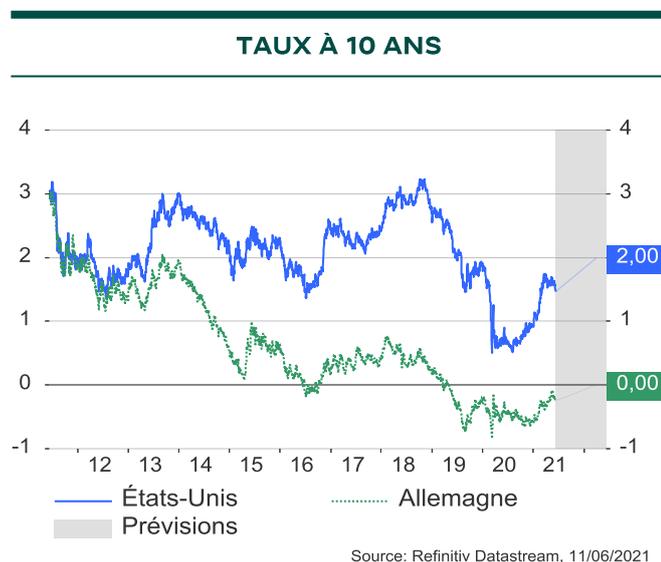
Pause à court terme dans un marché baissier

Pause et même détente des taux américain et allemands à 10 ans. Les banques centrales ont réussi à convaincre la majorité des investisseurs que l'inflation serait transitoire. De plus, les dernières données économiques basées sur des enquêtes étaient plutôt en baisse par rapport au mois précédent.

Besoin d'un catalyseur: le prochain mouvement pour les taux à 10 ans est vraisemblablement celui de la hausse. Les catalyseurs peuvent être la réouverture des économies en zone euro, le tapering aux États-Unis ou encore une succession de rapports de l'emploi solides. Ces événements pourraient arriver à la fin de l'été. Nous nous attendons donc à une remontée des taux à 10 ans vers septembre, avec objectif 2% aux États-Unis et 0% en Allemagne.

Vue négative sur les obligations souveraines à long terme, américaines et allemandes.

Vue positive sur les obligations souveraines américaines à court terme, même si les rendements attendus sont faibles. Le marché escompte une hausse des taux directeurs de la Fed dès décembre 2022, soit 9 mois plus tôt que nous.



	Maturités (années)	9/06/2021	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	0,16	0,40
	5	0,75	1
	10	1,49	2
	30	2,17	2,60
Allemagne	2	-0,68	-0,50
	5	-0,62	-0,30
	10	-0,25	0
	30	0,31	0,50
Royaume-Uni	2	0,06	0,30
	5	0,31	0,60
	10	0,73	1,20
	30	1,27	1,50

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

CONCLUSION

La pause sur les taux long se poursuit et se transforme même en une détente. Le mouvement haussier pourrait reprendre après l'été, avec la réouverture des économies en zone euro, le tapering aux États-Unis et des améliorations substantielles sur le marché du travail américain.

Thème du mois

Obligations d'entreprises Investment Grade

Changement de recommandation : nous passons d'une vue positive à **neutre sur les obligations d'entreprises Investment Grade en zone euro**.

L'environnement reste attractif pour les obligations d'entreprises : les politiques monétaires sont accommodantes (liquidités abondantes, refinancement à des conditions favorables...), les plans de relance budgétaires soutiennent les entreprises et l'économie globale s'améliore, synonyme de cash flows en hausse pour les entreprises.

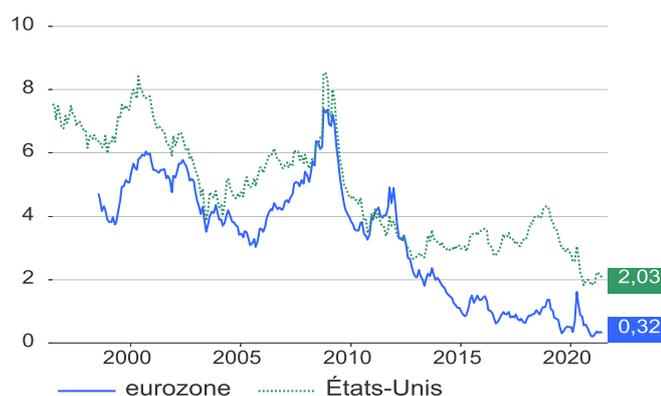
Mais les valorisations sont élevées : les primes de risques se sont fortement tassées depuis le début de la crise de la Covid. Le spread moyen (écart de rendement d'une obligation avec le taux sans risque, c'est-à-dire les rendements des obligations d'État allemandes), qui s'était écarté jusqu'à 2,50% est revenu à 0,84%, soit très proche des plus bas historiques post crise financière de 2008. Il n'est pas exclu qu'ils se compressent encore un peu en raison de la reprise économique et d'une offre obligataire attendue plutôt faible.

Ceci dit, avec un rendement moyen à maturité aussi bas (0,32%), le rendement attendu pour les investisseurs sera principalement dicté par l'évolution des taux allemands, que nous voyons reprendre le chemin de la hausse après l'été. Une hausse de 0,06% du taux allemand à 5 ans serait suffisante pour générer des rendements attendus négatifs, d'après le breakeven ratio.

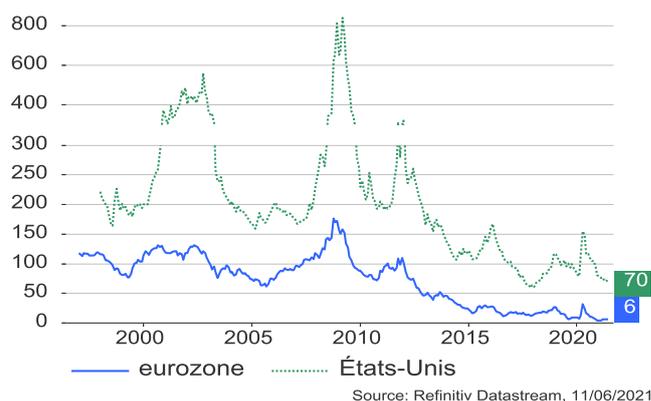
En revanche, nous maintenons notre **biais positif sur les obligations d'entreprises Investment grade aux États-Unis**. Le rendement à maturité est nettement plus attractif (2,07% en moyenne). Il l'est également pour les investisseurs étrangers car le coût de la couverture de change est relativement faible, de l'ordre de 0,7% pour les investisseurs européens et 0,4% pour ceux au Japon.

La Fed a commencé à liquider le portefeuille d'obligations d'entreprises qu'elle a constitué pendant la crise. La demande devrait être forte étant donné la pénurie d'obligations de qualité, surtout pour celles à échéance courte. Pas de risque d'écartement de spread à craindre.

RENDEMENT MOYEN DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES INVESTMENT GRADE (%)



BREAKEVEN RATIO EN POINTS DE BASE



CONCLUSION

Le contexte économique et monétaire reste favorable aux obligations d'entreprises, mais les valorisations sont chères. Le rendement moyen est faible, surtout en zone euro où il est à peine positif. Face au risque de remontée des rendements obligataires, nous préférons passer de positifs à neutres sur les obligations d'entreprises Investment Grade de la zone euro. Nous maintenons une vue positive sur celles aux États-Unis.

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"> • Positifs sur la dette à court terme pour les investisseurs basés en dollar. • Négatifs sur la dette à long terme.
Obligations d'entreprise Investment Grade	Eurozone	=	<ul style="list-style-type: none"> • Nous préférons les obligations d'entreprise aux obligations souveraines. • Nous privilégions les obligations EUR et US dont la duration est similaire à celle de l'indice de référence (5 et 9 ans respectivement). • Positifs sur les obligations convertibles de la zone euro.
	États-Unis	+	
Obligations d'entreprise High Yield	Eurozone et États-Unis	=	<ul style="list-style-type: none"> • Neutres sur les obligations HY. • Positifs sur les obligations <i>fallen angels</i> et <i>rising stars</i>.
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	1,49	- - -	
Allemagne	-0,25	- - -	
France	0,12	37	-2
Italie	0,83	108	-6
Espagne	0,41	65	-6
Portugal	0,43	68	-5
Grèce	0,82	107	-16

9/06/2021
Source: Refinitiv Datastream

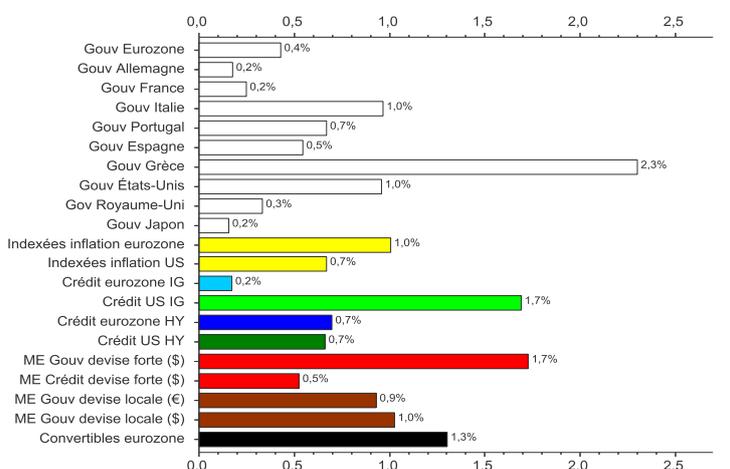
	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	1,09	33	+1
Obligations d'entreprise IG EUR	0,32	84	0
Obligations d'entreprise IG USD	2,07	85	-2
Obligations d'entreprise HY EUR	2,76	282	-10
Obligations d'entreprise HY USD	3,91	291	+2
Émergents - Obligations d'État en devise forte	4,21	285	-7
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	3,76	298	+4
Émergents - Obligations d'État en devise locale	4,93	419	+7

9/06/2021
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg Barclays



Performances

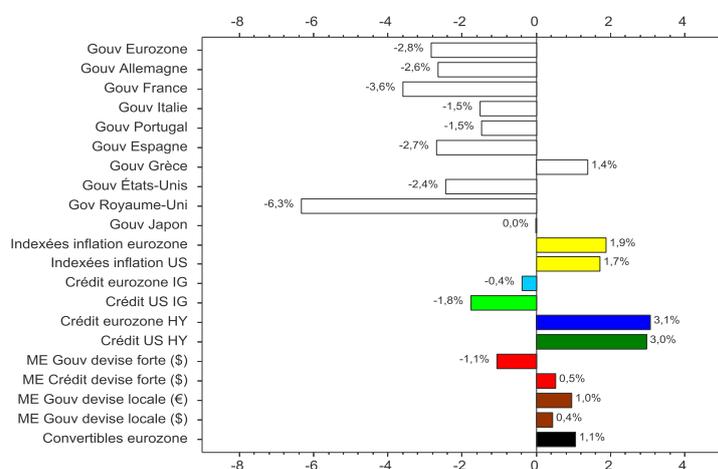
SUR UN MOIS



Source: Refinitiv Datastream, 10/06/2021 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

ME = Marchés émergents

DEPUIS LE 01/01/2021



Source: Refinitiv Datastream, 10/06/2021 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