

Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires

Résumé

1. **La décision de la BCE d'augmenter sensiblement ses achats obligataires était plus un compromis qu'une décision unanime.** La BCE devrait freiner mais pas empêcher la remontée des taux à long terme. Le portage des obligations périphériques reste intéressant, même si les gains en capital sont compromis.
2. **Les attentes de hausse de taux de la Fed sont très élevées selon nous.** Nous tablons sur une première hausse de taux au Q3 2023 et non pas à la fin 2022 comme le marché l'anticipe. Les taux américains à court terme pourraient baisser.
3. **Détente des taux à long terme pour le moment, mais le contexte reste baissier.** Les taux à long terme devraient reprendre le chemin de la hausse. Objectif 2% à horizon 1 an sur le taux américain à 10 ans et 0% pour le Bund allemand. Vue négative sur les obligations à long terme américaines et allemandes en conséquence.
4. **Les marchés du crédit sont plutôt chèrement valorisés.** Des opportunités existent cependant dans des sous-segments, comme les obligations *fallen angels* et *rising stars*.
5. **Retour de l'inflation aux États-Unis?** Les obligations indexées sur l'inflation intègrent déjà ce risque dans les cours d'après nous.

Edouard Desbonnets

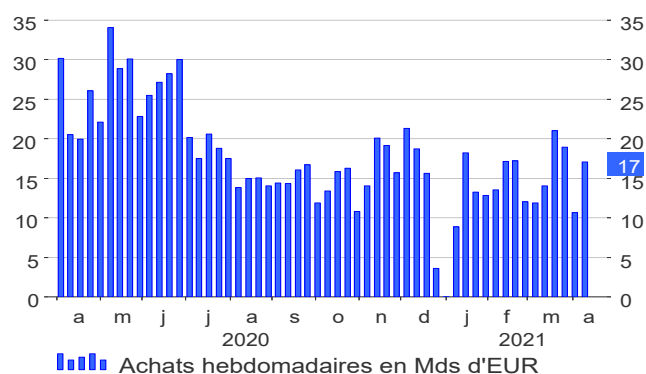
Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : <i>fallen angels</i> et <i>rising stars</i>	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Disclaimer	7

LES ACHATS DE LA BCE DE CES 4 DERNIÈRES SEMAINES, CENSÉS ÊTRE « SUBSTANTIELLEMENT » PLUS ÉLEVÉS, NE LE SONT PAS VRAIMENT. LA FAUTE AUX CONGÉS DE PÂQUES?



Banques centrales

Accords et désaccords

Banque centrale européenne (BCE)

La BCE a décidé d'augmenter substantiellement les achats d'actifs du programme pandémique (PEPP) pour contrer la hausse des taux à long terme. C'est le résultat d'un compromis entre ses membres.

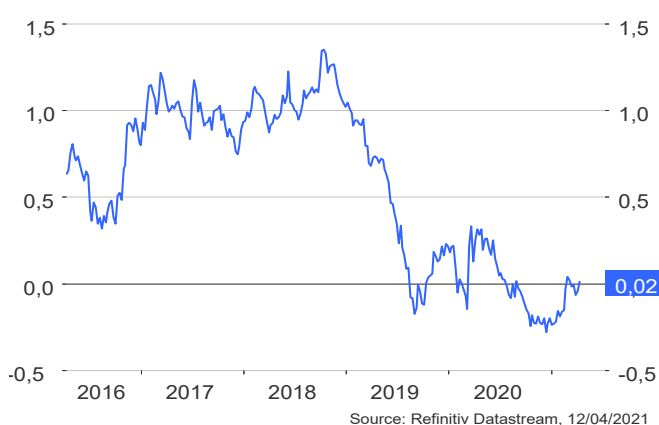
Accord: les membres de la BCE s'accordent à penser que la hausse des taux à long terme doit être prononcée et persistante pour avoir un impact significatif sur les conditions financières.

Désaccord: certains membres pensent que trop intervenir via les achats d'actifs donne l'impression que la BCE veut contrôler la courbe des taux.

Compromis: la hausse substantielle des achats d'actifs a été votée sous condition que l'enveloppe totale ne soit pas remise en question et que le rythme des achats puisse être réduit à l'avenir.

Notre opinion: la croissance devrait repartir dès le T2 avec l'accélération des vaccinations. La BCE ne va pas prolonger le PEPP au-delà de mars 2022, mais restera accommodante car l'inflation est encore loin de l'objectif.

RENDEMENT SOUVERAIN À 10 ANS DE LA ZONE EURO (PONDÉRÉ PAR LE PIB DE CHAQUE PAYS)



Réserve fédérale américaine (Fed)

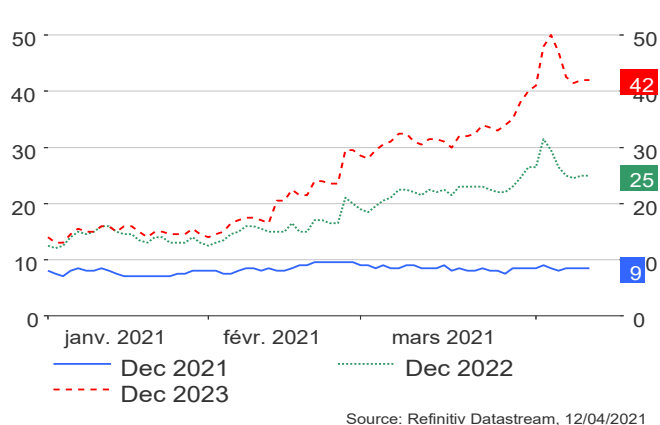
Accord: la Fed et les marchés estiment que la croissance va être forte cette année.

Désaccord: certains membres souhaitent ralentir les achats d'actifs (*tapering*) au plus tôt du fait de la croissance forte, de la baisse du chômage et des risques d'inflation.

La Fed dans son ensemble pense que les poussées inflationnistes seront transitoires et qu'elle ne devra pas monter ses taux directeurs ni cette année, ni en 2022, ni en 2023. Le marché n'y croit pas et escompte une première hausse de taux dès décembre 2022.

Notre opinion: vu la vigueur de la reprise, les deux objectifs de la Fed, à savoir l'inflation supérieure à 2% et l'emploi maximal pour toutes les catégories de la population, devraient être suffisamment bien engagés pour conduire la Fed à annoncer le *tapering* à la fin de l'année, avec implémentation au T2 2022. Nous attendons une première hausse des taux directeurs une fois que les effets de la pandémie se seront dissipés, au T3 2023.

ATTENTES DU MARCHÉ CONCERNANT LES HAUSSES DE TAUX DE LA FED (EN POINTS DE BASE)



CONCLUSION

Des divergences de points de vue commencent à apparaître, tant à la BCE qu'à la Fed, quant à la gestion de la sortie de crise. Nul doute cependant que les politiques monétaires vont rester accommodantes. Nous n'attendons aucune hausse de taux en zone euro et pas de hausses de taux avant 2023 aux États-Unis.



Rendements obligataires

Pause à court terme dans un marché baissier

Stabilisation des taux à long terme pour le moment.

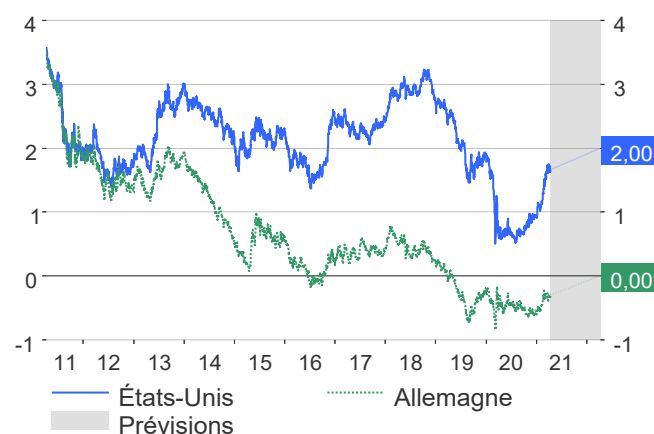
La volatilité sur les taux a baissé et les émissions du Trésor s'annoncent réduites au T2 relativement au T1. Les taux US à long terme couverts du risque de change sont attractifs pour les investisseurs internationaux. Le taux US à 10 ans cote 0,9% protégé du risque de change EURUSD, ce qui est l'équivalent du taux grec à 10 ans (0,87%). L'avantage est encore plus frappant pour les investisseurs japonais: 1,3% contre 0,1%.

Hausse des taux à long terme d'ici un an. La forte croissance attendue et le regain d'inflation devraient pousser les taux à long terme plus haut, d'autant que les banques centrales vont intensifier leurs discussions sur la fin des achats d'actifs liés à la pandémie dans la deuxième moitié de l'année.

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

Vue positive sur les obligations souveraines américaines à court terme. Le marché escompte une séquence de hausse de taux trop agressive selon nous.

TAUX SOUVERAINS À 10 ANS



Source: Refinitiv Datastream, 12/04/2021

	Maturités (années)	9/04/2021	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	0,16	0,40
	5	0,87	1
	10	1,67	2
	30	2,34	2,60
Allemagne	2	-0,70	-0,50
	5	-0,63	-0,30
	10	-0,30	0
	30	0,25	0,50
Royaume-Uni	2	0,05	0,30
	5	0,33	0,60
	10	0,76	1,20
	30	1,29	1,50

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

CONCLUSION

Les taux à long terme se stabilisent pour l'instant. Cependant, le contexte reste propice à une poursuite de la remontée des taux, mais probablement plus lente et progressive qu'elle ne l'a été jusqu'à présent. Nous avons relevé nos objectifs de taux à 2% pour le taux américain à 10 ans et 0% pour son équivalent allemand dans un an.

Thème du mois

Fallen angels et rising stars

Conséquence directe de la pandémie, l'année 2020 aura été marquée par un nombre record de *fallen angels*, ces obligations d'entreprises notées *Investment Grade* qui ont été rétrogradées à la catégorie *High Yield*. On dénombre 25 entreprises européennes pour un montant de l'ordre de 70 milliards d'euros et 37 sociétés américaines pour 220 milliards de dollars.

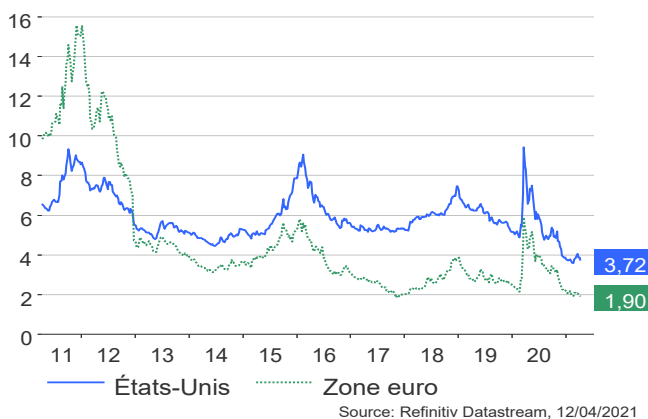
Ces événements doivent être vus comme des opportunités pour les investisseurs car ils occasionnent un élargissement des spreads de crédit. Historiquement, les spreads commencent à s'élargir 12 mois avant la dégradation de la note car les gérants *Investment Grade* réduisent leur exposition progressivement. L'obligation entre alors dans la catégorie *High Yield* avec un spread supérieur aux meilleures obligations *High Yield* (notées BB). Ce n'est qu'environ un mois après que le spread s'ajuste, au fur et à mesure que les gérants *High Yield* intègrent ces nouvelles obligations dans leurs portefeuilles.

Suite au rallye des marchés du crédit, les surcroits de rémunération des obligations *fallen angels* par rapport à celles notées BBs sont actuellement minces: à peine 0,10% pour les obligations en zone euro et 0,25% pour celles aux États-Unis.

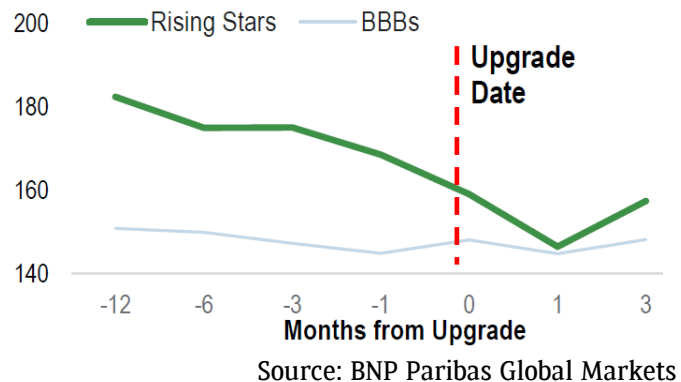
Cette année, le rebond économique fait émerger quelques *rising stars* (obligations *High Yield* qui montent dans la catégorie *Investment Grade*). Nous projetons 29 milliards d'euro d'obligations *rising stars* en zone euro et 82 milliards de dollars aux États-Unis cette année.

Là encore, le comportement historique de leur spread est intéressant. Elles surperforment de 0,20-0,25% les obligations BBs l'année de leur promotion. La moitié de cette surperformance se fait dans les 3 mois juste avant la promotion. Puis, une fois promues, elles continuent de surperformer les BBs, avec un gain supplémentaire de l'ordre de 0,05-0,10% trois mois après car les investisseurs *Investment Grade* réajustent leurs portefeuilles.

RENDEMENT DES OBLIGATIONS *FALLEN ANGELS* (EN %)



COMPORTEMENT DU SPREAD DES OBLIGATIONS *RISING STARS* EN EUROPE



CONCLUSION

Les marchés du crédit sont plutôt chèrement valorisés. Des opportunités existent cependant dans des sous-segments, comme les obligations *fallen angels* et *rising stars*. Ces dernières offrent en moyenne une rémunération supplémentaire en terme de rendement.

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 et États-Unis	+	<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.
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>.
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	1,67	- - -	
Allemagne	-0,30	- - -	
France	-0,04	26	+1
Italie	0,74	104	+3
Espagne	0,39	68	0
Portugal	0,29	58	1
Grèce	0,87	117	4

09/04/2021
Source: Refinitiv Datastream

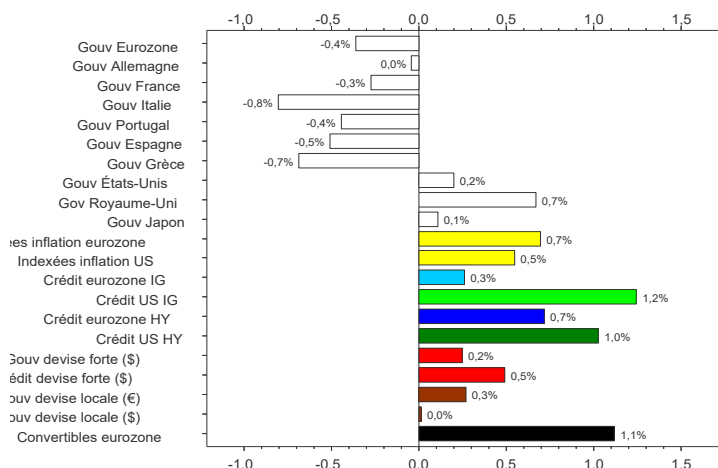
	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	1,13	33	-1
Obligations d'entreprise IG EUR	0,32	87	-2
Obligations d'entreprise IG USD	2,21	89	-11
Obligations d'entreprise HY EUR	2,91	296	-19
Obligations d'entreprise HY USD	4,02	292	-42
Émergents - Obligations d'État en devise forte	4,87	320	-22
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	4,83	325	-7
Émergents - Obligations d'État en devise locale	4,91	404	-2

09/04/2021
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg Barclays and JPM indices



Performances

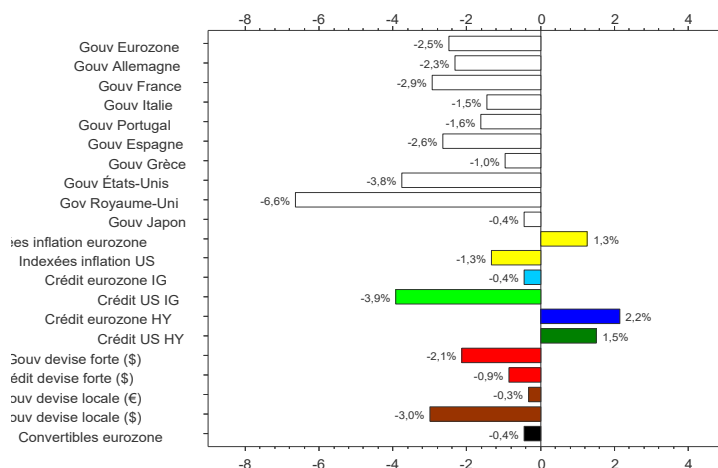
SUR UN MOIS



Source: Refinitiv Datastream, 12/04/2021 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

ME = Marchés émergents

DEPUIS LE 01/01/2021



Source: Refinitiv Datastream, 12/04/2021 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